

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

ENFLASYON HEDEFLEMESİ TEORİSİ: GELİŞMEKTE OLAN
ÜLKELERDE UYGULANABİLİRLİĞİ VE TÜRKİYE

DOKTORA TEZİ

METİN ÖZDEMİR

BURSA - 2005

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

ENFLASYON HEDEFLEMESİ TEORİSİ: GELİŞMEKTE OLAN
ÜLKELERDE UYGULANABİLİRLİĞİ VE TÜRKİYE

DOKTORA TEZİ

DANIŞMAN:
PROF.DR. ZEYNEL DİNLER

METİN ÖZDEMİR

BURSA - 2005

KISALTMALAR DİZİNİ

- BIS: Bank of International Settlements
- CBRT: Central Bank of Republic of Turkey
- DİE: Devlet İstatistik Enstitüsü
- DPT: Devlet Planlama Teşkilatı
- ECB: European Central Bank
- ERC: Economic Resarch Center (ODTÜ)
- FMG: Financial Markets Group
- HEI: Institut Universitaire de Hautes Etudes Internationales Geneve
- HKİMR: Hong Kong Institute for Monetary Research
- IIE: Institute of International Economics
- IIES: Institute of International Economic Studies
- IMF: International Monetary Fund
- NBER: National Bureau of Economic Research
- SNB: Schweizerische Nationalbank
- TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
- TEFE: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
- TEK: Türkiye Ekonomi Kurumu
- TÜFE: Tüketici Fiyat Endeksi
- ZEI: Zentrum für Europäische Integrationsforschung (Center for European Integration Studies)

ŞEKİLLER DİZİNİ

| | |
|--|-----|
| Şekil 1. Aşamalı ve Şok Strateji | 44 |
| Şekil 2. Taylor Eğrisi | 72 |
| Şekil 3. Para Politikası Faaliyet Süreci | 80 |
| Şekil 4. Para Politikası Aktarım Mekanizması | 95 |
| Şekil 5. Para Politikası Hedefleme Stratejisi ve Aktarım Mekanizması | 119 |
| Şekil 6: Fiyat İstikrarından Ayrı Olarak Para Politikası Amaçları | 128 |
| Şekil 7. Yasal Amaç Kategorileri | 129 |
| Şekil 8. Katı Enflasyon Hedeflemesi | 199 |
| Şekil 9. Esnek Enflasyon Hedeflemesi | 200 |
| Şekil 10. Merkez Bankasının Tercihleri | 202 |
| Şekil 11. Üretim Değişkenliği ve Enflasyon Değişkenliği Arasındaki Değiş-Tokuş İlişkisi | 203 |
| Şekil 12. Merkez Bankasının Tercihlerine Bağlı Olarak Optimal Zaman Ufku | 204 |
| Şekil 13. Üretim Değişkenliği-Enflasyon Değişkenliği Değiş-Tokuş İlişkisi ve Para Politikasının Kredibilitesi | 206 |
| Şekil 14. Enflasyon Hedeflemesi İle Fiyat Düzeyi Hedeflemesinin Karşılaştırılması | 249 |
| Şekil 15. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesinin Adaptasyon Tarihleri ve Başlangıç Enflasyon Oranları | 309 |
| Şekil 16. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Hedefleme Dönemi ve Sonrası Enflasyon Seviyesi | 345 |
| Şekil 17. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Makroekonomik Değişkenlerde Gözlenen Oynaklık Düzeyi..... | 362 |
| Şekil 18. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Üretim Enflasyon Değişkenliği (1997-2002)..... | 363 |
| Şekil 19. TÜFE Enflasyonunun Seyri (1970-Şubat 2001, %) | 398 |
| Şekil 20. Reel GSYİH Büyüme Oranının Seyri (1970-2000, %) | 399 |
| Şekil 21. Enflasyon ve Büyüme Eğilimleri (1977-2001) | 400 |
| Şekil 22. Enflasyon ve Büyüme İlişkisi (1988-2003)..... | 401 |
| Şekil 23. Sermaye Hareketleri ve Büyüme Oranı (1989-2001)..... | 403 |
| Şekil 24. TÜFE Bazlı Reel Efektif Kur Endeksi (1995=100) | 405 |
| Şekil 25. Reel Faiz ve Büyüme Oranı (1989-2001) | 406 |
| Şekil 26. Enflasyon ile FAH/GSYİH İlişkisi (1989-2001) | 407 |
| Şekil 27. Para İkamesi (1990-1999) | 411 |
| Şekil 28. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (%GSMH) ve Enflasyon Oranı | 412 |

| | |
|--|-----|
| Şekil 29. Konsolide Bütçe Açığının Finansman Kaynakları (% , GSMH) | 415 |
| Şekil 30. Finansal Baskı Endeksi (1990-2001) | 451 |
| Şekil 31. Gecelik Faiz Oranları (1 Kasım-26 Aralık 2001)..... | 452 |
| Şekil 32. TCMB Aylık Döviz Rezervlerinin Seyri (1999-2001, milyar\$) | 453 |
| Şekil 33. Net Portföy Yatırımları (Ekim 1999- Ağustos 2001, milyon\$) | 453 |
| Şekil 34. EMBI Brezilya – Arjantin- Türkiye (31.12.1999-08.05.2001) | 454 |
| Şekil 35. İMKB Gecelik Basit Faiz ve ABD Doları Alış Kuru | 457 |
| Şekil 36. Kısa Vadeli Dış Borç/ TCMB Rezervleri (%) | 464 |
| Şekil 37. Bankalar Kısa Vadeli Yurtdışı Kredi Hacmi (1991-2000, milyon\$) | 466 |
| Şekil 38. İç Borç Stoğunun Yapısı (2000-2001, Yüzde Dağılım)..... | 474 |
| Şekil 39. Kamuya Açılan Krediler ve Enflasyon | 487 |
| Şekil 40. Tüketici Fiyat Endeksi (Mart 2005 itibariyle yıllık yüzde değişim) | 502 |
| Şekil 41. Yıl Sonu Enflasyon Bekleyişleri (Nisan 2005 itibariyle) | 503 |
| Şekil 42. Enflasyon Oranındaki Oynaklık | 505 |
| Şekil 43. Risk Primi ve Reel Faizler | 506 |
| Şekil 44. Döviz Kurundan Fiyatlara Geçiş Etkisi..... | 507 |
| Şekil 45. Büyüme ve Enflasyon Oranları | 508 |
| Şekil 46. Toplam Nihai Yurici Talep ve GSYİH | 509 |
| Şekil 47. Fiyat İstikrarı ve Sürdürülebilir Büyüme Patikası | 510 |
| Şekil 48. TCMB Bilanço Kalemleri: Hedef ve Gerçekleşme Düzeyleri | 511 |
| Şekil 49. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Altında Faizlerin Seyri | 513 |
| Şekil 50. TCMB Faizleri ve Nominal İkincil Piyasa Faizleri | 515 |
| Şekil 51. Enflasyon ve Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi | 518 |
| Şekil 52. Döviz Kurları | 519 |
| Şekil 53. Beklenen Reel Faizler ve Nominal Döviz Kuru | 520 |
| Şekil 54. Türkiye Ekonomisinde Mali-Finansal Baskınlık ve Finansal Derinlik | 522 |
| Şekil 55. Enflasyon (TEFE, 1994 = 100) ve İç Borç Stokunun Reel Faizi | 525 |
| Şekil 56. Finans Hesabı ve Reel Kesim Güven Endeksi | 526 |
| Şekil 57. Konsolide Bütçe Borç Stoğundaki Değişimin Analizi | 530 |
| Şekil 58. Borçlanma Vadesi ve Bileşik Faiz | 531 |
| Şekil 59. Konsolide İç Borç Stoğunun Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı..... | 532 |
| Şekil 60. EMBI Endeks Değeri ve Döviz Kurunun Seyri | 534 |
| Şekil 61. Sıcak Para Akımları ve Net Hata ve Noksan | 539 |
| Şekil 62. Sıcak Para Akımlarının Kompozisyonu - Net Hata ve Noksan Dahil | 540 |
| Şekil 63. TCMB Döviz Alımları (Kümülatif) ve TCMB Brut Döviz Rezervleri | 542 |
| Şekil 64. Toplam Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Net Pozisyonunun Gelişimi | 546 |
| Şekil 65. Döviz Mevduatının Toplam Mevduat İçindeki Payı | 547 |

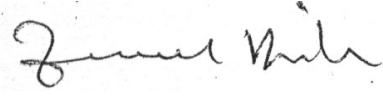
TABLULAR DİZİNİ

| | |
|--|-----|
| Tablo 1. Operasyonel Hedef Olarak Faiz Oranı ve Parasal Tabanın Karşılaştırılması | 84 |
| Tablo 2. Para Politikası Kurallarının Tipolojisi | 107 |
| Tablo 3. Şokların Doğası ve Para Politikası Hedefleme Stratejileri | 124 |
| Tablo 4. Enflasyon Hedeflemesinin Temel Karakteristikleri | 187 |
| Tablo 5. Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Karakteristikleri | 191 |
| Tablo 6. Enflasyon Hedeflemesi ve Para Politikası Kurallarının Tipolojisi | 231 |
| Tablo 7. Enflasyon Hedeflemesinin Adaptasyon Tarihi ve Hedefleme Öncesi Dönemde Ülkelerin Seçilmiş Ekonomik Göstergeleri | 312 |
| Tablo 8. Enflasyon Hedeflemesi Öncesi Nominal Çapa ve Enflasyon Hedeflemesine Geçişin Gerekçesi | 315 |
| Tablo 9. Enflasyon Hedeflemesi Tipleri ve Kredibilite | 319 |
| Tablo 10. Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşen Enflasyon Oranlarına Göre Enflasyon Hedeflemesi Tipi | 322 |
| Tablo 11. Enflasyon Hedeflemesi ve Yasal Çerçeve | 325 |
| Tablo 12. Enflasyon Hedeflemesi ve Merkez Bankasının Bağımsızlığı | 327 |
| Tablo 13. Enflasyon Hedefini Belirleme Yetkisi | 328 |
| Tablo 14. Enflasyon Hedefinin Formülasyonu | 330 |
| Tablo 15. Merkez Bankalarının Karar Mekanizması | 333 |
| Tablo 16. Temel Politika Enstrümanı ve Döviz Kuru Rejimi | 335 |
| Tablo 17. Enflasyon Hedeflemesi ve Şeffaflık-İletişim Prosedürleri | 337 |
| Tablo 18. Enflasyon Raporunun İçeriği ve Enflasyon Tahmini | 339 |
| Tablo 19. Enflasyon Hedeflemesi ve Hesap Verebilirlik | 342 |
| Tablo 20. Enflasyon Hedefinden Sapmalar | 344 |
| Tablo 21.a. Enflasyon Hedeflemesinin Performansı: Lehte Görüşler | 350 |
| Tablo 21.b. Enflasyon Hedeflemesinin Performansı: Aleyhte Görüşler | 352 |
| Tablo 22. Enflasyon Hedefinden Sapmalar ve Sapmaya Neden Olan Şokların Kökeni | 371 |
| Tablo 23. Türkiye Ekonomisinde Makroekonomik Uyum Süreçleri | 393 |
| Tablo 24. Enflasyon Dinamikleri | 400 |
| Tablo 25. Seçilmiş Temel Ekonomik Göstergeler (1989-2001) | 404 |
| Tablo 26. Finansal Liberalizasyon Sürecinin Temel Göstergeleri (1990-1999) | 410 |
| Tablo 27. TCMB Para Programları (1990 – 1992) | 427 |
| Tablo 28. 1990 ve 1992 Para Programlarına İlişkin Seçilmiş Ekonomik Göstergeler | 430 |

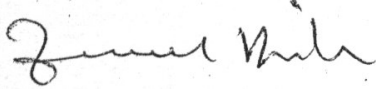
| | |
|--|-----|
| Tablo 29. TCMB Para Programlarının Panoraması | 432 |
| Tablo 30. 1995 Sonrası Para Programlarının Performansı | 440 |
| Tablo 31. Seçilmiş Ekonomik Göstergeler ve TCMB Bilanço Kalemleri | 448 |
| Tablo 32. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerinde TCMB Bilançosu , Faiz Oranı ve Döviz Kuru Arasındaki İlişkiler | 459 |
| Tablo 33. Seçilmiş Temel Ekonomik Göstergeler (1995-2001, % GSMH) | 462 |
| Tablo 34. Bankacılık Sektörüne İlişkin Temel Rasyolar (1995 – 2001, %) | 466 |
| Tablo 35. Temel Makroekonomik İstikrar(sızlık) Göstergeleri (2000-2004) | 500 |
| Tablo 36. Enflasyon Hedefi ve Gerçekleşme Değerleri (2002-Mart 2005) | 502 |
| Tablo 37. Türkiye Ekonomisinin Kırılganlık Göstergeleri (2002-2004) | 524 |

TC.
ULUDAĞ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

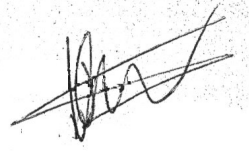
Metin Özdemir'e ait Enflasyon Hedeflemesi Teorisi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye adlı çalışma, jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalı, İktisat Teorisi Bilim Dalında Doktora tezi olarak kabul edilmiştir.



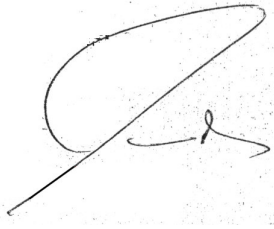
Başkan Prof. Dr. Zeynel Dinler



Üye (Danışman): Prof.Dr. Zeynel Dinler



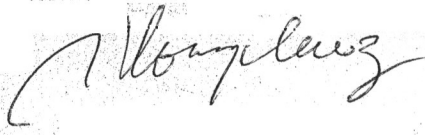
Üye: Prof.Dr. Cafer Unay



Üye: Prof.Dr. Suat Oktar



Üye: Prof.Dr. Nuri Burhan



Üye: Prof.Dr. İbrahim Kanyılmaz

ÖZET

Bretton Woods sisteminin yıkıldığı 1970'li yılların başından günümüze; gerek politika yapıcılar ve merkez bankacılar gerekse iktisatçılar arasında, para politikasının uzun dönemde nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğu hususunda belirli bir uzlaşının olduğu gözlenmektedir. Fiyat istikrarı amacının öncelikli hale gelmesi; özellikle 1990'lı yılların başından itibaren dünya ekonomisinde gözlenen global dezenflasyon olgusuna bağlı olarak para politikasının, sürdürülebilir bir büyüme oranına ancak fiyat istikrarını sağlamak suretiyle katkıda bulunabileceğinin anlaşıldığı bir süreci ortaya koymaktadır. Fiyat istikrarının sağlanması amacıyla, 1990'lı yılların başından itibaren gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi, para politikasının fiyat istikrarı amacına uygun bir biçimde yürütülmesini ortaya koyan teorik gelişmeler ile para politikası uygulamalarından elde edilen deneyimlerin aynı çatı altında bulunduğu bir hedefleme stratejisidir.

Gelişmiş ülkeler enflasyon hedeflemesini uygulayabilmek için gerekli stratejik unsurlara uygun bir makroekonomik ortama sahip olmalarına rağmen gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçebilmeleri belirli stratejik unsurları yerine getirmelerine bağlı olarak gerçekleşmektedir. Bu anlamda, gelişmekte olan ülkeler söz konusu olduğunda enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği ve başarısı, fiyat istikrarı amacının kur istikrarı ve finansal istikrar gibi diğer amaçlar karşısındaki önceliği hususunda makroekonomik politika ortamının gösterdiği özelliklere bağlı olarak gerçekleşmektedir. Nitekim, 1970'li yılların başından bu yana giderek artan ve kronik hale gelen enflasyon oranlarının hüküm sürdüğü bir makroekonomik ortamda, sürekli olarak birbirini izleyen büyüme ve kriz süreçlerini yaşayan Türkiye ekonomisi açısından enflasyon hedeflemesi, uygun bir para politikası çerçevesi sunmasına rağmen, stratejinin uygulanması sürecinde fiyat istikrarı ile diğer amaçlar arasında çatışma yaşanabilecek ve hedef enflasyondan sapmalar söz konusu olabilecektir. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi, bir yandan düşük kredibilite ve zayıf ve kırılabilir kurumsal yapı diğer yandan yüksek düzeyde makroekonomik istikrarsızlık ortamı arasında varolan kısır döngünün ortadan kaldırıldığı düzeyde uygulanabilir bir görünüm arz etmektedir.

ABSTRACT

In recent years a growing consensus has emerged among central bankers and economists is that, price stability is the primary and over-riding long run goal of monetary policy. Setting price stability as the primary goal of monetary policy is a growing belief among central bankers and economists that low inflation helps to promote economic efficiency and sustainable growth in the long run. However, despite this consensus there still remains a question regarding how should monetary policy be conducted to achieve the price stability goal. Given the breakdown of the relationship between monetary aggregates and inflation and problems with exchange rate targeting, many countries have recently adopted inflation targeting as their monetary policy framework. By linking monetary policy to medium and long term horizons but without losing central bank's flexibility in order to respond to short run developments, inflation targeting creates a rough compromise between the discipline and accountability of rigid rules and the flexibility of the discretionary approach.

This thesis, assesses inflation targeting as a framework for the conduct and evaluation of monetary policy in emerging market economies with special reference to Turkish economy. Despite the macroeconomic performance of developed countries under inflation targeting has been quite good, inflation targeting is no panacea and may not be optimal for emerging market economies. The explanation for the different performance of inflation targeting in emerging market economies rely on the presence of more fragile institutions and imperfect credibility, and on the nature and magnitude of the shocks that hit these economies. Although inflation targeting seems feasible and Central Bank of Republic of Turkey consider adopting the framework seriously, the problems under inflation targeting in emerging market economies is also valid for Turkish economy and there may be policy conflicts under inflation targeting between price stability and exchange rate and financial stability. So, implementation of monetary policy under inflation targeting in Turkish economy, have the challenge of breaking the vicious circle between, on one side, low credibility and more fragile institutions, and, on the other side, higher macroeconomic instability and vulnerability to external shocks.

GİRİŞ

İktisat teorisinin günümüzde ulaştığı düzey; dün, aralarında anlaşamayan iktisatçıların-kuşkusuz anlaşmazlıklar halen sürse de- bugün daha fazla anlaştiklarını ortaya koymaktadır. Nitekim, dünya ekonomisinin 1970’li yıllardan bu yana geçirdiği değişimin dinamikleri para politikası itibariyle ele alındığında; gerek politika yapıcılar ve merkez bankacılar gerekse iktisatçılar arasında, para politikasının uzun dönemde nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğu hususunda belirli bir uzlaşmanın oluştuğu gözlenmektedir.

Para politikasının nihai amacı olarak fiyat istikrarının ortaya çıkış süreci, son 30 yılda gerek literatürde gerekse uygulamada para politikasına ilişkin oluşan ortak yargıların ürünüdür. Fiyat istikrarı amacının öncelikli hale gelmesi; özellikle 1990’lı yılların başından itibaren dünya ekonomisinde gözlenen global dezenflasyon olgusuna bağlı olarak para politikasının, sürdürülebilir bir büyüme oranına ancak fiyat istikrarını sağlamak suretiyle katkıda bulunabileceğinin anlaşıldığı bir süreci ortaya koymaktadır.

Para politikasının fiyat istikrarı amacına uygun bir biçimde dizaynı ve yürütülmesi, para politikası ile nelerin yapıp nelerin yapılamayacağı ile ilgili çerçevenin çizilmesini gerektirmektedir. Bu sebeple, öncelikli olarak bilinmesi gereken para politikasının belirli bir kurala göre mi yoksa ihtiyari olarak mı yürütüleceği hususudur. Kural-ihtiyarilik dikotomisine yönelik erken tartışmalar, politika otoritesinin ekonominin işleyişine yönelik bilgilenme düzeyi üzerinde yoğunlaştığı gözlenmektedir. Buna mukabil, 1970’li yıllarda yaşanan yüksek enflasyon deneyimlerinin açıklanmasında Yeni Klasik İktisat Teorisi’nin kurallar lehine argümanları, politika yapım sürecinde rasyonel bekleyişlere sahip özel karar birimlerinin davranışlarının dikkate alınmaması durumunda para politikasının etkinliğini yitireceğini ortaya koymuştur.

Yeni Klasik İktisadın katkıları ile tartışmalar, para politikasının fiyat istikrarı amacına yönelik olarak yürütülmesinde temel alınacak makroekonomik değişken-

nominal çapa- ve bu değişkene yönelik açık bir hedefin ilanı ve kurumsal taahhüt mekanizmalarının oluşturulması eksenine kaymıştır. Kuşkusuz, uzun dönemde tek bir nihai amacın belirlenmesi, kısa vadede büyüme-istihdam gibi farklı amaçlar söz konusu olduğunda para politikasının nasıl davranacağı sorusunu da gündeme getirmektedir. Bu anlamda, fiyat istikrarının sağlanması için en doğru ve en uygun para politikasının ne olduğu ya da ne olması gerektiği önem kazanmaktadır.

1970’li yıllardan günümüze gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin, nominal çapa olarak parasal büyüklükler ve döviz kurunu seçtikleri ve bu iki değişkeni pivot olarak kullanmak suretiyle para politikalarını yürüttükleri gözlenmiştir. Ancak global düzeyde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesiyle ulusal piyasaların entegrasyonu ve 1990’lı yıllarda yaşanan finansal krizler, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinin sakıncalarının açık bir biçimde anlaşılmasını beraberinde getirmiştir.

Parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi deneyimlerinin başarısızlığı karşısında, gerek politika yapıcılar gerekse iktisatçılar, fiyat istikrarının sağlanması için uygun hedefleme stratejisi arayışlarına yönelmiştir. Nitekim, 1989 yılında ilk kez Yeni Zelanda’da uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi, optimal para politikasının ne olduğu ve nasıl uygulanması gerektiği yönündeki çabaların bir ürünü olarak karşımıza çıkmaktadır.

Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesinin önemli ve ayırt edici bir özelliği gerek son 30 yılda iktisat teorisi ve para politikası literatüründe meydana gelen gelişmeler gerekse uygulamada yer alan merkez bankacıların politika deneyimleri ve birikimlerini yansıtan bir içeriğe sahip olmasıdır. Enflasyon hedeflemesi, bu yönüyle, gerçek dünya politika yapım süreciyle teorik-akademik yaklaşımlar arasında bir köprü işlevi görmesi itibariyle diğer hedefleme stratejilerinden ayrılmaktadır. Bir diğer deyişle enflasyon hedeflemesi, para politikasının fiyat istikrarı amacına uygun bir biçimde yürütülmesini ortaya koyan teorik gelişmeler ile para politikası uygulamalarından elde edilen deneyimlerin aynı çatı altında buluştuğu bir hedefleme stratejisidir.

Enflasyon hedeflemesinin en sade biçimde tanımı, para politikasının nihai ve öncelikli amacı olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesine yönelik olarak, merkez bankasının orta vadeli rakamsal bir enflasyon hedefi (ya da hedef aralığı) doğrultusunda para politikasını yürütmesi ve bu amaçla uyguladığı politikaları şeffaflık ve iletişim prosedürleri çerçevesinde kamuoyu ve iktisadi ajanlarla paylaşmasıdır. Bunun yanında enflasyon hedeflemesi, para politikasının yürütülmesinde kamuoyu ve iktisadi ajanlar tarafından rahatlıkla anlaşılabilir ve izlenebilen bir değişkenin hedef alınmasıyla politika otoritelerinin sorumluluklarının belirlenmesi (hesap verebilirlik) ve para politikasıyla nelerin yapılabileceği ve nelerin yapılamayacağına ilişkin anlaşılabilir bir para politikası çerçevesi sunmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarının sağlanmasında en doğru ve en uygun politika niteliğine sahip olması, uzun vadeli nihai amaç tehlikeye düşmedikçe kısa vadede hedeften sapmalara imkan veren ve büyüme ve istihdam gibi diğer amaçları da dikkate alan esnek bir hedefleme biçimi içermesine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Bunun yanında olası sapmaların iktisadi ajanlar ve kamuoyu nezdinde rasyonelleştirilmesi için sahip olduğu yüksek düzeyde şeffaflık ve iletişim prosedürleri aracılığıyla para politikasının kredibilitesine katkıda bulunmakta ve kredibilite-esneklik dengesinin uygun bir bileşimde kurulmasına imkan vermektedir.

Enflasyon hedeflemesinin hem fiyat istikrarı amacına uygun olarak para politikasının yürütülmesi hem de nihai amaca ulaşmak için parasal büyüklük ve döviz kuru gibi ara hedef değişken seçimini gerektirmemesi nedeniyle özellikle 1990'lı yılların başından itibaren gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaya başlandığı gözlenmektedir. İktisatçılar arasında enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansı ve başarısı hususunda farklı görüşler bulunmasına rağmen genel olarak gelişmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesinin başarılı olduğu kabul edilmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkeler söz konusu olduğunda enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği ve başarısı gerek literatürde gerekse uygulamada tartışma konusu olmaktadır.

Bunun en temel nedeni, enflasyon hedeflemesinin para politikasının yürütülmesinde belirli operasyonel değişmeleri ve makroekonomik istikrarın tesis edilmesini kapsayan stratejik gereklilikleri içermesi nedeniyle diğer hedefleme stratejilerine nazaran daha talepkar bir çerçeveye sahip olmasıdır. Böyle bir çerçeve gelişmekte olan ülkeler için kaçınılmaz olarak, düşük enflasyon ve fiyat istikrarı ile uyumlu enflasyon düzeyine ulaşmak için öncelikle aşamalı bir dezenflasyon sürecini ve enflasyon hedeflemesinin farklı unsurlarını belirli bir adaptasyon dönemine bağlı olarak uygulamaya koymalarını beraberinde getirmektedir. Nitekim, enflasyon hedeflemesine geçiş için en uygun zamanın tayini ve makroekonomik istikrarın hangi düzeyde sağlanacağı üzerinde ne çok tartişılan konuları oluşturmaktadır.

Bu tartişmalar enflasyon hedeflemesinin ne olduğunun ve çerçevesinin anlaşılmasında farklı görüşlerin varlığına yol açmakta ve ülkelerin enflasyon hedeflemesinin farklı unsurlarını farklı dönemlerde uygulamaya koymaları nedeniyle hangi ülkelerin enflasyon hedefleyici olduğu yönünde kategorizasyon yapılmasını gerektirmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin hedefleme biçimleri, bu yönüyle, operasyonel özellikler ve stratejik gereklilikleri sağlama düzeyi itibariyle birbirinden farklılaşmakta ve ülkeler yapılan kategorizasyonun niteliğine bağlı olarak enflasyon hedeflemesini farklı düzeyde uyguladıkları yönünde sınıflandırılmaktadır. Bir diğer deyişle her ülke için her yerde aynı olan bir enflasyon hedeflemesi biçiminde söz etmek mümkün değildir.

Türkiye ekonomisinin 1970’li yıllardan bu yana geçirdiği değişimin en belirgin özelliği, giderek artan ve kronik hale gelen enflasyon oranlarının hüküm sürdüğü bir makroekonomik ortamda ekonominin sürekli olarak birbirini izleyen büyüme ve kriz süreçlerini yaşamasıdır. Son 30 yılda birçok dezenflasyon programı uygulanmasına rağmen, yüksek ve kronik enflasyon oranlarının hüküm sürmesi politika yapıcılar ve iktisadi ajanlar için enflasyonist ortamın bir yaşam biçimi olarak algılanmasını beraberinde getirmiştir.

Ülkemizde, Kasım 2000-Şubat 2001 döneminde yaşanan finansal krizin ardından, resmi politika otoritelerinin para politikasının yürütülmesinde enflasyon hedeflemesine

geçileceğini ilan etmesi ve uygulama için belirli bir geçiş sürecinin öngörülmesi, Türkiye’de de söz konusu stratejinin uygulanabilirliğinin tartışılmasını beraberinde getirmiştir. Buna bağlı olarak son 3 yıldır enflasyon hedeflemesinin operasyonel gerekliliklerinin yerine getirilmesi için yasal-kurumsal çerçevenin oluşturulması ve teknik alt yapı hazırlıkları yapılmakta ve stratejiye uygun bir politika ortamı temin etmek için para politikasının kredibilitésinin ve makroekonomik istikrarın tesis edilmesine çalışılmaktadır.

Tüm bu açıklamalara bağlı olarak tezimizin amacı, bir para politikası hedefleme stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin açık bir biçimde ne olduğunun anlaşılması ve gelişmekte olan ülke deneyimleri ve yaşanan sorunlardan hareketle Türkiye ekonomisi’nde enflasyon hedeflemesine geçişin ardından, belirli bir dezenflasyon süreci yaşanmasına rağmen fiyat istikrarı amacı ile diğer politika amaçları arasında çatışmalar doğabileceğini ortaya koymaktır. Bu anlamda söz konusu çatışmalar, daha önce yaşanan makroekonomik istikrar sorunlarına benzer dinamikler yaratarak, enflasyon hedeflemesinin ruhuna uygun olmayan politika uygulamalarını beraberinde getirebilecektir.

Bu çerçevede çalışma beş bölüm halinde sunulmaktadır. İlk iki bölüm fiyat istikrarı amacının varlığının sadece enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları için değil farklı hedefleme stratejileri uygulayan merkez bankaları için de geçerli olması ve özellikle 1990’lı yıllarda gelişen literatüre bağlı olarak, iktisatçılar arasında para politikasının analiz çerçevesi itibariyle doğan uzlaşmanın aynı zamanda enflasyon hedeflemesine temel oluşturması nedeniyle, söz konusu literatürü ayrıntılı bir biçimde incelemektedir.

Bu anlamda ilk iki bölüm, enflasyon hedeflemesinin temellerini oluşturan teorik gelişmelerin gözden geçirilmesi ve fiyat istikrarı amacı hususunda varılan uzlaşmanın ortaya konmasını ele almakta ve buna bağlı olarak fiyat istikrarı amacına yönelik farklı hedefleme stratejilerinin incelenmesi suretiyle enflasyon hedeflemesinin özgün niteliklerinin ve ne düzeyde “yeni” bir strateji olduğunun anlaşılmasına zemin hazırlamaktadır. Son üç bölümde ise enflasyon hedeflemesi teorisi ve politikası

açıklanmakta ve ülke deneyimleri ve gelişmekte olan ülkelerde uygulamada karşılaşılan sorunlardan hareketle Türkiye ekonomisi açısından enflasyon hedeflemesinin geçiş süreci ve doğabilecek politika çatışmaları incelenmektedir.

I. Bölüm’de para politikasının nihai amacı olarak fiyat istikrarının ortaya çıkış süreci, son 30 yılda literatürde meydana gelen gelişmelere bağlı olarak ele alınmakta ve fiyat istikrarından ne anlaşılması gerektiği açıklanmaktadır. Esas olarak bu bölüm, para politikasının yürütülmesinde enflasyon hedeflemesinin kural-ihtiyarılık dikotomisi içindeki yeri ve aktivizme ne ölçüde yer verdiğinin anlaşılması ve para politikasının enflasyonist eğilim problemiyle enflasyon hedeflemesi arasındaki ilişkilerin ortaya konmasına temel oluşturmaktadır.

II. Bölüm’de para politikasının teorik analizi ve “hedefleme stratejisi” kavramının tanımı ve unsurları ele alınmakta ve hedefleme stratejileri sınıflandırılmaktadır. Bu bölüm öncelikle, ilk bölümde fiyat istikrarı amacı üzerinde varılan uzlaşmaya paralel olarak gerek Yeni Klasik (ve Reel Konjontür teorisyenleri) gerekse Yeni Keynesgil iktisatçıların katkılarıyla oluşan Yeni Neo-klasik Sentez yaklaşımını tanıtmaktadır. Böyle bir tanıtım ile, hem fiyat istikrarı amacı üzerinde varılan uzlaşmanın optimal para politikası açısından neyi ifade ettiğinin anlaşılması hem de enflasyon hedeflemesi modelinin ortaya konmasına zemin hazırlanarak, enflasyon hedeflemesinin para politikasının vardığı düzey ile olan ilişkisini ortaya koymak mümkün olacaktır.

Öte yandan belirtilmesi gereken önemli bir husus, genel olarak para politikası özel olarak enflasyon hedeflemesi literatürünün sadece akademisyenler tarafından değil hatta daha ağırlıklı bir biçimde uygulamadaki merkez bankacılar tarafından oluşturulduğudur. Bu anlamda para politikası literatürünün teknik boyutları, Yeni Neo klasik Senteze uygun bir biçimde ele alınarak, para politikası kurallarıyla para politikası faaliyet prosedürleri arasındaki ilişkiler, enflasyon hedeflemesinin açıklanmasında kolaylık sağlayacağı sebebiyle ayrıntılı bir biçimde incelenmiştir.

II. Bölüm’de ayrıca, para politikası hedefleme stratejisi ile neyin kastedildiği ortaya konmakta ve ekonomiyi vuran şokların ve ekonominin yapısal

karakteristiklerinin stratejinin işleyiş dinamikleri üzerindeki etkisi incelenmektedir. Bunun yanında, hedefleme stratejisi ile enflasyon hedeflemesinin bünyesinde yer alan şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi para politikasının modern nosyonları arasındaki ilişkiler de ele alınmaktadır.

Bu bölüm aynı zamanda hedefleme stratejilerini de sınıflandırmakta ve parasal hedefleme stratejisi içerisinde Bundesbank ve İsviçre Merkez Bankası (SNB) deneyimlerine, söz konusu merkez bankalarının enflasyon hedeflemesinin öncüleri oldukları yönündeki değerlendirme dahilinde yer vererek, enflasyon hedeflemesinin ne kadar “yeni” olduğu tartışmasına ışık tutmaktadır. Döviz kuru hedeflemesi açıklanırken, gelişmekte olan ülkelerde politika ortamının yapısı ve işleyiş dinamikleri ve makroekonomik istikrar(sızlık) sorunlarına değinilerek, IV. Bölüm’de enflasyon hedeflemesi ile finansal kriz dinamikleri arasındaki ilişkiler ve gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin uygulanmasında yaşanan sorunların ele alınmasına zemin hazırlanması amaçlanmıştır. Ardından enflasyon hedeflemesine alternatif olarak gösterilen nominal gelir hedefleme stratejisi ele alınmakta ve fiyat istikrarı amacına sahip A.B.D. Merkez Bankası FED ve Avrupa Merkez Bankası ECB’nin, hedefleme stratejileri ile söz konusu merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi ne geçmeleri yönündeki tartışmalar sunulmaktadır.

III. Bölüm’de ilk iki bölümde ortaya konan kavramsal çerçeve ve kullanılan terminoloji dahilinde, enflasyon hedeflemesi teorisi ve politikası; kural – esneklik spektrumundaki yeri ve operasyonel ve stratejik gerekliliklerine bağlı olarak açıklanmakta ve enflasyon hedeflemesinin hangi düzeyde talepkar bir hedefleme stratejisi olduğu incelenmektedir. Bu bölüm, enflasyon hedeflemesinin farklı biçimlerde tanımlanmasının nedenlerini ve farklı kavramsal çerçevelerin enflasyon hedeflemesinin hangi unsurlarına karşılık geldiğini ortaya koyarak, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler açısından stratejinin hangi unsurlarının önem kazandığını vurgulamaktadır. Ayrıca bu bölümde enflasyon hedeflemesinin optimal para politikası için neyi ifade ettiği, stratejinin yürütülmesinde enflasyon tahminlerini nasıl kullandığını ve enflasyon hedeflemesinin mükemmel uygulama biçimine yönelik teorik görüşlere de yer verilmektedir.

III. Bölüm, enflasyon hedeflemesinin stratejik gereklilikleri çerçevesinde, gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye ekonomisi'nde enflasyon hedeflemesi altında fiyat istikrarı ile diğer politika amaçları arasında yaşanabilecek politika çatışmalarını da teorik olarak inceleyerek IV. ve V. Bölüm'de stratejinin hem gelişmekte olan ülkeler hem de Türkiye ekonomisi'nde ne gibi uygulama sorunlarına yol açtığı/açabileceği yönündeki açıklamalara temel oluşturmaktadır.

IV. Bölüm'de öncelikle enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler sınıflandırmaya çalışılmakta ve her ülke için tek tip bir enflasyon hedeflemesinin olmadığını ortaya koyabilmek için, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında stratejinin dizaynı ve yasal-kurumsal çerçevesi itibariyle varolan farklılıklar ve temel karakteristikler sunulmaktadır. Buna bağlı olarak, IV. Bölüm, enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansını, belirli çalışmalar dahilinde, söz konusu çalışmaların sorunları ve enflasyon hedeflemesinin ampirik olarak incelenmesi için henüz yeterli bir olgunluğa ulaşmadığı yönündeki eleştirileri de dikkate alarak incelemektedir.

Bu bölümde ülkelerin tek tek enflasyon hedeflemesi uygulamaları incelenmek yerine ortak özelliklerin ve temel karakteristiklerin verilmesi daha uygun görülmüştür. Zira, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkeler politika ortamlarının gösterdiği özellikler itibariyle kendi içlerinde benzer karakteristikler sergilemektedir. Nitekim, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi uygulamasında yaşanan sorunlar da, söz konusu ülkelerin politika ortamlarına ilişkin ortak bir çerçeve çıkarılarak ele alınmış ve sorunların kökeninde dışa açık ekonomide makroekonomik politika izleme ve nominal çapa tesis etme yönündeki güçlüklerin olduğu ortaya konulmuştur.

V. ve son bölüm ise Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesine geçiş sürecinde uygulanan para politikalarını ve stratejinin uygulanabilirliğini, fiyat istikrarı ile diğer politika amaçları arasında doğabilecek çatışmalar itibariyle ele almaktadır. Bu amaçla öncelikle, Türkiye ekonomisinde enflasyon ve büyüme dinamikleri, makroekonomik uyum sürecinin geçirdiği aşamalar ışığında, söz konusu dinamiklerin ardında yatan, resmi iktisat politikası görüş ve tercihlerine bağlı olarak ele alınmakta ve

fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümenin neden bir öncelik olarak benimsenmediği ortaya konulmaktadır.

Ardından Türkiye ekonomisinde parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi deneyimlerinin içeriği ve başarısı, diğer ülke uygulamalarından ne ölçüde farklılaştığı itibarıyla incelenmekte ve enflasyon hedeflemesi tercihinin oluşum süreci ele alınmaktadır. Buradan hareketle, doğrudan enflasyon hedeflemesine geçememenin nedenleri ve aşamalı dezenflasyon tercihinin bağlı olarak son 3 yılda uygulanan para politikası stratejisinin tipi, enflasyon hedeflemesi ile olan ilişkisi ve dezenflasyon sürecinde gösterdiği makroekonomik performans incelenmekte ve bu incelemeye bağlı olarak enflasyon hedeflemesine geçiş sürecinde yapılan yasal-kurumsal ve teknik alt yapı hazırlıkları ayrıntılı bir biçimde sunulmaktadır.

Nihayet; aşamalı dezenflasyon sürecinde politika ortamının yapısında meydana gelen değişimlerin doğrudan enflasyon hedeflemesine geçişe uygun bir çerçeve sunup sunmadığının ve aşamalı dezenflasyon sürecinde uygulanan para politikası stratejisinin enflasyon hedeflemesinin ruhuna ne kadar uygun davrandığının incelenmesiyle enflasyon hedeflemesine geçişin ardından fiyat istikrarı ile diğer politika amaçları arasında daha önceki politika ortamına benzer çatışma dinamikleri doğabileceği ortaya konulmaktadır.

I. BÖLÜM: PARA POLİTİKASI VE FİYAT İSTİKRARI

Dünya ekonomisinde özellikle 1970’li yıllarda yaşanan stagflasyon krizi ile birlikte enflasyon ve işsizlik problemlerinin iktisat politikalarının öncelikli hedefi haline geldiği gözlenmiştir. Keynesgil yaklaşımda birbirinin alternatifi olarak değerlendirilen enflasyon ve işsizlik problemlerinin bir arada yaşanmaya başlanması, gerek iktisat teorisinde gerekse politika uygulamalarında enflasyonla mücadeleye yönelik yeni arayışları beraberinde getirmiş, para politikasının çerçevesinin belirgin bir biçimde çizilmesi zorunluluğu ortaya çıkmıştır.

1970’li yılların başına kadar Keynesgil iktisat politikalarının para ve maliye politikalarını kullanmak suretiyle toplam talebin yönetilmesi ve makroekonomik istikrarın sağlanmasını mümkün kıldığı görülmüştür. Phillips eğrisi çerçevesinde enflasyon ve işsizlik arasında bir değiş-tokuş ilişkisinin varlığı, enflasyonun azaltılması için işsizliğin artmasını (ya da tersi) gerektirmiş ve politikalar bu değiş-tokuş ilişkisine göre uygulanmıştır.

Phillips eğrisinin sunduğu değiş-tokuş ilişkisinin, 1970’li yılların başında OPEC’in petrol ambargosuna bağlı olarak yaşanan arz şokları ve stagflasyon krizi ile birlikte ortadan kalktığı görülmüştür. Bu anlamda hem enflasyon hem de işsizlik problemlerinin aynı anda yaşanmaya başlanması, bir yandan Phillips eğrisine yönelik eleştirileri ve yeni teorik yaklaşımların doğmasını diğer yandan Keynesgil iktisat politikalarının itibar yitirmesini beraberinde getirmiştir. Nitekim, M.Friedman’ın öncülüğünde Monetarist ekolün ve bu ekolün tarlasında filizlenen Yeni Klasik İktisat’ın ampirik içeriği güçlü tezlerle Keynesgil iktisat politikalarını sorguladığı ve bu bağlamda anti-enflasyonist politikaların üretim ve istihdam maliyetlerini minimize edecek şekilde para politikasının dizaynı ve yürütülmesine yönelik yeni yaklaşımların geliştirildiği görülmüştür.

Esas olarak Keynesgil iktisat politikalarını sorgulayan yeni makroekonomik görüşler, para politikasının nihai amacı olarak fiyat istikrarının ortaya çıkış süreci ve

fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olarak parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve nihayet enflasyon hedeflemesine ulaşan hedefleme stratejilerinin evrimini de içermektedir. Bu yönüyle literatürde geliştirilen yeni yaklaşımlar para politikası ile ne yapıp ne yapılamayacağını anlaşıldığı bir süreci de ortaya koymaktadır.

Bu sebeple ilk bölümde, para politikasının dizaynı ve yürütülme biçimine yönelik temel tartışma olan kurala göre – ihtiyari politikalar tartışması temel alınarak son 30 yılda Monetarist ve Yeni Klasik İktisat iktisadın Keynesgil iktisada yönelik eleştirileri ve geliştirdikleri argümanlar ve Keynesgil iktisadın uzantısı olan Yeni Keynesgil iktisadın katkıları ortaya konulacak ve para politikasının nihai amacı olarak fiyat istikrarının ortaya çıkış süreci ele alınacaktır.

Ayrıca ilk bölümde, enflasyonun ekonomiye maliyetleri ve makroekonomik istikrarı bozucu ve büyümeyi azaltıcı dinamiklerinin sunulmasından hareketle fiyat istikrarının tanımı ve fiyat istikrarından ne anlaşılması gerektiğine de yer verilecektir.

A. Para Politikasının Nihai Amacı Olarak Fiyat İstikrarı: Teorik Açıklamalar

Para politikasının nihai amacı olarak fiyat istikrarının ortaya çıkış süreci, son 30 yılda gerek literatürde gerekse uygulamada para politikasına ilişkin oluşan ortak yargıların ürünüdür. Öncelikle, iktisatçılar arasında uzun dönemde enflasyonun yalnızca para politikası tarafından kontrol edilebileceği ve para politikasının yalnızca enflasyonu etkileyebileceği yönünde bir görüş birliği oluşmuştur. Politika uygulayıcılar uzun dönemde öncelikli amaçları olarak fiyat istikrarını benimsediklerinde, para politikasından neler beklediklerini ve para politikasının neyi yapıp neyi yapamayacağını açık bir biçimde ortaya koymaktadırlar.

İkinci olarak, ılımlı düzeylerdeki enflasyon oranlarının bile ekonomik etkinliği ve büyümeyi olumsuz etkilediğinin anlaşılmasıyla, fiyat istikrarının para politikasının diğer amaçlarına (düşük işsizlik ve yüksek büyüme oranı) ulaşmak için öncelikli bir gereklilik olduğu yönünde bir görüş birliği oluşmuştur. Fiyat istikrarı amacı, para politikasının enflasyon üzerindeki gücü ötesinde makroekonomik istikrara ve büyümeye uygun bir ortam sağlayan geniş bir ufuk nosyonuyla değerlendirilmektedir.

Üçüncü olarak, para politikasının uzun dönemde öncelikli olarak fiyat istikrarına yönelmesi, özellikle enflasyon hedeflemesi stratejisinin ve genel olarak tüm politika yapım sürecinin temel kavramsal unsuru olması sebebiyle gereklilik olarak karşımıza çıkmaktadır. Fiyat istikrarına odaklanmış para politikası stratejisi, bir yönüyle politika yapımcıların kamuoyu ile niyetleri konusunda iletişim kurmalarına yardım ederken merkez bankası ve hükümete belirli bir düzeyde disiplin ve hesap verme yükümlülüğü vermektedir. Bir diğer deyişle fiyat istikrarı amacı ve enflasyon hedefi para politikası için nominal çapa görevi görmektedir. Böylelikle, bir yandan finansal piyasalar ve iktisadi ajanların beklentileri için diğer yandan merkez bankası ve hükümet için uygulanan politikaların başarısının değerlendirilmesine imkan veren bir referans noktası oluşturulmaktadır.

Bu çerçevede, para politikasının oluşturulması ve yürütülmesinin 1990'lı yıllardaki konumunu anlamak ve fiyat istikrarı amacının ortaya çıkış sürecini ortaya koymak için 1970'li yıllardan bu yana literatürde ve uygulamadaki gelişmelere değinmek gerekmektedir. Böyle bir inceleme aynı zamanda para politikası hedefleme stratejileri ve enflasyon hedeflemesinin açıklanmasına da temel oluşturacaktır.

1. Kurala Göre-İhtiyari Politikalar Tartışması ve Para Politikasının Gücü

İktisat politikalarının oluşturulmasında ve uygulamasında, para politikasının rolü ve etkinliği ile ilgili olarak yapılan tartışmalar, özellikle enflasyon ve işsizlik problemlerinin çözümünde farklı iktisat ekollerinin geliştirdikleri alternatif politika önerileri çerçevesinde yapılmaktadır. İleri sürülen politika önerilerindeki farklılıkların temelinde ise para politikasının aktif (müdahaleci) ve duruma göre ayarlanabilir bir yaklaşım çerçevesinde mi yoksa önceden belirlenmiş bir kurala bağlı olarak pasif bir tutumla mı yürütüleceğine yönelik anlaşmazlık bulunmaktadır.

Para politikasının makroekonomik istikrara katkı yapacak şekilde düzenlenmesi ve yürütülmesine yönelik yaklaşımlar iki ana kutup etrafında toplanmaktadır. İlk görüş para politikasının yürütülmesinde önceden belirlenmiş kurallara (rules) göre hareket edilmesinin ekonomik istikrarı ve para politikasının performansını artıracaklarını ileri sürmektedir. İkinci ve karşıt görüş ise para politikasının yürütülmesinde herhangi bir kurala bağlı olmaksızın para otoritesine, günün gereklerine uygun ve duruma göre

değiştirilebilme (discretion) imkanı veren ihtiyari politikalar izleme serbestisinin verilmesini savunmaktadır.¹

Para politikasının kurala göre mi yoksa ihtiyari politikalar çerçevesinde mi yürütüleceği konusundaki tartışmanın iki aşama geçirdiği gözlenmektedir. İlk aşamayı 1960 ve 1970'li yıllar boyunca özellikle Milton Friedman'ın ileri sürdüğü görüşler ile şekillenen Keynesgil ve Monetarist iktisatçılar arasındaki tartışmalar oluşturmaktadır. Keynesgil iktisatçılar aktivist politikaları, Monetarist iktisatçılar ise para politikasının önceden belirlenmiş kurallara göre yürütülmesini savunmaktadırlar.²

Keynesgil ve Monetarist iktisatçıların para politikasının yürütülme biçimi hususundaki farklı yaklaşımlarına karşın, para politikasının oluşum süreci ve para otoritesinin davranışlarına yönelik olarak ortak bir anlayışa sahip oldukları görülmektedir. Bu yaklaşımlarda, ekonomi farklı politika aksiyon ya da kurallarına mekanik bir biçimde tepki veren pasif bir sistem olarak algılanmakta bir diğer deyişle politikaların oluşum süreci ve para otoritesinin davranışları dışsal olarak ele alınmaktadır. Haliyle, politika oluşum ve önerme süreci veri politika amaçları setine bağlı olarak şekillenen normatif bir problem haline dönüşmektedir.³

Bu nokta, para politikasının yürütülme biçimine yönelik temel tartışmanın ikinci aşamasını oluşturmaktadır. Özellikle 1980'li yıllarda Yeni Klasik İktisat çerçevesinde geliştirilen argümanlar, ekonominin politika uygulamalarına verdiği tepkileri oyun teorik bir model dahilinde ele almaktadır. Ekonominin farklı politika aksiyon ya da kurallarına mekanik bir biçimde cevap vermekten ziyade, politika uygulamalarındaki değişikliklere rasyonel iktisadi ajanlar olarak tepki veren birimlerden oluştuğu düşünülmektedir. Bu bağlamda, rasyonel davranan birimler alternatif politika

¹ Andrew B. Abel and Ben S. Bernanke, **Macroeconomics**, Boston: Addison-Wesley, 2003, p.544

² Bu tartışmanın kökenleri 1930'lu yıllara kadar gitmektedir. Sözkonusu konu ile ilgili J. M. Keynes ve Klasikler arasındaki tartışmalar için Elke Muchlinski, "Against Rigid Rules-Keynes' Economic Theory", **Diskussionbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin**, No.2, 2003

³ Erdinç Telatar, **Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin?**, Ankara: İmaj Yayıncılık, 2002, s.108

uygulamalarına bağlı olarak bekleyişlerini uygun bir biçimde oluşturmakta ve politika yapım sürecine katılmaktadırlar.

Keynesgil ve Monetarist iktisatçılar arasında para politikasının yürütölme biçimine yönelik olarak yapılan ilk tartışmaların ağırlık noktasını para otoritesinin ekonomi ile ilgili bilgilenme düzeyi ve ekonomiye müdahale kapasitesi oluşturmaktadır. Para politikasının önceden belirlenmiş kurallara göre yürütölmesi gerektiğini savunan iktisatçılar, para otoritesinin ekonominin karmaşık yapısı ile ilgili eksik (imperfect) bilgiye sahip olması ve politikacılar üzerinde çıkar grupları tarafından yapılacak olası baskıların doğuracağı olumsuz sonuçların üzerinde durmaktadırlar. Ancak, akıllı bir para otoritesi ihtiyari olarak saptadığı optimal politikaların oluşum sürecinde ekonominin işleyişiyle ilgili eksik bilgi sorununu hesaba katabilir. Şayet, para otoritesi iyi niyetliyse herhangi bir kuralla ellerini bağlamanın gereği yoktur. Bu anlamda iyi niyet sahibi olduğu düşünölen para otoritesine politika yapma serbestisinin verilmesi gerekmektedir.⁴

Keynesgil iktisatçılar, para otoritesinin ekonomi ile ilgili olarak yeterli bilgiye sahip olduğu ve bu bilginin kullanımıyla üretilecek politikaların daha istikrarlı sonuçlar yaratacağını savunmaktadır. Herhangi bir mekanik kural ile para otoritesinin ellerini bağlamanın sonucunda, beklenmeyen şoklar ve dalgalanmalara karşı belirlenen kuralın optimal cevap üretmeyeceğini vurgulamaktadırlar. Bu yönüyle ihtiyari politikaların özünde varolan esnekliğin ekonomide beklenmeyen değişmelerle uyumlu aktivist politika uygulamalarına olanak verdiği düşünölmektedir.

James Tobin, para politikasının yürütölmesinde hiçbir mekanik kuralın ekonomik yapıdaki değişmelerle uyumlu çalışmayacağını belirtmektedir. Bu anlamda, politika yapıcılarının toplumsal refahı artırmaya yönelik uygulamalarında asıl öncelik kurallardan

⁴ Robert Barro, "Recent Developments in the Theory of Rules Versus Discretion", **The Economic Journal**, vol.96, Supplement: Conference Papers, 1986, p.23

ziyade, para otoritesinin ekonominin durumuna ilişkin en uygun tahmin ve yargılarını içeren para politikası hedef ve faaliyet prosedürlerinin belirlenmesidir.⁵

Buna karşın Monetarist yaklaşımda para otoritesinin iyi niyetli olduğu kabul edilse bile ekonominin yapısı ile ilgili olarak eksik bilgiye sahip olduğu düşünülmekte ve ihtiyari olarak uygulanacak politikaların toplumsal refahı azaltabileceğine inanılmaktadır. Bu sebeple para politikasının önceden belirlenmiş bir kurala göre izlenmesi, para otoritesinin beklenmedik koşullar karşısında alışılmış olmayan tepkiler vermesini engelleyecektir.

Milton Friedman, para politikasının önceden belirlenmiş kurallara göre yürütülmesinin, önceden kural olmaksızın para otoritesinin ihtiyari uygulamalarıyla yürütülmesine göre daha istikrarlı sonuçlar üreteceğini ileri sürmektedir. Friedman, sabit oranlı parasal büyüme kuralına dayalı para politikası yürütülmesi ile, politika kuralının para otoritesinin performansını ölçme konusunda kriter sağlayacağını, otoritenin politik baskılarından kaçınmasına olanak vereceğini ve uygulanan iktisat politikalarına özel kesim açısından belirlilik kazandıracağını vurgulamaktadır.⁶

Belirtilmesi gereken önemli nokta, gerek Keynesgil gerekse Monetarist iktisatçıların para politikalarının yürütülmesine ilişkin politika önerilerinin, hem ekonominin işleyişine yönelik temel bakış açıları hem de öncelik verdikleri ekonomik sorunlar temelinde ele alınmasıdır. Esas olarak Keynesgil iktisatçılar, hükümetin aktivist para ve maliye politikaları uygulamak suretiyle, parasal ve mali göstergeleri sosyal olarak arzulanır düzeylerde saptayabileceklerini düşünmektedirler. Uygulanacak aktivist politikalarla konjonktürel dalgalanmaları azaltmak ve ekonominin uzun dönem büyüme trendi çizgisinde ilerlemesini sağlamak mümkündür.

Monetarist iktisatçılar ise ekonomiye istikrar sağlama amacıyla yapılacak müdahalelerin istikrar bozucu etkileri üzerine odaklanmaktadır. Devlet

⁵ James Tobin, "Monetary Policy: Recent Theory and Practice", **Cowles Foundation Discussion Paper**, no.1187, 1998, p.3

⁶ Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy", **The American Economic Review**, vol.58, No.1, March 1968, p.11

müdahalesinin olmadığı bir ekonomide özel sektörün istikrarlı olduğunu, politika otoritelerinin ekonominin işleyişi hakkında bilgi ve kapasitelerinin yetersiz olması sebebiyle müdahalelerin etkinliği azaltacağına inanmaktadırlar.⁷

Kurallar-ihtiyari politikalar tartışmasında, 1960'lı yıllar boyunca kurallar lehine ileri sürülen argümanların esasen politik iktisat boyutu taşıdığını da dikkate almak gerekmektedir. İnsanlar tarafından değil yasalar tarafından yönetilme arzusu, kamu politikalarının seçimle göreve gelmemiş teknokrat nitelikli kişilere bırakılmasının anti-demokratik özellik taşımasına yönelik sıkıntılar, halkın teknokratların toplumdaki elit kesimi temsil etmesine karşı duyduğu tepkiler ve seçilen kişilerin kamu yararından çok kendi çıkarlarını ön plana alarak davranacaklarına dair kaygılar kurallar lehine argümanların ekonomi-politik boyutunu oluşturmaktadır.⁸

Para politikasının yürütülme biçimine yönelik olarak yapılan erken tartışmalar politika otoritesinin ekonominin işleyişine yönelik bilgi ve yetenekleri üzerinde yoğunlaşırken, 1970'li yıllarda dünyada yaşanan yüksek enflasyon deneyimlerinin açıklanmasında Yeni Klasik İktisat teorisinin kurallar lehine argümanları, tartışmayı yeni bir aşamaya taşımıştır. Kurallar-ihtiyari politikalar tartışmasının ikinci aşamasında sorun, politika otoritelerinin ekonomi ile ilgili bilgilenme düzeylerinden ziyade, politikaların oluşum sürecinde rasyonel bekleyleşlere sahip özel karar birimlerinin davranışlarının dikkate alınmaması durumunda para politikasının etkinliğini yitireceği düşüncesidir.⁹

1970'li ve 80'li yıllar boyunca geliştirilen yaklaşımlar; politika otoritesi ekonomi hakkında tam bilgiye sahip ve toplumsal refahı en üst düzeye çıkarmaya çalışan iyi niyetli bir otorite olsa bile, günün gereklerine uygun kararlar almasının dinamik olarak tutarsız sonuçlar yaratacağını ileri sürmekte ve kurallar lehine yeni argümanlar sunmaktadır. Burada ağırlık noktasını ihtiyari politikaların özünde varolduğu öne

⁷ K. Alec Chrystal and S. Price, **Controversies in Macroeconomics**, Third Edition, Great Britain: Prentice Hall, 1994, p.160

⁸ Benjamin Friedman, "Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No.8057, 2000, p.18

⁹ Alan S. Blinder, **Central Banking in Theory and Practice**, Cambridge: The MIT Press, 1998, p.41

sürülen enflasyonist eğilimin (inflationary bias) giderilmesi amacıyla para politikasının yürütülmesinin bağlayıcı bir taahhüt (commitment) şeklinde kurula dayalı olarak ele alınması ve bu sorunun çözümüne yönelik önlemler oluşturmaktadır. Bu durumda ihtiyari politikalar kurula dayalı politikaların özel bir varyantını ifade etmektedir.

Para politikasının yürütülme biçimi ile ilgili olarak yapılan tartışmaların ulaştığı ikinci aşama, iktisat politikalarının oluşturulmasında Monetarist-Yeni Klasik İktisat çizgisinin Keynesgil (aktivist) politikalara yönelik güçlü eleştirileri üzerinde yükselmiştir. Bu sebeple öncelikle Keynesgil iktisat politikalarına olan güvenin sarsılma nedenlerini açıklamak gerekmektedir.

2. Keynesgil İktisat Politikalarının Gözden Düşmesi

Makroekonomik istikrarın sağlanmasında Keynesgil- aktivist iktisat politikaları 1970'li yılların başından itibaren ciddi bir sorgulamaya tabi tutulmuştur. Keynesgil iktisatçılar, ekonomik istikrarın sağlanmasında toplam talep yönetimi politikalarına ağırlık verdiklerinden 1970'lerde yaşanan arz şoklarının Keynesgil iktisatçıların analiz aletleriyle açıklanması mümkün olmamıştır. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde hem işsizlik hem de enflasyon problemlerinin aynı anda yaşanması (stagflasyon) geleneksel makroekonomik teoriye duyulan güvenin kaybolmasını ve yeni bir makroekonomik teori arayışlarını beraberinde getirmiştir.

1960'lı yıllar boyunca politikacılar ve iktisatçılar Keynesgil politika uygulamalarıyla makroekonomik istikrarı sağlamaya çalışmışlar ve kamuoyundan büyük destek görmüşlerdir. Tanım olarak aktivist politika, işsizlik düzeyinin tam istihdam düzeyini aştığı her durumda genişlemeci para politikalarına başvurulması ve bu şekilde işsizliği düşürmeye yönelik önlemlerin alınması olarak açıklanabilir. Aktivist politikalar üzerine görüşler iki temel prensipten hareket etmektedir.¹⁰

İlk prensip, özellikle çok sayıda denklemden oluşan büyük makroekonometrik modellerin, para ve maliye politikalarındaki değişikliklerin ekonomi üzerindeki

¹⁰ Michael Woodford, "Revolution and Evolution in Twentieth Century Macroeconomics", **Paper prepared for the conference on Frontiers of the Mind in the Twentieth Century**, Washington, June 14-18, 1999, p.7

etkilerini doğru biçimde öngörmeye olanak verecek ölçüde gelişmiş olmalarıdır. Böylelikle para ve maliye politikalarını kullanarak ekonomideki konjonktürel dalgalanmaları hafifletmek mümkündür.

İkinci prensip, Samuelson-Solow (1960) tarafından yapılan çalışma ile popülerleştirilen, uzun dönemde Phillips Eğrisinin sunduğu değiş-tokuş (trade off) ilişkisidir.¹¹ IS-LM analizinin ekonominin reel (mal piyasası) ve parasal (para piyasası) yönünü birlikte ele alarak para ve maliye politikalarının etkileri hakkında bir kavramsal çerçeve sunmasına karşın ücret ve fiyatların davranışları hususunda herhangi bir açıklama sunmaması modelin enflasyon analizinde kullanılmasına imkan vermemiştir.¹² Modeldeki bu eksiklik Phillips eğrisi ile giderilmiştir. Orijinal (geleneksel) Phillips eğrisinde parasal ücretler ile işsizlik arasındaki ilişki, enflasyon oranı ile işsizlik oranı arasındaki ters yönlü ilişkiyi ifade edecek şekilde düzenlenmiştir.

Esas olarak Keynesgil iktisat politikalarına karşı üç güçlü argümanın ortaya konduğu görülmektedir: İlki, para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinin uzun ve değişken gecikmeler ile ortaya çıktığı, ikincisi, uzun dönemde işsizlik ve enflasyon arasında değiş-tokuşun bulunmadığı ve sonuncusu zaman tutarsızlığı problemidir. Bu üç güçlü argümandan ilki monetarist iktisatçılar, ikincisi monetarist ve yeni klasik iktisatçılar tarafından vurgulanırken, son argüman ise yeni klasik iktisatçılar tarafından ele alınmaktadır.

a. Para Politikasının Etkilerine İlişkin Monetarist Argüman

Para politikasının ekonomi üzerinde yarattığı etkinin iki temel boyutu bulunmaktadır. Birincisi etkinin gücünü veya büyüklüğünü ölçen "büyüklük boyutu" ve ikincisi etkinin ortaya çıkmasındaki gecikmeleri ölçen "zaman" boyutudur. Aktivist politikanın etkin bir biçimde yürütülebilmesi için, politika otoritelerinin sözkonusu iki boyut hakkında bilgi sahibi olmaları gerekmektedir. Para otoritesinin, para politikasının

¹¹ P. A. Samuelson and R. M. Solow, "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy", **The American Economic Review**, vol.50, No.2, May 1960, pp.177-194

¹² David Romer, "Keynesian Macroeconomics Without LM Curve", **Journal of Economic Perspectives**, vol.14, No.2, Spring 2000, p.160

doğru dozunu belirlemek için etkilerinin ne kadar güçlü olduğunu; politikanın uygun zamanını belirlemek için de etkilerinin ne kadar süre sonra hissedildiğini bilme zorunluluğu bulunmaktadır. Burada temel problem, büyüklük ve zamanlama boyutlarının aktivist politikanın doğru zaman ve güçte etki göstermesini sağlayacak kadar güvenilir ve anlaşılır nitelikte mi olduğu yoksa politikanın gereğinden zayıf (güçlü) ve/veya geç (erken) etki yaratmasına yol açacak şekilde bilinemez ve öngörülemez olup olmadığı sorunudur.¹³

Büyükölük boyutu açısından bakıldığında para politikasının iktisadi faaliyeti etkileme gücü hakkında bazı Keynesgil iktisatçıların, özellikle likidite tuzağının varlığı halinde para politikasının herhangi bir etkiye sahip olmadığını ileri sürdükleri görölmektedir. Öte yandan yapılan çalışmalar, ekonomik istikrarın sağlanmasında para politikası uygulamalarının maliye politikası uygulamalarına nazaran daha geniş, daha öngörülebilir ve daha hızlı etkilere sahip olduğunu ortaya koymaktadır.¹⁴

Zaman boyutu açısından bakıldığında ise, para politikasının etkilerinin ortaya çıkmasında uzun ve değişken gecikmelerin varlığı, Keynesgil makroekonometrik modellerde politikanın etkileri açısından belirsizlik doğurmaktadır. Bu argüman M. Friedman ve izleyicilerinin mensup olduğu Monetarist iktisat ekölü tarafından ileri sürölmektedir ve aktivist politikalara karşı ilk eleştiriyi oluşturmaktadır.

M. Friedman, ekonomide istikrarsızlık yaratan faktörlerin etkilerini dengeleyebilmek için para politikasının sınırlı bir potansiyele sahip olduğunu düşünmektedir. Ekonomide istikrarsızlık yaratan faktörler ortaya çıktığı zaman bunların etkilerinin neler olacağını veya bu etkilere karşı ne tür bir para politikasının izlenmesi gerektiği hususunda yeterli bilgilenme sözkonusu değildir.¹⁵ Buna bağlı olarak Friedman, para politikasının yaratacağı etkilerin zaman ve büyüklüğu konusunda uzun

¹³ Erdinç Telatar, s.112

¹⁴ L. C. Anderson and J. L. Jordan, "Monetary and Fiscal Actions: A Test of their Relative Importance in Economic Stabilization", iç. W. E. Gibson and G. Kauffman, **Monetary Economics Reading on Current Issues**, USA: McGraw Hill, 1971, p.114

¹⁵ M. Friedman, p.12

ve değişken gecikmelerin varlığından hareketle aktivist politikalara karşı tavır almaktadır.

Para politikasının etkilerine ilişkin gecikmeler üç kısma ayrılmaktadır.¹⁶ İlk gecikme bir politika değişikliğine ihtiyaç duyulduğu zaman ile sözkonusu gereksinimin fark edildiği zaman arasındaki gecikme (teşhis gecikmesi), ikinci gecikme politikada değişiklik ihtiyacının fark edildiği zaman ile politikanın fiilen değiştirildiği zaman arasındaki gecikme (eylem gecikmesi), üçüncü gecikme ise politikanın değiştirilmesi ile etkilerinin ortaya çıkması arasındaki gecikmedir (etki gecikmesi). Teşhis gecikmesi ve eylem gecikmesi birlikte iç gecikmeyi oluştururken, politikanın uygulamaya konması ile etkilerinin ortaya çıkmaya başladığı zaman aralığı dış gecikmeyi oluşturmaktadır.

Para politikasının uzun ve değişken gecikmelere sahip olması, aktivist politikaların yetersizliğine ilişkin politik bir argüman sunmaktadır. Buna göre halk ve özellikle politikacılar politika uygulamalarını değerlendirmeleri açısından miyopik bir bakış açısına sahiptir. Yalnızca kısa döneme odaklanmakta ve politika etkilerinin temel ekonomik problemin kendi kendine düzelmesi için gereken zamandan bile daha uzun süre sonra ortaya çıkabileceğini anlayamamaktadırlar. Politikacıların çabuk sonuç alabilecekleri politikalarla ilgilenmelerinin ve politika enstrümanlarını aşırı manipüle etme tuzağına düşmelerinin temel nedeni, uzağı görememe ve gelecekle ilgilenmeme problemidir. Örneğin politika otoriteleri genişletici para politikasını kullanmak suretiyle gereğinden yüksek olduğuna inandıkları işsizliği düşürmek isteyebilirler. Bununla birlikte, genişletici politika arzulanan etkilerini yaratıncaya kadar, ekonomideki otomatik düzeltme mekanizmaları tam istihdama geri dönüşü sağlamış olabilir. Bu durumda aktivist para politikası ekonomiyi aşırı ısıtmış olabilir ki bu da enflasyona yol açacaktır.¹⁷

¹⁶ Milton Friedman, "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability", **The American Economic Review**, vol.38, No.3, June 1948, p.255

¹⁷ Frederic S. Mishkin, "Strategies for Controlling Inflation" iç. **Monetary Policy and Inflation Targeting**, Phillip Lowe (Ed.), Reserve Bank of Australia, 1997, p.9

Para politikasının ekonomi üzerindeki etkisinin değişken olduğu ve bu durumun aktivist politikaların cazibesini zedelediği görüşü, sadece monetaristler tarafından değil, makroekonomik politikaların para arzına odaklanması ve sabit oranlı parasal büyüme kuralının benimsenmesine dair Monetarist argümanı benimsemeyen iktisatçılar tarafından da kabul edilmektedir.¹⁸ İktisatçıların, Keynesgil makroekonometrik modellerin para ve maliye politikasının etkilerini doğru bir biçimde öngördüğüne dair inançlarını yitirmeleri, (fiili ve potansiyel büyüme (output) yönelik tahmin farklılıklarının büyük olması gibi nedenlerle) yeni politika hedefi olarak fiyat istikrarının belirlenmesi ve buna uygun alternatif model oluşturma çabalarının artmasına yol açmıştır.

b. Phillips Eğrisinin Analizine Yönelik Tartışmalar

Aktivist politikalara yönelik ikinci güçlü eleştiri, enflasyon ile işsizlik arasında bir değiş-tokuş ilişkisinin bulunmadığı ve dolayısıyla Phillips Eğrisi'nin geçersiz olduğu argümanına dayanmaktadır.

İktisat politikalarının oluşturulması ve uygulanması, Phillips Eğrisi analizinin ortaya çıkması ve politika uygulamaları için bir araç olarak kullanılması ve ardından eleştirilmesine bağlı olarak şekillendiği görülmektedir. Bu bağlamda Phillips eğrisinin gelişiminde ilk aşama, Phillips-Lipsey ve Samuelson- Solow'un çalışmalarıyla analizin ortaya çıkışı ve politika uygulamaları için bir araç olarak kullanıldığı dönemi oluşturur. İkinci aşamada, Friedman-Phelps tarafından kısa ve uzun dönem Phillips eğrisi ayrımı yapılmaktadır. Son aşamada ise Yeni Klasik iktisatçılar tarafından rasyonel beklentiler çerçevesinde enflasyon ve işsizlik arasında sistematik bir ilişkinin olmadığına dair yapılan eleştiriler yer almaktadır.

i. Orijinal Phillips Eğrisi ve Samuelson- Solow Katkısı

A.W. Phillips, 1861-1957 yılları arasında İngiltere ekonomisi üzerine yaptığı ampirik çalışmasında parasal ücretlerdeki değişmeyle işsizlik oranı arasında doğrusal olmayan negatif bir ilişkinin varlığını ortaya koymuştur. Buna göre, ele alınan dönemde işsizlik düşerken parasal ücretlerdeki değişim oranı (ücret enflasyonu) artmakta, işsizlik

¹⁸ Telatar, s.117

yükselirken ise parasal ücret değişim oranları yükselme eğilimi göstermektedir. Phillips'in çalışmasının orijinal katkısı, iki değişken arasındaki ilişkinin istikrarlı olduğu hususudur. Lipsey ise Phillips'in ampirik analizini teorik temele oturtmuştur. Lipsey, parasal ücret oranlarının emek arz ve talebine bağlı olarak oluştuğundan hareketle, parasal ücret artış oranları ve aşırı talep arasındaki pozitif doğrusal ilişki ile aşırı talep ve işsizlik arasındaki negatif doğrusal olmayan ilişkiyi birleştirerek parasal ücret artış oranları ile işsizlik arasındaki negatif doğrusal olmayan ilişkiyi açıklığa kavuşturmuştur.¹⁹

Samuelson ve Solow, Phillips eğrisini parasal ücretteki değişme yerine enflasyon oranı ile işsizlik oranı arasındaki ilişkiyi ifade edecek şekilde değiştirerek popüler hale getirmiş ve eğriyi iktisat politikasının bir aracı olarak kullanmayı önermişlerdir.

Phillips Eğrisi lineer (doğrusal) olarak basit bir biçimde şöyle yazılabilir:

$$\pi_t = k - \alpha (u_t - u_n^t) \quad (1) \quad \text{Burada;}$$

π_t = t zamanında enflasyon oranını

k = Sabit sayı

α = Phillips eğrisindeki kaymayı bir diğer deyişle $u_t - u_n^t$ farkında meydana gelecek değişimin enflasyon oranını ne kadar değiştireceğini

u_t = t zamanında işsizlik oranını

u_n^t = t zamanında doğal işsizlik oranını (tam istihdam düzeyindeki işsizlik oranını)

ifade etmektedir.

Buna göre, negatif eğimli olan Phillips eğrisi üzerinde herhangi iki noktaya bakarak enflasyon ve işsizlik oranları arasındaki değiş-tokuş ilişkisi gözlenebilir. Dolayısıyla eğri daha düşük bir işsizlik oranının ancak daha yüksek bir enflasyon oranını alternatif maliyet olarak kabul etmek suretiyle

¹⁹ Chrystal and Price, p.115

gerçekleştirilebileceğini göstermektedir.²⁰ Analizin Keynesgil iktisat teorisindeki önemi ise yüksek istihdam ile fiyat istikrarının birlikte sürdürülemeyeceğini ortaya koymasından kaynaklanmaktadır. Bu yönüyle analiz politika yapıcılara, daha düşük (yüksek) işsizliğin ancak daha yüksek (düşük) enflasyon ile mümkün olacağı alternatif işsizlik enflasyon kombinasyonlarından oluşan bir menü sunmaktadır.²¹

IS-LM analizine Phillips Eğrisinin de eklenmesiyle aktivist politikaların ekonomide arzu edilen istikrarı sağlayacağı düşüncesi 1950-60'lı yıllarda geliştirilen geniş makroekonometrik modeller tarafından da desteklenmiştir. L. Klein ve F. Modigliani'nin geliştirdiği geniş makroekonometrik modeller eş-anlı denklemler yardımıyla aktivist para ve maliye politikalarının etkilerini kantitatif olarak gözleyebilme ve iktisadi tahmin yapabilme imkanı vererek aktivist politikalara güvene katkıda bulunmuştur. Makroekonometrik modellerin politikaların etkilerini değerlendirme yetenekleri ve Phillips eğrisinin sunduğu değiş-tokuş ilişkisi 1960'lı yıllarda iktisatçıların ekonomiyi hedeflenen işsizlik düzeyinde tutma amacına yönelik olarak uygulanan aktivist politikaları savunmaya yöneltmiştir.²²

²⁰ Phillips ve Lipsey'in Phillips eğrisi ile Samuelson ve Solow'un Phillips eğrisi arasındaki ilişki mark-up fiyatlama aracılığıyla kurulmaktadır. Mark-up fiyatlama, firmaların ürün fiyatlarına birim emek maliyeti üzerine sabit bir kar marjı ilave ederek belirlenmesi esasına dayanır. Mark-up oranının z olduğu

varsayılarak birim ürünün fiyatı ya da fiyat düzeyi şöyle yazılabilir: $P = (1+z) \frac{WL}{Y}$ Bu denklemden P ürün

fiyatı veya fiyat düzeyini gösterirken W birim emeğe ödenen parasal ücreti, L istihdam edilen işgücü miktarı ve Y reel hasıla düzeyini göstermek üzere (WL/Y) ifadesi birim emek maliyetine eşittir. Fiyat düzeyi ise birim emek maliyetinin $(1+z)$ gibi belli bir katı olarak belirlenmektedir. Bir diğer deyişle mark-up fiyatlama fiyatın marjinal maliyet üzerindeki kısmının fiyatın % kaçını ifade etmektedir. Denklem $(\Delta=Y/L)$ ifadesi parasal ücret haddinin emek verimliliğine oranı olarak kabul edilmesiyle

$P = (1+z) \frac{W}{\Lambda} \Rightarrow \ln P = \ln(1+z) + \ln W - \ln \Lambda$ halini alır. Bu logaritmik denklemin türevi alınarak

$\frac{dP}{P} = \frac{dW}{W} - \frac{d\Lambda}{\Lambda}$ şeklinde elde edilen ifadede nispi değişimler küçük harflerle gösterilirse $\pi=w-\lambda$ ifadesi

yazılabilir. Bu durumda enflasyon oranı parasal ücretlerdeki % değişim ile emek verimliliğindeki % değişim arasındaki farka eşit hale gelir. Kemal Yıldırım ve Doğan Karaman, **Makroekonomi** (3. basım) Eskişehir: Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayın No.145, 2003. s. 339 ve Zeynel Dinler, **Mikroekonomi**, Gözden Geçirilmiş 15.basım, Bursa:Ekin Kit. Yay., 2004, s. 304

²¹ Mishkin, p.10

²² Woodford, p.8

ii. Friedman- Phelps Analizi

Samuelson ve Solow tarafından Keynesgil iktisat politikalarının kullanımına sunulan Phillips analizi, 1960'ların sonu, 1970'lerin başında teorik ve ampirik bir çöküş yaşamıştır. Ampirik çöküş 1970'li yılların başında yaşanan stagflasyon olgusu ile teorik çöküş ise M. Friedman ve E. Phelps'in çalışmaları ile gerçekleşmiştir.

M. Friedman ve E. Phelps ayrı ayrı yaptıkları çalışmalarında Phillips Eğrisi analizindeki en önemli eksikliğin ücret ve fiyatlardaki artış oranını etkileyen enflasyon bekleyişlerinin analize dahil edilmemesi olduğunu ileri sürmektedirler.²³ Friedman'a göre işçiler ve firmalar reel değişkenler ile, esas olarak, ücret ve üretim faaliyetlerinin fiyat düzeyinde beklenen artışa göre uyarlanması ile ilgilenmektedirler. Dolayısıyla, işçiler ve firmalar, ücret ve mal fiyatlarının belirlenmesi sürecinde enflasyonu da dikkate almaktadırlar. Bu durumda enflasyon yalnızca işgücü piyasasındaki talep fazlalığından değil aynı zamanda beklenen enflasyondan da etkilenmektedir ki, bu mantık bekleyişleri içeren Phillips Eğrisi analizine götürmektedir. Bu durumda yukarıda (1) no'lu eşitlikte yer alan sabit (k) katsayının yerini beklenen enflasyon oranı (π_t^e) olacaktır:

$$\pi_t = \pi_t^e - \alpha(u_t - u_t^n) \quad (2)$$

Bekleyişler eklentili Phillips Eğrisi, beklenen enflasyon yükseldiğinde yukarıya doğru kayacaktır. Bunun sebebi bekleyişlerin oluşturulma biçimidir. Friedman ve Phelps'in analizinde bir önceki dönemdeki enflasyon oranı bir sonraki döneme ilişkin enflasyon bekleyişlerine temel alınmakta ve bekleyişler adaptif (uyarlayıcı) olarak oluşturulmaktadır. Buna bağlı olarak, uygulanacak herhangi bir genişletici politika kısa vadede nominal ücretleri artırarak çalışanların reel ücretlerinin arttığını sanmalarına (para aldanımı) yol açsa da çalışanlar (gecikmeli de olsa) bekleyişlerini enflasyondaki artış ile uyumlu hale getireceklerdir. Enflasyon yükseldikçe beklenen enflasyon oranı artacak ve Phillips Eğrisi yukarı doğru kayacaktır.

²³ S. Phelps, "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time", *Economica*, vol.34, No.135, August 1967, p.255 ve M. Friedman, "The Role of Monetary Policy", p.11

Friedman ve Phelps, kısa dönem Phillips Eğrisine itiraz etmemekle birlikte, beklenen enflasyondaki değişmelere bağlı olarak çeşitli ve kısa süreli Phillips Eğrileri olduğunu düşünmektedirler. Enflasyon oranındaki artışlara bağlı olarak beklenen enflasyon oranındaki artışlar, beklenen enflasyon ile (π_t^e) fiili enflasyon oranının (π_t) eşitlenmesine ve ekonominin doğal işsizlik oranına dönmesine yol açmaktadır. Bu durumda π_t^e ile π_t 'yi eşitlenirse:

$$0 = -\alpha (u_t - u_n^t) \quad (3)$$

haline gelecektir. $u_t = u_n^t$ olması ile uzun vadede işsizlik oranı (u_t) doğal işsizlik oranına eşitlenecektir. Sonuç olarak uzun dönemde herhangi bir enflasyon oranı için $u_t = u_n^t$ eşitliği sağlandığında uzun dönem Phillips eğrisi düşey olacak ve enflasyon ile işsizlik arasında kısa dönemde var olan değiş tokuş uzun dönemde ortadan kalkacaktır.²⁴

Friedman ve Phelps'in Phillips eğrisi ile ilgili olarak kısa ve uzun dönem ayırımı yapmak suretiyle gerçekleştirdikleri katkılar para politikası açısından iki önemli çıkarsamayı beraberinde getirmektedir. İlki, hükümetlerin istihdamı doğal oranın üzerine çıkarma çabaları devam ederse kısa dönemde işsizlik azalsa bile uzun dönemde mutlaka yüksek enflasyon doğacağı gerçeğidir. İkincisi, para otoritesinin kendi yükümlülükleri üzerindeki kontrolü nominal bir değişkenin (döviz kuru, fiyat düzeyi, nominal gelir, para arzı) düzeyini veya değişim oranını sabit bir düzeyde tutmak amacıyla kullanması; reel bir değişkeni (reel faiz oranı, reel milli gelir, işsizlik oranı) veya değişim oranını sabitlemeye çalışmaması gereğidir.

Para politikasının yürütülme biçimi ile ilgili olarak, M. Friedman'in katkıları, Keynesgil-aktivist iktisat politikalarının ihtiyari bir biçimde uygulanmasından ziyade kural ağırlıklı uygulamaların önem kazanmasına yol açmıştır. Phillips eğrisinin uzun dönemde geçersizliğinin ortaya konması ve 1970'li yıllarda yaşanan yüksek enflasyon oranları para politikasının hedef seçiminde enflasyonu (fiyat istikrarını) dikkate alması

²⁴ Mishkin, p.11

gerekliliğinin de temellerini oluşturmaktadır. Bu konuda Friedman'in katkılarını ve aktivist politikalara itirazlarını Yeni Klasik İktisat teorisinin daha da güçlendirdiği görülmektedir.

c. Yeni Klasik İktisatçıların Argümanları

Yeni Klasik İktisat teorisinin, Keynesgil-aktivist iktisat politikalarına yönelik itirazları, Robert E. Lucas Jr.'ın öncülüğünde T.J. Sargent ve N. Wallace'nin çalışmaları ile şekillenmiştir. Yeni klasik iktisadın monetarizm içinde filizlendiği ileri sürülmekle birlikte, monetarizmin dışında geliştiği ve önemli görüş ayrılıklarının var olduğunu belirtmek gerekir. İki görüş arasındaki temel farklılık, bekleyişlerin oluşturulma biçimi ile aktivist politikaların üretim ve istihdam üzerinde kısa dönemde etkili olup olmadığı hususundaki görüş ayrılıklarından kaynaklanmaktadır.²⁵

M. Friedman'ın yukarıda açıklanan politika önermelerinde özel ekonomik birimlerin bekleyişleri "adaptif bekleyişler" hipotezi dahilinde ele alınmaktadır. Adaptif bekleyişler hipotezindeki temel düşünce ekonomik birimlerin bekleyişlerini geçmiş deneyimlerine dayandırdıkları ve daha önce yapmış oldukları hatalardan ders alabildikleridir. Adaptif bekleyişler hipotezi şöyle formüle edilebilir:

$$\pi_t^e - \pi_{t-1}^e = \alpha(\Delta p_t - \pi_{t-1}^e), 0 \leq \alpha \leq 1$$

Burada π_t^e beklenen enflasyon oranını, π_{t-1}^e bir önceki dönemde beklenen enflasyon oranını, Δp_t ise fiili enflasyon oranını göstermektedir. α katsayısı beklenen enflasyon oranının fiili enflasyon oranına uyarlanma hızını ifade etmektedir. Buna göre her bir t dönemine ilişkin enflasyon bekleyişleri içinde bulunan dönemde gözlenen enflasyon oranı ile bir önceki dönemde beklenen enflasyon oranı arasındaki farkın belirli bir oranı (α) kadar değişmektedir. α katsayısının sıfır değerini alması

²⁵ Edmund S. Phelps, **Seven School of Macroeconomic Thought**, The Arne Ryde Memorial Lectures, Oxford: Clarendon Press, 1991, p.42

enflasyonun durağan denge durumunda olduğunu, bir değerini alması ise enflasyon beklentilerinin fiili enflasyon oranına hemen uyum sağladığını ifade etmektedir.²⁶

Monetarist yaklaşımın temel aldığı adaptif beklentiler mekanizması, ekonomik karar birimlerinin sistematik beklenti hataları yaptığını varsaymaktadır. Yukarıdaki eşitlikte uyarılma katsayısının sıfır ile bir arasında değer alması ekonomik birimlerin beklendikleri enflasyon oranının gerçekleşen enflasyon oranından düşük olmasına yol açar. Enflasyon oranının sürekli arttığı bir ortamda bu tip bir beklenti oluşum mekanizması enflasyonun sürekli olarak gerçekleşen değerinin altında tahmin edilmesine yol açmaktadır.

Monetarist modelin beklenti oluşum mekanizması ile ilgili bu eksikliği Yeni Klasik iktisat teorisi tarafından geliştirilen rasyonel beklentiler hipotezi ile giderilmiştir. Rasyonel beklentiler hipotezi rasyonel karar birimlerinin ellerindeki tüm mevcut bilgiyi, sistematik beklenti hataları yapmayacak şekilde kullandıklarını ortaya koymaktadır. Rasyonel karar birimleri kendileri için yapılabilecek en iyi olanı yaparlar. Bu durumda mevcut enformasyon dahilinde ekonomik değişkenleri kendileri için en doğru bir biçimde tahmin ederler ve beklentilerinde yanılmazlar. Beklenti oluşturma sürecinde önemli olan tahminlerin kesin doğru olması değil ortalama olarak doğru sonuçlar üretmesidir. Bir diğer deyişle vurgu olası tahmin hatalarının sistematik olmamasına yapılmaktadır.²⁷

Yeni klasik rasyonel beklentiler yaklaşımının Keynesgil aktivist iktisat politikalarına yönelik eleştirileri ve politika sonuçları üç önerme etrafında geliştirilmiştir: i) Politika değerlendirme (evaluation) önermesi, ekonometrik çalışmalar yoluyla istikrar politikalarının sonuçlarını değerlendirme yönteminin rasyonel beklentiler hipotezine göre uygun bir biçimde değiştirilmesi gerektiğini ifade etmektedir. ii) Politika etkisizliği önermesi, öngörülen (anticipated) politikaların reel

²⁶ Funda Erdoğan, **Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi: Türkiye Örneği**, Ankara: SPK, No:63, 1997, s.13

²⁷ Jerome Stein, "Monetarist, Keynesian and New Classical Economics", **The American Economic Review**, vol.71, No.2, May 1981, p.140. Rasyonel Beklentiler yaklaşımına yönelik kapsamlı bilgi için Steven M. Sheffrin, **Rational Expectations**, Cambridge: Cambridge Univ. Press, 1983

ekonomik faaliyet düzeyi üzerinde herhangi bir etkisinin olmadığını ifade etmektedir. iii) Zaman tutarsızlığı önermesi, rasyonel bekleyişlerin kabulü halinde, optimal politikaların dinamik olarak tutarsız olduğunu ortaya koymaktadır.

i. Politika Değerlendirme Önermesi ve Lucas Kritiği

1970'li yılların ortalarına kadar ekonomik politikaların analizi ve politika yapım sürecinin, siyaset bilimi ve mühendislik alanlarında kullanılan optimal kontrol tekniklerinin J. Tinbergen ve A. Hansen tarafından ekonomi için tasarlanmasıyla gerçekleştirildiği görülmektedir. Optimal kontrol teorisi ekonominin işleyişini, politika yapıcının tercihlerini tüm değişkenlerin birbirleriyle ilişkide olduğu ve birindeki değişikliğin diğer değişkenleri de etkilediği bir sistem olarak statik doğrusal bir model çerçevesinde tanımlamaktadır. Bu durumda optimal politika hedef değişkenlerden birisinde meydana gelen sapmanın uygun enstrümanların kullanımı yoluyla giderilmesi olacaktır. Optimal kontrol yaklaşımında politika yapıcı ekonomik sistemin vazgeçilmez bir parçası olarak tek karar alıcı durumundadır ve özel karar birimleriyle stratejik bir etkileşim dikkate alınmamaktadır. Politika yapıcının özel sektörden daha başarılı olduğu düşünülmekte ve her zaman ekonomiyi etkin bir şekilde kontrol ettiğine inanılmaktadır. Makroekonomik politikaların oluşum süreci, veri politika hedefleri için oluşturulmuş ekonomik sistemin model çözümünden elde edilen optimal politika enstrümanlarının kullanıldığı doğaya karşı oynanan bir oyun niteliğinde değerlendirilmektedir.²⁸

Lucas'ın Keynesgil politika modellerine yönelik eleştirisi, -Lucas Kritiği- makroekonometrik modellere optimal kontrol tekniklerinin uygulanması biçimindeki yöntemi radikal bir biçimde değiştirmiştir. Lucas'a göre Keynesgil makroekonometrik modeller kullanılarak uygulanan politikaların başarısını değerlendirmek mümkün değildir. Keynesgil makroekonometrik modellerde yer alan eşitliklere ait yapısal parametrelerin uygulanan politikalara göre değişmediği varsayımı geçersizdir. Zira sözkonusu parametreler hem geçmiş verilere dayalı olarak oluşturulmuştur hem de dışsal değişkenlerin davranışlarındaki değişmelere (politika değişmelerine) cevap

²⁸ Juha Kiponen, "The Political Economy of Monetary Policy and Wage Bargaining: Theory and Econometric Evidence", **Bank of Finland Studies**, E:19, 2000, pp.13-14

vermemektedir. Bu durumda politika yapıcının alternatif senaryolar dahilinde yapacağı politika önerilerinin sağlıklı bir bilimsel temeli olmayacaktır.²⁹

Keynesgil makroekonometrik modellere dayalı politika önerilerinin başarısızlığının temelinde ise bekleyişlerin oluşturulma biçimi yatmaktadır. Politikada bir değişiklik olmadan önceki gerçek yapı ile değişiklikten sonra ortaya çıkan gerçek yapı arasındaki farklılıklar bekleyişlerin modelin yapısal parametrelerini değiştirmesi nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Rasyonel bekleyişler yaklaşımında özel sektör davranışının hükümetin izleyeceği politikaya bağlı olduğu ve bu politikanın ekonomiye ilişkin yaratacağı bekleyişlerden etkilendiği düşünülmektedir. Politikada bir değişim olduğunda rasyonel bekleyişlere göre hareket eden karar birimlerinin davranışları modelin içsel değişkeni haline gelecek ve bekleyişlerdeki değişiklik tasarruf, yatırım, mal arz ve talebi hakkındaki davranışları değiştirecektir. Özel kesimin ekonomik kararlarındaki değişiklikler ekonomik değişkenler arasındaki ilişkileri yansıtan yapısal parametreleri değiştireceği için sözkonusu parametreler politika değişikliklerine duyarlı olacaktır. Haliyle parametrelerin değişiyor olması büyük ölçekli Keynesgil makroekonometrik modellerden hareketle doğru öngörüler yapılmasını olanaksız hale getirmektedir.³⁰

Ekonomide yer alan karar birimlerinin rasyonel bekleyişlere sahip olması mevcut tüm enformasyonu kullanarak bekleyiş hatası yapmaksızın davranışlarını oluşturdukları ve buna bağlı olarak bireysel optimizasyona yöneldiklerini vurgulamaktadır. Böyle bir durumda politika yapıcılar karşılarında uygulayacakları olası politikaları doğru bir biçimde öngörebilecek iktisadi ajanlarla karşı karşıyadırlar. O halde sorun uygulanacak politikaların ne kadar etkin olacağı tartışmasına indirgenmektedir.

²⁹ Robert E. Lucas, Jr. and R. Barro, "After Keynesian Macroeconomics" İç. **Rational Expectations and Econometric Practice**, Robert E. Lucas, Jr. and Thomas J. Sargent (Eds.), London: G. Allen and Unwin, 1981, pp.302-303

³⁰ Erdoğan, s.17

ii. Politika Etkinsizliği Önermesi

Lucas kritiği çerçevesinde Keynesgil makroekonometrik modellerin başarısızlığının ve yetersizliğinin ortaya konması ve rasyonel bekleyişlerin yükselişini kısa dönem Phillips eğrisinin sunduğu ilişkinin ve uygulanan politikaların etkinliğinin sorgulamasını beraberinde getirmiştir. Belirtildiği üzere Friedman ve Phelps, Phillips eğrisi çerçevesinde kısa dönemde aktivist politikalarla üretim ve istihdamı etkilemek mümkün olmasına rağmen, uzun dönemde enflasyonla işsizlik arasındaki değiş tokuşun ortadan kalktığını ortaya koymuşlardır. Kısa dönem Phillips eğrisinin varlığı ise adaptif bekleyişlere bağlı olarak yapılan hatadan kaynaklanmaktadır. T.J. Sargent ve N. Wallace, Friedman-Phelps'in analizini rasyonel bekleyişler varsayımı altında genişleterek para arzı ve faiz oranı hedefleme politikalarının sonuçlarını incelemiştir.³¹

Sargent ve Wallace, rasyonel bekleyişler ve adaptif bekleyişler varsayımları altında sistematik olarak uygulanan para politikalarının (para arzı ve faiz oranı hedefleme politikaları) etkilerini ayrı ayrı ele almışlardır. Buna göre rasyonel bekleyişler sözkonusu olduğunda, ekonomik birimler sistematik olarak uygulanan para politikasına karşı enflasyonist bekleyişlerini artırmaktadırlar ve böylelikle sadece öngörülen (anticipated) enflasyon doğmaktadır. O halde öngörülen politikaların üretim ve istihdam üzerinde herhangi bir etkisi yoktur. Bir diğer deyişle sistematik ya da beklenen politikalar kısa dönemde bile reel büyüklükler üzerinde etkide bulunmaz. Reel ekonomik faaliyetler üzerinde sistematik politikaların öngörülen kısmının nötr olması gerektiği öngörülmeyen (unanticipated) kısmının ise nötr olmaması gerektiği şeklindeki önerme politika etkinsizliği (policy ineffectiveness) olarak adlandırılmaktadır.

³¹ Thomas J. Sargent and N. Wallace, "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule", İç. **Rational Expectations and Econometric Practice**, p.215. Sargent, rasyonel bekleyişler kabulünün "Yeni Klasik" olarak tanımlanmak için yetmediğini, bu sebeple ücret ve fiyat esnekliğinin ve piyasaların hızlı temizlendiğinin (market clearing) kabulünün de gerekli olduğunu belirtmektedir. Zira Yeni Keynesgil İktisatçılar, rasyonel bekleyişleri kabul etseler bile ücret ve fiyatların yapışkan olduğu modelleri kullanmaktadırlar.

Politika etkisizliği önermesi, bir ekonomide istihdam ve üretim gibi reel makroekonomik değişkenler üzerlerinde ancak öngörülmeyen, sürpriz politikaların uygulanmasıyla etkide bulunulabileceğini ortaya koymaktadır. Bu önermenin altında ise Lucas'ın arz fonksiyonu yatmaktadır.³² Lucas'ın arz fonksiyonuna göre üretimin doğal seviyesinden sapması ancak bekleyişlerin yanlış kurulmasıyla mümkündür. Eğer bireyler rasyonel bekleyişlere sahipse, gelecekteki fiyatlara ilişkin tahminlerini oluştururken para otoritelerinin uygulayacakları kurallara ilişkin bilgilerini kullanacaklar ve para arzı büyüme oranı ne olursa olsun tahminlerinde yanılmayacaklardır. Dolayısıyla ancak eksik bilgilenme ya da ani ve rastlantısal parasal artışlar dahilinde ekonomik birimler yanıltılabilecek ve öngörülmedik politikalarla reel değişkenler etkilenebileceklerdir.

Bu durumda rasyonel bekleyişler varsayımının geçerli olması halinde de bir Phillips eğrisi ilişkisi söz konusudur. Ancak enflasyon oranının beklenen orandan sistematik sapsmaları söz konusu olduğunda para politikası ile işsizlik oranını etkilemek mümkün değildir. İktisadi ajanların para arzının büyüme oranındaki artışı bilmeleri enflasyonist bekleyişleri artırmakta ve Phillips eğrisini kaydırmaktadır. Dolayısıyla, değiş-tokuş ilişkisi sistematik politika uygulamaları tarafından kullanıldığında söz konusu değiş-tokuş ilişkisi ortadan kalktığından, rasyonel bekleyişlerin varlığında kısa dönem Phillips eğrisi bile dikey olmaktadır.

Yeni klasik iktisatçılar, rasyonel bekleyişler altında ve ücret ve fiyatların tam esnekliği söz konusu olduğunda uygulanacak politikaların öngörülebilir ve öngörülemez olmak üzere iki kısma sahip olduğunu vurgulamaktadırlar. Belirtilmesi gereken önemli bir nokta ekonomideki karar birimlerinin bilgilenme düzeyiyle politika yapımcıların bilgilenme düzeyi arasındaki farklılığın, öngörülemez politikalar açısından doğuracağı sonuçlardır. Eğer ekonomideki karar birimlerine nazaran politika yapımcılar bilgi avantajına sahipse uygulanacak aktivist talep yanlı politikalarla sürpriz

³² Robert E. Lucas, Jr. "Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs", **The American Economic Review**, vol.63 No.3, June 1973, p.333

yaratabilmek ve reel üretim ve istihdamı etkileyebilmek mümkün olacaktır. Dolayısıyla politika etkinsizliği önermesi geçerliliğini yitirecektir.³³

Para politikasının yürütülmesi açısından Yeni Klasik yaklaşım, uygulanacak politikaların öngörülebilir kısmını kurala dayalı olarak yürütülen politikalara atfetmektedir. Politika yapım sürecinde özel karar birimlerinin davranışları ve bekleyişleri önemli olduğundan Friedman tipi sabit bir kural destek bulmamaktadır. Zira politika etkinsizliğinin varlığı sistematik olarak uygulanacak hiçbir kuralın üretim ve istihdam üzerinde etkili olamayacağını ortaya koymaktadır. Kurallar lehine argümanların dayanak noktası Monetarist yaklaşımda olduğu gibi politika yapıcıların ekonomi hakkındaki bilgilenme düzeylerinin yetersizliğinden ziyade özel karar birimlerinin doğru politikaları anlama ve tepki verebilmedeki etkinliklerinden kaynaklanmaktadır. Öte yandan esas olarak aktivist ihtiyari politikaların ekonomide istikrarsızlık yaratacağı konusunda varolan görüş birliği, ağırlığın kurala dayalı politikalara verilmesini gerektirse de ne çeşit bir kuralın uygulanacağı tartışma konusudur.

Aktivist politikaların güvenilirliğine yönelik olarak Monetarist-Yeni Klasik İktisat çizgisinin getirdiği eleştirilerin temel sonucu, iktisatçılar arasında, uzun dönemde enflasyon ve işsizlik arasında ters yönlü bir ilişkinin olmadığına dair genel bir kabulün oluşmasıdır. Ancak Yeni Klasik politika etkinsizliğinin geçerliliğine yönelik olarak Yeni Keynesgil iktisatçılar tarafından yapılan eleştiriler, kısa vadede Phillips eğrisi ilişkisinin geçerli olduğunu ortaya koymaktadır. Bu eleştirilerin temelinde ise Yeni Klasik yaklaşımın ücret-fiyat esnekliği görüşünün kabul edilmemesi yatmaktadır.

³³ Henriette M. Prast, "Time Consistency, Asymmetric Information and Monetary Policy Design: An Overview", **De Economist**, vol.144 No.3, September 1996, p.446. Para otoritesinin özel karar birimleri nezdinde sahip olduğu bilgi avantajını, bazı iktisatçılar, enflasyonist bekleyişleri kontrol altına almanın istihdamı istikrarlı kılmak amacıyla yönelik olarak kullanıldığında olumlu olabileceğini savunmaktadırlar. Bazı iktisatçılar ise bu durumu, para otoritesinin zaman tutarsız davranışlarının temeli olarak ele almaktadır. Bu tartışmalar için Matthew B. Canzoneri, "Monetary Policy Games and the Role of Private Information", **The American Economic Review**, vol.75 No.5, December, 1985 pp.1056-1070 ve D. Backus and J. Driffill, "Rational Expectations and Policy Credibility Following a Change in Regime", **Review of Economic Studies**, vol.52 No.2, April 1985, pp.211-221

d. Yeni Keynesgil İktisatçıların Argümanları ve Aktivist Politikaların Temellendirilmesi

Politika etkinsizliği önermesine karşı olarak Yeni Keynesgil İktisatçılar yapmış oldukları çalışmalar çerçevesinde, uzun vadede Phillips eğrisinin geçersizliğini ve rasyonel beklentileri esas almakla beraber, Keynesgil iktisatta yer alan ancak yeterince açık hale getirilmemiş nominal ücret ve fiyat rijitliklerini, ücret ve fiyat ataleti (inertia), çakışan ücret sözleşmeleri, etkin ücret teorisi, menü maliyetleri gibi mikroekonomik temeller aracılığıyla açıklamakta ve kısa vadede uygulanacak aktivist politikaların reel üretim ve istihdamı etkileyebileceğini ortaya koymaktadırlar.

Ekonomide uzun vadeli ücret sözleşmelerinin varlığı, ücret ve fiyatların beklenen fiyat düzeyinde meydana gelen değişimlere hemen cevap vermesini engellemektedir. Fischer'e göre çalışanlar yeni bilgileri elde ederek enflasyon beklentilerinde hata yapmayıp rasyonel davranırlar bile, beklentilerindeki değişimi sözleşmelerin varlığı sebebiyle ücretlerine uyumlaştıramayacaklardır. Ücretlerin sözleşme dönemi boyunca yapışkan olması uygulanacak aktivist politikanın öngörülen olması halinde bile, talepte kaymalar ve reel etkiler yaratabilecektir. Bu durumda uzun dönemli ücret sözleşmelerinin varlığı politika etkinsizliği önermesini geçersiz kılacaktır.³⁴

Yeni Keynesgil iktisatçılar tarafından aktivist politikalara getirilen bir diğer temel, monopolcü rekabet piyasalarının varlığı ve menü maliyetlerinin fiyat yapışkanlıklarına yol açmasıdır. Firmaların fiyat ayarlama maliyetleri sebebiyle, sürekli fiyat değişimleri yerine, fiyatlarını sık olmayan aralıklarla ayarlamaları; karlarını başlangıçta maksimize etmiş firmaların aksi bir arz ya da talep şoku oluştuğunda fiyat ayarlaması yaparak elde edecekleri kazançlarının ayarlama maliyetlerinin altında kalabileceği, haliyle şoklara bağlı olarak az sayıda firmanın fiyatlarını değiştirmesinin makroekonomik düzeyde fiyatları çok değiştirmeyeceği sonucunu doğuracağı ileri sürülmektedir. Dolayısıyla

³⁴ Stanley Fischer, "Long Term Contracts, Rational Expectations and the Optimal Money Supply Rule", İç. **Rational Expectations and Econometric Practice**, p.261

fiyat yapışkanlıklarının varlığı nominal şokların reel etkiler yaratmasını beraberinde getirecektir.³⁵

Yeni Keynesgil iktisatçılar, ekonomide ücret ve fiyatların yapışkan olması sebebiyle rasyonel bekleyişler altında bile sistematik (ya da öngörülen) para politikasının kısa dönemde reel etkiler yaratabileceğini ileri sürerek, rasyonel bekleyişlerin varlığına rağmen Keynesgil-aktivist politika reçeteleri sunmaktadırlar. Politika etkinsizliği önermesinin aksine para arzında beklenmeyen bir değişimin etkisi, para arzında beklenen bir değişimin üretim üzerindeki etkisinden daha büyüktür. O halde aktivist politikalar kısa dönemde üretim ve istihdamı etkileyebilmek için uygulanabilir.³⁶

Yeni Keynesgil iktisatçılar arasında izlenecek politikalar hususunda herhangi bir görüş birliği bulunmamasına karşın, esas olarak üretim ve istihdamdaki dalgalanmaların açıklanmasında ücret ve fiyat yapışkanlıklarına önem vermelerine paralel olarak, para politikasının ekonominin istikrarını sağlamada aktif olarak kullanılabilmesine inanmaktadırlar. Bununla birlikte, para politikası uygulamalarının yaratabileceği olası belirsizliklerin büyüklüğü ve uzun ve değişken gecikmelerin varlığı sebebiyle ihtiyatlı davranmaktadırlar. Bu sebeple politika yapıcılarının gelecekteki para ve maliye politikalarındaki değişmelerin etkisini tam olarak öngörme kabiliyetlerinin olması gerekmektedir.³⁷

Para politikasının yürütülme biçimi açısından, genel olarak Keynesgil-aktivist politikalara, Monetarist-Yeni klasik iktisat çizgisinin yönelttiği eleştirilen temel sonucu,

³⁵ Laurence Ball, N.G. Mankiw and D. Romer, "The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off", iç. N.G. Mankiw and D. Romer (eds.), **New Keynesian Economics**, USA: MIT Press, 1992, p.150

³⁶ Stanley Fischer, "On Activist Monetary Policy With Rational Expectations", **NBER Working Paper** No.0341, 1979, No.3 ve W.H. Buiter, "The Role of Economic Policy After the New Classical Macroeconomics" **NBER Working Paper**, No.580, 1980

³⁷ Tom Stark and H. Taylor, "Activist Monetary Policy for Good or Evil", **Business Review**, FED of Philadelphia, March/April 1991, p.20, Yeni Keynesgil İktisatçıların katkıları, iktisatçılar arasında temel anlaşmazlık noktalarının uzun vadede ziyade kısa vadede yoğunlaştığının açık bir biçimde anlaşılmasını beraberinde getirmiştir. İleride inceleneceği üzere, para politikasının yürütülmesi ve düzenlenmesinin 1990'lı yıllarda vardığı düzey önemli ölçüde Yeni Keynesgil iktisatçıların katkıları çerçevesinde şekillenmiştir.

özellikle Phillips eğrisi üzerinde yapılan tartışmalar çerçevesinde şekillenmiştir. Monetarist-Yeni Klasik iktisadın eleştirilerine yönelik olarak Yeni Keynesgil iktisatçıların yapmış olduğu katkılar uygulanacak politikaların etkileri hususunda kısa ve uzun dönem ayırımının önemini ortaya koymuştur. Bu anlamda, uzun dönemde Phillips eğrisi geçerli olmasa bile kısa dönemde enflasyon ile işsizlik arasında bir değiş-tokuş söz konusudur. Öte yandan kısa dönemde aktivist politikaların ekonomik istikrara yönelik uygulanması zemini bulursa da kısa dönem Phillips eğrisine dayanarak, uygulanacak aktivist politikalarla sürekli olarak reel üretim ve istihdamın artırılması mümkün değildir.

Yukarıda yapılan tartışmaların ışığında, Keynesgil iktisat politikalarına olan güvenin sarsılması ve aktivist politika uygulamalarına ilişkin olarak yapılan açıklamaların para politikasının dizaynı ve yürütülmesi açısından ne anlama geldiğinin ortaya konması gerekmektedir. Bu sebeple Keynesgil iktisat politikalarına yönelik Yeni Klasik eleştirilerin üçüncüsü olan zaman tutarsızlığı önermesi, aktivist politikalara ilişkin ulaşılan genel sonuçların para politikasının yürütülmesi açısından ihtiyari politikalara nazaran kuralların ağırlıklı rol oynamasını simgelemesi itibariyle ayrıca ele alınacaktır.

3. Optimal Politikaların Dinamik-Zaman Tutarsızlığı ve Kredibilite Sorunu

1970'li yılların başından itibaren dünya ekonomisinde yükselen enflasyon oranları ile birlikte üretim ve istihdamdaki düşüşler ve yaşanan stagflasyon olgusu, Keynesgil-aktivist genişletici toplam talep politikalarıyla aşılammıştır. Phillips eğrisinin uzun dönemde geçersizliğinin anlaşılmasıyla beraber uygulanacak iktisat politikaları açısından karşılaşılan bu durum, anti enflasyonist politikaların üretim ve istihdam açısından yaratacağı maliyetlerin nasıl minimize edileceği yönündeki arayışları da beraberinde getirmiştir.

Bir önceki kısımda belirtildiği ve tartışıldığı gibi, uzun dönem Phillips eğrisi çerçevesinde işsizlik (üretim) ve enflasyon arasında bir değiş-tokuş ilişkisinin olmayışı üretimi ve istihdamı artırıcı para politikalarının uzun dönemde yalnızca enflasyonist bir etki yaratmasıyla sonuçlanmaktadır. Para politikasının kısa ve uzun dönem etkileri arasındaki uyumsuzluktan kaynaklanan enflasyonist eğilim, F. Kydland-E. Prescott

(1977) ve R. Barro-D. Gordon'un (1983) çalışmaları çerçevesinde optimal politikaların dinamik (zaman) tutarsızlığı argümanı ile ele alınmaktadır. Dinamik (zaman) tutarsızlığı argümanın çıkış noktası çoğu merkez bankasının üretim ve istihdamı yüksek tutma arzularına bağlı olarak, sürpriz enflasyon yaratarak bundan yararlanacakları düşüncesidir.³⁸

Dinamik-zaman tutarsızlığı problemine bağlı olarak oluşan kredibilite sorununun anti enflasyonist politikalar ve fiyat istikrarı açısından öneminin anlaşılabilmesi için öncelikle sözkonusu problemin ortaya çıkış dinamiği ve para politikası açısından önemini ortaya koymak gerekmektedir.

a. Dinamik-Zaman Tutarsızlığı Probleminin Ortaya Çıkışı ve Kydland-Prescott Analizi

Optimal politikaların dinamik-zaman tutarsızlığı problemi, optimal kontrol teorisinin dinamik ekonomik sistemlerde uygulanamamasından kaynaklanmaktadır. Optimal kontrol yaklaşımına göre t_0 döneminde gelecekteki t_1 dönemi için uygulanması amaçlanan optimal politikanın t_1 döneminde fiili olarak uygulanan politika ile aynı olması gerekmektedir. Kydland ve Prescott'a göre böyle bir politika analizi geçmişte alınan kararların bugüne aynen uyarlandığı bir ekonomik planlama sürecini içermektedir. Ancak bekleyişlerin rasyonel olduğu bir ortamda özel karar birimlerinin bugünkü davranışları gelecekteki politikalara ilişkin bekleyişlerine de bağlıdır. Bu yönüyle ekonomik planlama süreci doğaya karşı oynanan bir oyundan ziyade rasyonel birimlere karşı oynanan bir oyun niteliği taşır.

Kydland ve Prescott, optimal kontrol teorisinin; cari sonuçların ve sistemin durumundaki hareketlerin, sadece cari ve geçmiş politika kararları ile sistemin cari durumuna bağlı bulunduğu koşullarda uygun bir planlama aracı olduğunu, ancak ekonomik birimlerin cari dönemdeki kararlarının gelecekteki politika eylemlerine bağlı olduğu bir ortamda, iyi tanımlanmış ve üzerinde anlaşmaya varılmış bir sosyal amaç

³⁸ Torsten Persson and G. Tabellini, "Political Economics and Macroeconomic Policy", **IISS Seminar Paper**, No.630, October 1997, p.3

fonksiyonu geçerli olsa bile dinamik ekonomik sistemlerde uygulanamayacağını ileri sürmektedirler.³⁹

Rasyonel bekleyişlere sahip ekonomik birimlerin ileriye dönük öngörülerde bulunduğu bir ekonomide bugünün iktisadi kararları sadece bugünün ve geçmişin olayları ile değil gelecek olaylar hakkındaki bekleyişlerle de belirlenirler. Böyle bir ortamda politika yapıcılar, araçlarını diğer rasyonel birimlerin aksiyon ve reaksiyonlarına bağlı olarak sürekli yeniden belirlerler. İktisat politikalarının yapım süreci böylelikle politika yapıcılar (hükümet, merkez bankası) ile özel kesimdeki birimler arasında oynanan bir oyun niteliğine bürünmektedir. Para politikasının oyun teorik bir çerçeveye oturduğu bu yeni yaklaşımda politika otoritesi, tıpkı özel kesimdeki birimler gibi amaç ve tercihleri olan faydasını kısıt altında maksimize etmeye çalışan bir birim olarak tanımlanmaktadır.⁴⁰

Gelinen bu nokta, kurallar ihtiyari politikalar tartışmasını da yeni bir evreye taşımaktadır. Daha önce ele alınan ve 1960'lı yıllar boyunca yapılan tartışmalarda politika otoritelerinin ekonomi hakkında bilgilenme düzeylerindeki yetersizlik vurgulanırken, yeni yaklaşımda politika otoritelerinin amaçlarının toplumun amaçları ile tutarlı olduğu ve tüm ekonomik birimlerin rasyonel bekleyişler hipotezine uygun davrandıkları kabul edilmektedir.

Kurallar-ihtiyari politikalar tartışması Kydland-Prescott'ta bağlayıcı sabit politika (kural), bağlayıcı olmayan ayarlanabilir politika (ihtiyari davranış) şekline dönüşmüştür. Çalışmalarında kurallar, taahhüt (commitment) ya da bağlayıcı sabit karar olarak ele alınmaktadır. Taahhüt, bağlayıcılık niteliği olan bir sözleşmedir ve herhangi bir karar biriminin herkes tarafından gözlenebilen bazı dışsal değişkenlere koşullu olarak yapacağı hareketlerin önceden belirlenmesi amacına hizmet etmektedir. Bağlayıcı

³⁹ Finn E. Kydland and E. C. Prescott, "Rules Rather than Discretion. The Inconsistency of Optimal Plans", iç.**Rational Expectations and Economic Practice**, p.620

⁴⁰ Erdoğan, s.24. Para otoritesi ile özel karar birimleri arasında oynanan oyunun farklı dinamikleri için C. Goodhart and H. Hung, "What is the Central Bank's Game?", **FMG Discussion Paper**, No.222, November 1995

olmayan ayarlanabilir politika ortamında ise politika otoritesi yalnızca kendi amaçlarına ulaşmasını sağlayacak politikaları uygulayacağını belirtmektedir.⁴¹

Kydland ve Prescott, Phillips eğrisi örneğinden hareketle, politikanın kurallara göre yürütüldüğü ortam ile, bağlayıcı olmayan bir tarzda belirlendiği ortamdaki elde edilen sonuçları karşılaştırmaktadır. Buna göre para otoritesine politikasını bağlayıcı olmayan bir tarzda saptama yetkisi verildiği takdirde optimal politikaların zaman tutarsızlık problemi doğmaktadır. Bu probleme bağlı olarak, politikanın kurallara göre yürütüldüğü ortamdakinden daha yüksek bir enflasyon oranı ve değişmemiş bir işsizlik (üretim) oranı oluşmaktadır. Bağlayıcı olmayan politikanın yarattığı sonuçlar daha az arzulanır olduğundan fiyat istikrarını koruma hedefi seçilmeli ve politika kurallara göre yürütülmelidir. Zaman tutarsızlığını doğuran temel faktörler ise bireylerin geleceği dikkate alarak davranmaları ve politika otoritelerinin ilan edilen politikalara bağlı kalma konusundaki yeteneksizlikleridir.⁴²

Zaman tutarsızlık probleminin ortaya çıkışı ve para politikasının enflasyonist eğilimi, para politikasını yürütmekten sorumlu olan merkez bankasının politika kararları ile özel kesimin ekonomik kararları arasındaki zamanlamanın ex-ante ve ex-post güdüler itibarıyla farklı olmasından kaynaklanmaktadır. Bağlayıcı olmayan politika ortamında özel sektör uygulanacak politikayı gözlemeden önce politika hakkında beklentiler oluşturmakta ve ekonomik kararlarını buna dayandırmaktadır. Bağlayıcı olmayan ortamda politika kuralının özel sektör kararları ile aynı zamanda veya daha sonra belirlenmesi arasında bir fark bulunmamaktadır. Önemli olan husus ex-ante ve ex-post kısıtların farklılığı nedeniyle para otoritesinin sürpriz yapma eğilimidir.

Politika otoritesinin t_0 döneminde optimal bir politika kuralını hazırlamaya çalıştığını varsayalım. Ex-ante, yani özel kesim kararlarını vermeden önce, içinde bulunulan t_0 dönemi kısıtları altında optimal politika seçilmektedir. Burada temel vurgu, t_0 döneminde belirlenen optimal politikanın ex-post olarak yani özel sektör ekonomik kararlarını verdikten sonra da optimal olup olmayacağıdır. Bunun yanıtı politikanın t_0-t_1

⁴¹ Telatar, s.136

⁴² Kydland and Prescott, p.623

zaman aralığında özel kesim ekonomik kararlarını nasıl etkilediğine bağlıdır. t_0 döneminde optimal olan politika, rasyonel bekleyişler varsayımı gereğince özel kesimin davranışlarını etkileyecektir. Buna karşılık ex-post olarak t_1 döneminde politikaya verilecek tepki ex-ante tepkiden farklı olabilmektedir. Bunun nedeni t_0 - t_1 zaman aralığında verilen özel kesim kararlarının artık "geçmiş" olmasıdır ki bu durum politika otoritesinin ex-post kısıtlarını ex-ante kısıtlarından farklı hale getirmektedir. Politika otoritesinin t_1 döneminde t_0 'dan farklı bir politika seçmesi dinamik-zaman tutarsızlığını doğurmaktadır.⁴³

b. Barro-Gordon Analizi ve Para Politikasının Yürütülmesinde Kuralla Dayalı Politikalar Lehine Argüman

Kydland-Prescott tarafından geliştirilen dinamik-zaman tutarsızlık yaklaşımı R. Barro ve D. Gordon tarafından enflasyonist eğilimi göstermek amacıyla para politikası çerçevesinde ele alınmıştır.⁴⁴ Modelde para otoriteleri yüksek istihdamdan hoşlanmakta ancak enflasyonun nihai hedefinden sapmasından hoşlanmamaktadır. Politika otoritesinin amacı uzun vadede enflasyonu düşük tutmaktır ve politikasını bir dönemden diğerine değiştirecek şekilde inisiyatif kullanabilir. Uzun vadede enflasyonu düşük tutma arzusu istihdamı yüksek tutma arzusu ile birleşince iki amaç arasında sorun oluşmakta, sonuçta politika otoritesi enflasyondaki yükselişi önlemekten ziyade enflasyonla beraber gelen ek istihdamdan yararlanmayı seçmektedir. Bu durumda ekonomi enflasyonist bir eğilim kazanmaktadır.

Barro-Gordon, bu durumu ortaya koyabilmek için bağlayıcı politika (kural) ile bağlayıcı olmayan (ihtiyari) politika ortamlarını karşılaştırmaktadır. Rasyonel bekleyişler varsayımı ve kısa dönem Phillips eğrisi dahilinde merkez bankası enflasyon

⁴³ Erdoğan, s.36. Zaman tutarsızlığı problemine günlük yaşamdan da bir çok örnek verilebilir. Örneğin öğrencilerin daha çok çalışmaları ve derse konsantre olabilmeleri için öğretim üyesi tarafından sınav yapılacağı duyurulabilir. Ancak öğretim üyesi sözünden zamanın ilerlemesi sonucu cayarak hem öğrencilerin daha fazla çalışmasını hem de sınav stresinden kurtulmalarını sağlayabilir. Bu konuda baba-oğul ilişkileri örneğinden hareketle para politikasına ilişkin çözümler için, R. Chang, "Policy Credibility and the Design of Central Banks", **FED of Atlanta Economic Review**, vol.83, No.1, First Quarter 1998

⁴⁴ Robert J. Barro and D. B. Gordon, "A Positive Theory Monetary Policy in a Natural Rate Model", **Journal of Political Economy**, vol.91, No.4, August 1983, pp.586-610

ve işsizlik tercihlerinin yer aldığı bir toplumsal refah fonksiyonunu maksimize etmeye ya da toplumsal kayıp fonksiyonunu (loss function) minimize etmeye çalışmaktadır. Bu tercihler genellikle sıfır enflasyon ve doğal işsizlik oranına karşılık gelen üretim düzeyidir. Buradan hareketle her iki politika ortamı şöyle karşılaştırılabilir:

$$u = u^n - \alpha (\pi - \pi^e) \quad (1)$$

$$u = \text{İşsizlik oranı} \quad \pi = \text{Enflasyon oranı}$$

$$u^n = \text{Doğal işsizlik oranı} \quad \pi^e = \text{Beklenen enflasyon oranı}$$

(1) nolu Phillips eğrisi eşitliğinde enflasyon oranı (π), beklenen enflasyon oranını (π^e) aştığında işsizlik oranı (u) düşük, altında kaldığında ise işsizlik oranı (u) yüksek olacaktır. Merkez bankasının toplumsal kayıp fonksiyonu ise şöyle yazılabilir:

$$L(u, \pi) = u + \gamma \pi^2 \quad (2)$$

$L(u, \pi)$, merkez bankasının toplumsal kayıp fonksiyonudur ve bankanın hedefi fonksiyonu minimize etmektir. γ parametresi ise merkez bankasının enflasyona attığı nispi önemi ifade etmekte ve bankanın enflasyonun hedef değerine ulaşmasına önem verdiği varsayılmaktadır.

İlk durumda merkez bankasının bağlayıcı sabit bir kurala dayalı olarak belirli bir enflasyon hedefine ulaşmayı taahhüt etmesi ele alındığında, rasyonel beklemeyle sahip özel karar birimleri -hanehalkı ve firmalar- sözkonusu taahhüde güvenerek beklemeylelerini oluşturacaklar ve beklenen enflasyon fiili enflasyon oranına ($\pi = \pi^e$), işsizlikte doğal işsizlik oranına ($u = u^n$) eşit olacaktır. Bu politika ortamında özel karar birimleri, merkez bankasının önceden ilan ettiği kurala bağlı kalacağına ve enflasyon sürprizi yaratmayacağına inanmaktadırlar.

İkinci durumda bağlayıcı olmayan ayarlanabilir politika uygulamasını ele aldığımızda, özel karar birimleri uygulanacak politikayı gözlemeden önce enflasyon beklemeylelerini (π^e) oluşturmaktadırlar. Zira merkez bankası, özel karar birimlerinin beklemeylelerini kontrol edebilmekten yoksundur. Beklemeyleler rasyonel olduğundan özel karar birimleri sürpriz enflasyon beklemeyleşi içindedirler. Bu durumda (1) ve (2) nolu ifadeleri eşitlersek:

$$L(u, \pi) = u^n - \alpha(\pi - \pi^e) + \gamma\pi^2 \quad (3)$$

elde edilir. Burada toplumsal kayıp sürpriz enflasyon ile negatif, fiili enflasyon ile pozitif ilişkiye sahiptir. Toplumsal kayıp fonksiyonunu minimize edecek enflasyon oranını bulabilmek için (3) nolu ifadenin π 'ye göre türevi alınırsa

$$\frac{dL}{d\pi} = -\alpha + 2\gamma\pi \quad (4)$$

elde edilir. (4) nolu eşitliğin sıfır olmasıyla toplumsal kayıp fonksiyonu minimize edileceğinden,

$$\pi = \frac{\alpha}{2\gamma\pi} \quad (5)$$

sonucuna ulaşılır.

Bağlayıcı olmayan ayarlanabilir politika ortamında, rasyonel beklentilere sahip özel karar birimleri merkez bankasının sürpriz enflasyon yaratabileceğinin farkında olduklarından, beklenen enflasyon fiili enflasyona ($\pi = \pi^e = \alpha/2\gamma\pi$) ve işsizlik doğal işsizlik oranına ($u = u^n$) eşit olacaktır.

Bu sonuç, bağlayıcı olmayan ayarlanabilir politika ortamlarında, özel kesimin politika otoritesinin ilan ettiği politikaya sadık kalmayacağını bilmesi ve bundan dolayı politika açıklamalarına güven duymaması nedeniyle, enflasyonun daha yüksek bir düzeyde olacağını ancak işsizlik (üretim) düzeyinin değişmeyeceğini ifade etmektedir. Barro-Gordon, bu sebeple, politika otoritesinin sürpriz enflasyon yaratma güdüsünün parasal kuralların taahhüt edilmesiyle engellenebileceğini ileri sürmektedirler.⁴⁵

Barro-Gordon'a göre, zaman tutarsızlığı problemi, özel kesimin politika yapımcıların taahhütlerine bağlı kalacaklarına inandıkları zaman politika otoritelerinin kuraldan cayma eğilimleri sebebiyle ortaya çıkmaktadır. Politika otoriteleri için ex-ante dönemde sıfır olan optimal enflasyon oranı, özel kesim beklentilerini oluşturduktan sonra ex-post olarak pozitif olmaktadır. A. Cukierman, politika yapımcıların pozitif enflasyon yaratma güdüsünün kısa vadede Phillips eğrisinin sunduğu üretim ve

⁴⁵ Barro and Gordon, p.599

istihdamı artırma olanağı, nominal borçları eritip senyoraj gelirlerini artırarak bütçe açıklarının finanse edilmesi, finansal istikrarı sağlama amacıyla merkez bankasının faiz oranlarına müdahalesi ve sabit kur rejimi altında yeterli döviz rezervi bulundurmaya yönelik ödemeler bilançosu güdülerine bağlı olarak ortaya çıktığını ifade etmektedir.⁴⁶

c. Anti Enflasyonist Politikalar ve Kredibilitenin Önemi

Para politikasının oluşum süreci oyun-teorik bir çerçevede ele alındığında ex-ante ve ex-post güdüler arasındaki farklılık, politika otoritesinin başlangıçta uygulayacağını açıkladığı programdan vazgeçerek zaman tutarsız bir davranış sergilemesinden kaynaklanmaktadır. Politika otoritesinin uygulayacağı programın başarısı özel kesimin politika otoritesinin yarın nasıl davranacağına ilişkin inançlarına bağlı olarak şekillenecektir. Bu durum özellikle anti enflasyonist politikaların başarısı ve sosyal maliyetlerinin azaltılması bağlamında, özel kesimin politika otoritesinin ilan ettiği programa duydukları güvene bağlı olarak oluşan kredibilite sorunu çerçevesinde ele alınmaktadır.

Kydland-Prescott analizi açısından bakıldığında, zaman tutarsızlığının varlığı kredibilitenin yokluğu anlamında tanımlanmaktadır. Bu yönüyle bağlayıcı sabit politika ortamında uygulandığında optimal olan politikalar, bağlayıcı olmayan politika ortamlarında doğan ex-post cayma güdüsü sebebiyle bir kredibilite sorunu taşımaktadır. Politika otoritesinin önceden ilan ettiği politikalarından vazgeçip özel kesimi kandırma güdüsü ile hareket etmesi rasyonel bekleyişlere sahip özel kesim nezdinde uygulayacağı politikaların güvenilir olmamasıyla açıklanmaktadır. En genel anlamda kredibilite, bu bağlamda uygulanacak politikaların bugünü ve gelecekteki yönü hakkında özel kesimin sahip olduğu inancın politika otoritelerinin başlangıçta ilan ettikleri programla tutarlılık derecesini ifade etmektedir. Bir diğer deyişle rasyonel karar birimlerinin uygulanacak

⁴⁶ Alex Cukierman, **Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence**, Cambridge: The MIT Press, 1992, p.1

politikaların başlangıçta ilan ettikleri haliyle bugün ve gelecekte yürütüleceğine dair inancı kredibilitenin varlığı olarak karşımıza çıkmaktadır.⁴⁷

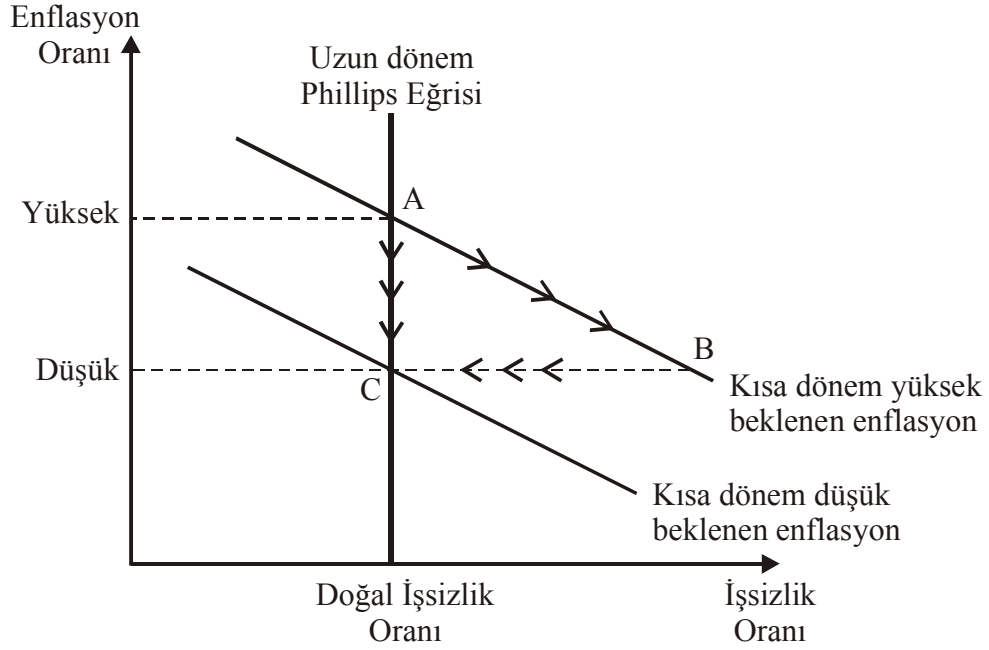
Kredibilitenin önemi anti-enflasyonist iktisat politikalarının üretim ve istihdam maliyetlerinin minimize edilmesi sürecine olan etkisinden kaynaklanmaktadır. Zira kısa dönem Phillips eğrisinin geçerli olması ve ücret ve fiyatlardaki yapışkanlığın para politikası değişikliklerine bekleyişlerin uyumunu yavaşlatması halinde fiyatlar genel düzeyinde azalma üretimin ve istihdamın gerilemesine neden olacaktır. Dolayısıyla enflasyonu düşürmeye yönelik politikaların üretim kaybı yaratması söz konusudur. Bu anlamda kredibilitenin önemi, uygulanacak anti-enflasyonist programa yönelik bekleyişleri olumlu etkileme ve programın tutarlı bir biçimde uygulanacağına dair güven oluşturmaktan kaynaklanır. İlan edilen anti-enflasyonist programın rasyonel özel karar birimleri nezdinde kredibiliteye sahip olması dezenflasyon sürecine bir tür bonus (hediye) olarak katkıda bulunması anlamına gelmektedir.⁴⁸

1970'li yıllar boyunca anti-enflasyonist politikaların uygun bir biçimde düzenlenmesi yönünde iki yaklaşım önerilmiştir. İlk yaklaşımı enflasyon oranında sürekli ve öngörülebilir bir azalışı içeren aşamalı strateji (gradualism) oluşturmaktadır ki Monetarist iktisatçılar tarafından önerilmektedir. İkinci yaklaşım ise Yeni Klasik iktisatçılar tarafından ileri sürülen ve enflasyon oranında hızlı (immediacy) ve öngörülemez bir biçimde azalmayı içeren bir programın uygulandığı şok (Cold Turkey) stratejidir. Bu iki politika önerisindeki temel farklılık, piyasanın yeni programa uyarlanma hızı ve dezenflasyonun yaratacağı maliyetler konusundaki görüş ayrılıklarından kaynaklanmaktadır. Farklılıklar ne olursa olsun her iki yaklaşımın başarısında rol oynayan temel unsur uygulanacak anti-enflasyonist politikaların özel kesim nezdinde taşıdığı kredibilitedir.⁴⁹

⁴⁷ K. Blackburn and M. Christensen, "Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence", **Journal of Economic Literature**, vol.27, No.1, March 1989, p.2

⁴⁸ Blackburn and Christensen, p.3

⁴⁹ Erdoğan, s.31



Şekil 1. Aşamalı ve Şok Strateji

Bu iki yaklaşım Şekil 1 yardımıyla şöyle açıklanabilir. Enflasyonu düşürme amacıyla politika otoritesinin bir program ilan ettiğini (policy announcement) varsayalım. Monetarist yaklaşım çerçevesinde izlenen sıkı para politikasına bağlı olarak para arzı daraldığında A noktasında dengede olan ekonomi B noktasına doğru yol alacaktır. Para arzındaki aşamalı daralma kısa dönemde işsizlik (üretim) maliyeti yaratacak ve fedakarlık oranı yükselecektir. Şayet özel kesim politika otoritesinin ilan ettiği programa sadık kalacağına inanırsa, uzun vadede ücret-fiyat oluşumlarını gerçekleştiren enflasyona göre ayarlayacak ve Phillips eğrisi aşağıya kayacak, ekonomi ise doğal işsizlik oranına geri dönecektir (C noktası).

Yeni Klasik yaklaşımda ise özel kesim ücret-fiyat oluşumlarını hemen ilan edilen program doğrultusunda hedeflenen enflasyona uyarlamaktadır. Haliyle ilan edilen program, parasal daralma sonucunda herhangi bir işsizlik (üretim) maliyeti yaratmayacak ve fedakarlık oranı sıfır olacaktır. Ekonomi A noktasından C noktasına

uzun dönem Philllips eğrisi boyunca hareket ederek düşük enflasyon - doğal işsizlik oranı dengesine oturacaktır.⁵⁰

Görüldüğü gibi, anti-enflasyonist programa duyulan güvene bağlı olarak enflasyonist beklentiler ne kadar düşük gerçekleşirse programın uygulanması ile doğacak üretim (istihdam) maliyetleri minimize edilecek ve topluma maliyeti o kadar düşük olacaktır. Bu yönüyle kredibilite faktörü ilan edilen programların başarısında beklentiler üzerindeki etkisi itibariyle kritik bir role sahip olmaktadır. İlan edilen programın güvenilir olmasını sağlayan faktörler ise üç başlık altında toplanabilir.⁵¹

Politika otoritelerinin kararlarını ve tahminlerini dayandırdığı verilerin sağlıklı olması, kalitesi, politika araçlarının kullanılabilirliği ve kontrol edilebilme gücü, politika otoritelerinin amaçlarının doğru bir biçimde belirlenmesi teknolojik kısıt faktörlerini oluşturmaktadır.

İdari-politik kısıtı oluşturan faktörler ise hükümetin gerekli yasaları uygulamaya koyma yeteneği, iktidarın program uygulayabilmek için yeterli zaman ufkuна sahip olup olmadığı, iktidarın gerek seçmen gerekse kendi içinden gelen politik baskılara dayanabilmesi ve programı savunabilme gücü gibi faktörlerden oluşmaktadır.

Uygulanacak programın güvenilirliğini tayin eden ve para politikası literatüründe ağırlıklı olarak ele alınan kısıtı ise stratejik kısıtlar oluşturmaktadır ki Kydland-Prescott tarafından ele alınan dinamik zaman tutarsızlığı problemini kapsamaktadır. Stratejik kısıtın altında yatan temel düşünce ise özel kesim davranışları ile merkezdeki politika yapımcıların davranışları arasındaki karşılıklı bağımlılığın politikaların oluşum sürecinde dikkate alınması gerekliliğidir. Kredibilitesi olmayan ve özel kesim nezdinde güvenilir olarak değerlendirilmeyen (dinamik olarak zaman tutarsızlığı yaratan) politikaların başarılı olması mümkün değildir.

⁵⁰ David Miles and A. Scott, **Macroeconomics Understanding the Wealth of Nations**, USA: John Wiley and Sons, 2002, pp.416-417

⁵¹ John Taylor, "Establishing Credibility: A Rational Expectations Viewpoint", **The American Economic Review**, vol.72, No.2, May 1982, p.83

Yukarıda açıklanan Kydland-Prescott ve Barro-Gordon analizleri ve Yeni klasik iktisadın rasyonel bekleyişler yaklaşımı kurallar-ihiyari politikalar tartışmasını, iktisat politikalarının uygulanmasında ne tür bir kuralın uygulanacağı, uygun politikaların nasıl düzenleneceği ve aktivist-ihiyarilik derecesinin ne olacağı, uygulanacak politikaların kurumsal boyutunun nasıl oluşturulacağı tartışmasına dönüşmüştür. Tüm bu sorular, politika otoritesi ile özel kesim arasındaki etkileşimin enflasyon oranını belirlediğini kabul eden ve para politikasını oyun teorik bir çerçevede ele alan pozitif para politikası ve enflasyon teorisi çerçevesinde ele alınmaktadır.

Para politikası ve enflasyonun oyun-teorik bir yaklaşımla ele alınması, sendikalarla yapılan toplu ücret pazarlıkları, devletin iç borçlanma stratejileri gibi süreçlerde fiyat belirleyici olan özel kesimin kararlarının para politikasının geleceğine ilişkin beklentileri içermesi halinde para otoritelerinin bu bekleyişleri dikkate alması gerekliliğini beraberinde getirmiştir. Enflasyon bekleyişleri ne kadar yüksek ise enflasyonu düşürmeye yönlendirilen para politikasının üretim-istihdam maliyetleri ve ex-post yüksek faiz oranlarının maliyeti de yüksek olacaktır. Üretim ve istihdam gibi reel değişkenlerin politika amaçları arasında yer alması durumunda, enflasyon bekleyişlerinin para politikası kararları ve enflasyon üzerinde önemli etkileri doğmaktadır. Tüm bunların sonucunda pozitif enflasyon teorisi çerçevesinde enflasyonun düşürülebilmesi enflasyon bekleyişlerinin düşürülmesi konusundaki başarıya bağlanmakta ve fiyat istikrarına yönelik her para politikası hedefleme stratejisi kredibilitiyi sağlamak durumunda kalmaktadır.⁵²

4. Enflasyonun Maliyetleri

Keynesgil-aktivist iktisat politikalarına yönelik entelektüel-teorik eleştirilerin yoğunlaştığı 1970'li yıllarda gelişmiş Batı ülkelerinde yaşanan enflasyon olgusunun, enflasyonun nedenleri, ortaya çıkış dinamikleri ve çözüm yollarına yönelik ilgiyi artırdığı gözlenmiştir. Buna bağlı olarak uygulanan anti-enflasyonist politikaların yaratacağı üretim ve istihdam maliyetleri, pozitif enflasyon teorisinin asıl uğraştığı

⁵² Telatar, s.151

konuyu oluşturmuştur. Ancak para politikasının öncelikli amacı olarak fiyat istikrarının daha açık olarak anlaşılabilmesi için bizzat enflasyonun kendisinin yaratacağı refah maliyetlerinin de ele alınması gerekmektedir.

Enflasyonun, ekonominin sağlıklı işleyişi ve sosyal açıdan arzulanır bir olgu olmadığı yönünde genel olarak ülke kamuoylarında sağlanan ortak bir kanı mevcuttur. R. Shiller'in A.B.D., Almanya ve Brezilya vatandaşı 677 kişilik bir örneklem üzerinde, insanların enflasyon ile ilgili düşünceleri ve enflasyonun sebepleri hususundaki görüşleri ile ilgili yaptığı çalışmanın bulgularına göre, ortak kanı, enflasyonun büyümeyi olumsuz etkileyerek halkın yaşam standartlarını düşürdüğü yönündedir. Buna bağlı olarak, enflasyonun yol açtığı diğer olumsuz etkenler sırasıyla, toplumda yalnız kendi çıkarını düşünen bireylerin çoğalması, ekonomik ve politik kaosa yol açması, dış rekabeti olumsuz etkilemesi, ulusal paranın itibarını ve ülkenin saygınlığını yitirmesine yol açması, toplumda moral değerleri olumsuz etkilemesi şeklinde sıralanmıştır.⁵³

Enflasyonun etkileri ve maliyetleri ekonomilerin kurumsal yapısı, enflasyonun özel karar birimleri tarafından öngörülebilir olup olmaması ve enflasyona yönelik uyum davranışlarının oluşup oluşmadığına bağlı olarak farklılık göstermektedir. Nitekim kronik enflasyon sorununun uzun süre yaşandığı ekonomilerin kurumsal yapısı, sürekli hale gelen enflasyona uyum sağlamak ve enflasyona karşı korunma güdüsüyle oluşan endeksleme mekanizmaları enflasyonun reel etkilerini ve maliyetlerini ortadan kaldırmaktadır. Buna karşılık tam olarak endekslenmiş bir ekonomide bile enflasyonun maliyetleri ortaya çıkabilmektedir.⁵⁴

Enflasyonun yarattığı refah maliyetleri, literatürde öngörülen ve öngörülmeyen enflasyon ayırımına bağlı olarak ele alınmaktadır. Öngörülen enflasyonda özel kesimin gelecekteki enflasyon oranları hakkında tam bilgiye sahip olması sözkonusudur ve daha çok enflasyonun mikroekonomik düzeyde yarattığı etkiler üzerinde durulmaktadır.

⁵³ Robert J. Shiller, "Why Do People Dislike Inflation?", **Cowles Foundation Discussion Paper**, No.1115, 1996

⁵⁴ Stanley Fischer, "Modern Approaches to Central Banking", **NBER Working Paper**, No.5064, March 1995, p.11

Öngörülmeven enflasyon ise daha çok enflasyonun yeniden dağıtıcı etkileri ve yarattığı belirsizlik boyutuyla değerlendirilmektedir. Makroekonomik düzeyde ise enflasyonun sürdürülebilir bir büyüme önünde engeller yarattığı vurgulanmaktadır.

a. Öngörülen Enflasyonun Maliyetleri

Öngörülen enflasyonun maliyetleri, ayakkabı-deri maliyeti (shoe leather cost), menü maliyetleri ve vergi sisteminde enflasyonun yarattığı bozulmalar (distortions) çerçevesinde ele alınmaktadır. Esas olarak öngörülen enflasyonun yarattığı maliyetlerin fiyat mekanizmasının etkin işleyişini engellediği ve kaynak tahsisini üretken olmayan faaliyet alanları lehine bozduğu ileri sürülmektedir.

Öngörülen enflasyonun en açık maliyeti, enflasyon dönemlerinde ellerinde para bulunduranların gizli bir enflasyon vergisine maruz kalmasıdır. Gerek nakit olarak elde tutulan paraya faiz ödemesinin yapılmaması gerekse nominal faiz oranlarındaki yükselişin elde para tutmanın alternatif maliyetini artırması nedeniyle para talebi optimal düzeyin altına düşmektedir. Bu durumda insanlar para çekmek için daha sık bankaya gidecekler ve artan işlem maliyetleri nedeniyle ayakkabı-deri maliyeti ortaya çıkacaktır. Para talebinin faiz esnekliği ve reel faizlerin düzeyi veri iken, %10'dan düşük enflasyon oranlarında söz konusu maliyetler GSMH'nin %0.1'in altında kalmaktadır. Enflasyon oranı %100'lerin üzerine çıktığında bu maliyetler artmakta ve GSMH'nin %1'inin üzerinde çıkmaktadır.⁵⁵

Öngörülen enflasyonun ikinci bir maliyeti firmaları fiyatları daha sık değiştirmeye zorlaması nedeniyle ortaya çıkan menü maliyetleridir. Menü maliyetleri bir yönüyle fiyatların sürekli değiştiği dönemlerde, firmaların fiyat kataloglarını değiştirmek zorunda kalmaları nedeniyle katlandıkları maliyetleri ifade etmektedir. Öte yandan firmaların fiyatlar genel seviyesindeki değişimleri aynı anda kataloglarına yansıtılmaları sebebiyle, genel fiyat seviyesini içermeyen farklı ürün fiyatlarının

⁵⁵ Fischer, "Modern Approaches....", p.12

varlığı, ekonomideki nispi fiyat dengesini ve dolayısıyla kaynak dağılımında etkinliği bozmaktadır.⁵⁶

Öngörülen enflasyonun üçüncü maliyeti enflasyon ile vergi sistemi arasındaki ilişki çerçevesinde ortaya çıkmaktadır. Vergi dilimlerinin enflasyona göre ayarlanmadığı ekonomilerde enflasyondaki yükselişler daha yüksek marjinal vergi oranları üzerinden vergilendirilmeye yol açmakta bu da sermayenin maliyetini artırmaktadır. Bu durumda sermaye sektörler arasında yanlış tahsis edilmekte ve işletmelerin finansman ve yatırım kararları olumsuz etkilenmektedir. Fischer'in hesaplamalarına göre enflasyon oranının %10 olması halinde, enflasyondan kaynaklanan vergi ile ilgili bozulmaların maliyeti GSMH'nın %2-3'ü civarındadır.⁵⁷ M. Feldstein tarafından yapılan hesaplamada ise enflasyonun 0 yerine %2 olması durumunda sözkonusu maliyetlerin GSMH'nın %1'i olacağı bulunmuştur.⁵⁸

Öngörülen enflasyonun yaratacağı maliyetler ile ilgili olarak belirtilebilir ki %5'in altında ılımlı bir enflasyon oranında sözkonusu maliyetlerin boyutu da ılımlı olmaktadır. Enflasyonun önemli maliyetleri ise insanların ve kurumların öngörülemeyen enflasyona uyum sağlayamadıkları durumlarda ortaya çıkmaktadır.

b. Öngörülemeyen Enflasyonun Maliyetleri

Öngörülebilir enflasyonun maliyetli bir olgu olduğu kabul edilmekle beraber, öngörülemeyen enflasyonun yarattığı refah maliyetlerinin daha yüksek olduğu ileri sürülmektedir. Öngörülemeyen enflasyonun daha yüksek maliyet yaratmasına yol açan temel unsur, enflasyonist mekanizmaların gerek ekonomideki nispi fiyatlar gerekse enflasyon oranı açısından taşıdığı değişkenlik ve belirsizlikten kaynaklanmaktadır.

Ekonomideki özel karar birimleri ve ekonomiyi oluşturan kurumlar cari ve gelecekteki fiyatların seyri hakkında tam bir bilgi ile donanmamışlarsa, alacakları tasarruf, üretim, yatırım, fiyatlama vb. kararlar etkinliğini yitirmektedir. Bu durumda,

⁵⁶ Abel and Bernanke, p.458

⁵⁷ Fischer, "Modern Approaches...", p.13

⁵⁸ Martin Feldstein, "The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability", **NBER Working Paper**, No.5469, February 1996, p.18

ekonomideki karar birimlerinin gözledikleri fiyat değişikliklerinin, nispi fiyatlarda mı yoksa fiyatlar genel düzeyindeki değişmelerden mi kaynaklandığı konusunda tam bilgi sahibi olamamaları, hane halklarının daha fazla tasarruf etmelerine, firmaların bazı mallardan daha fazla üretmelerine ya da işçilerin daha fazla emek arzetmelerine -ya da tüm bunların tersi- dolayısıyla ekonominin arz-talep dinamiklerinin uygun çalışmamasına neden olacaktır. Tüm bunlar ise fiyat mekanizmasının işleyişini ve kaynak dağılımında etkinliği bozacaktır.⁵⁹

Enflasyonun geleceğine ilişkin belirsizlik nispi fiyatları bozduğu gibi, ekonomik birimlerin reel-finansal aktif, uzun-kısa vade ile ilgili tercihlerini değiştirmektedir. Ekonomik birimler enflasyondan korunmak amacıyla birikimlerini, üretken olmayan altın, döviz, gayri menkul gibi spekülâtif alanlara yönlendirdiklerinden ekonominin kıt kaynaklarının üretken olmayan alanlara tahsis edilmesi üretken yatırımları azaltarak büyümei olumsuz etkilemektedir.

Yüksek ve sürekli enflasyon ortamında yaşayan yatırımcılar özellikle uzun vadeli sözleşmelerde enflasyon ortamının yarattığı belirsizlik nedeniyle yüksek risk primini faiz oranlarına ilave ederler. Bu durum ekonominin büyük ölçüde kısa vadeli sözleşmelerden oluşan bir zaman ufkuna sahip olmasına yol açmaktadır. Dolayısıyla, ekonominin kıt kaynakları üretken faaliyet alanlarından ziyade kısa vadeli finansal faaliyetlere kaymaktadır. Bu anlamda enflasyonun bir diğer önemli maliyeti finansal sektöre yapılan aşırı yatırımlardır.⁶⁰

Yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde, belirli miktarda reel mal ve hizmetle ilgili finansal işlemi gerçekleştirebilmek daha yüksek miktarda kaynağın sözkonusu

⁵⁹ Christopher Ragan, "On the Believable Benefits of Low Inflation", **Bank of Canada Working Paper**, No.98-15, September 1998, p.22. İktisadi ajanlar, mevcut fiyatları geleceğe yönelik karar alırken sinyal olarak kullanır. Enflasyon doğduğunda farklı fiyatlar farklı zamanda uyum sağladığından, fiyatların içerdiği "bilgi" niteliği ortadan kalkmaktadır. Fiyatların "bilgi" içermesinin kaybolması talebi daha az fiyat esnek yapmakta ve mark-up fiyatlama davranışlarını doğurmaktadır. Bu durum ılımlı enflasyon oranları için de geçerlidir. Laurence Ball and D. Romer, "Inflation and Informativeness of Prices", **Journal of Money, Credit and Banking**, vol.35, No.2, April 2003, p.177

⁶⁰ Telatar, s.12. Bu konu, 1990'lı yıllarda dünya ekonomisinde yaşanan finansal liberalizasyon sürecine paralel olarak meydana gelen finansal krizlerin, literatürde son yıllarda üzerinde durulan önemli bir boyutunu oluşturmaktadır.

işlemlerin yapılabilmesi için aktarılması anlamına gelmektedir. Enflasyonun yarattığı belirsizlikler nedeni ile finansal işlemlere girişen ekonomik birimler hem yüksek işlem maliyetlerine katlanmakta, hem de enflasyondan en iyi şekilde korunabilmek için daha fazla finansal hizmet talep etmektedirler. Bu durum banka-finans sisteminde bir büyümeyi beraberinde getirmekte ve sektörde enflasyonun getirdiği bir şişme oluşmaktadır.

W.B. English, 1975-1985 dönemi itibari ile 62 ülkeyi kapsayan çalışmasında, enflasyon oranında %10'luk bir yükselmenin finansal sektörün GSYİH içindeki payını %1 ile 1/3 arasında artırdığını hesaplamıştır.⁶¹ Öte yandan enflasyonun finansal sektörün büyüklüğüne olan etkisi belirli bir enflasyon eşiği aşıldığında doğrusal olmayan bir karakter sergilemektedir. Eğer enflasyon yeterince yüksekse tüm işlemler para olmaksızın yapılmakta ve enflasyondaki yükseliş sürse bile, finansal sistemin büyüklüğüne olan etkisi ortadan kalkmaktadır. P.L. Rousseau ve P. Wachtel tarafından yapılan 1960-1995 dönemi için 84 ülkeyi kapsayan çalışmada enflasyon oranında %13-25 arasındaki eşik aşıldığında, finansal sektör büyüme ilişkisinin ortadan kalktığı saptanmıştır.⁶²

Finansal sektörün tasarruf sahipleri ile girişimciler arasında fon aktarımını sağladığı ve büyümenin finansmanını gerçekleştiren mekanizma olduğu düşünüldüğünde, sektörün etkinliğinin de enflasyondan olumsuz etkilendiği gözlenmektedir. Sektör, enflasyonist ortamlarda uzun vadeli yatırımları finanse etmektense, kısa vadeli likit portföy oluşumlarına aracılık hizmeti vermektedir. J. Boyd, R. Levine ve B. Smith tarafından yapılan 1960-1995 dönemi için 100 ülkeyi kapsayan çalışmada düşük ve ılımlı enflasyon ortamında bile enflasyon ile özel kesime açılan krediler arasında ters yönlü ilişki olduğu, enflasyon yükseldikçe finansal piyasalardaki dalgalanmaların (volatility) arttığı, enflasyonun %15 eşik değerini aştığında finansal

⁶¹ William B. English, "Inflation and Financial Sector Size", **Journal of Monetary Economics**", vol.44, Issue3, December 1999, p.391

⁶² Peter L. Rousseau and P. Wachtel, "Inflation Thresholds and the Finance Growth Nexus", **Journal of International Money and Finance**, vol.21, Issue 6, November 2002, p.777

sektörün etkinliğinin azaldığı ve enflasyondaki marjinal artışların finansal sektör ile ilişkisinin koptuğu sonuçlarına ulaşılmıştır.⁶³

Burada belirtilmesi gereken husus, bir sektörün enflasyon nedeniyle aşırı gelişmiş olması nedeni ile, sektörün aşırı büyümesine neden olan faktörün ortadan kaldırılmasının, bir diğer deyişle yüksek enflasyondan fiyat istikrarına geçiş sürecinin, diğer sektörlerle kaynak transferi yaratması ve sonuçta ilgili sektörde iflaslara ve işsizliğe neden olacağıdır. Bu durum fiyat istikrarına geçiş için önemli bir gerekçeyi oluşturmaktadır. Enflasyonun düşük ve istikrarlı olduğu ortamlarda bu tarz maliyetlerin ortaya çıkma olasılığı düşüktür ve mücadele edilmesi daha kolaydır. Dolayısıyla uzun süreli yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde düşük enflasyona geçiş sürecinin aşamalı bir şekilde gerçekleştirilmesi gerekmektedir.⁶⁴

Öngörülemeyen enflasyon ekonomide yarattığı belirsizlik ve kaynak dağılımını olumsuz etkilemesi durumunda, bireyleri para aldanımına uğratarak aldatıldıkları hissine kapılmalarını sağlamaktadır. İnsanlar satın alma güçleri gerçekte artmamasına rağmen nominal gelirlerindeki artışı reel artış gibi değerlendirerek harcamalarını artırırlar. Ancak artan nominal gelirlerinin eskisinden daha az mal ve hizmet satın alabildiğini görünce aldatıldıkları hissine kapılırlar.⁶⁵

Yeniden dağıtım etkileri itibari ile enflasyon, gelir ve servetin dağılımına da olumsuz etkide bulunur. Kamu-özel sektör, borçlu-alacaklı, sermayedar-hizmetli gibi aktörler arasında enflasyon sebebi ile yaşanan gelir ve servet kaymaları toplumsal gruplar arasında yarattığı çatışmalar itibariyle yüksek sosyal maliyet yaratmaktadır.

Bu konuda S. Fischer ve W. Easterly tarafından Dünya Bankası için yapılan 38 ülkede 31869 hanehalkını kapsayan çalışmada enflasyonun zenginlere nazaran fakirler

⁶³ John H. Boyd,, R. Levine and Bruce D. Smith, "Inflation and Financial Market Performance", **FED of Cleveland Working Paper**, No.573D, October 1996, pp.2-3. Finansal sektör enflasyon nedeniyle büyümesine rağmen bu büyüme sektörün derinleştiği ve reel üretim ve yatırım faaliyetlerini desteklediği anlamına gelmemektedir. Enflasyon arttığında bankaların özel kesime açtığı kredilerde bir azalma gözlenmektedir. Mariano Tommasi, "On High Inflation and the Allocation of Resources", **Journal of Monetary Economics**, vol.44, Issue3, December 1999, p.417

⁶⁴ Telatar, s.13

⁶⁵ Ragan, p.26

tarafından daha fazla ulusal bir sorun olarak görüldüğü ve yüksek enflasyonun gelir dağılımını fakirler aleyhine ciddi şekilde bozduğu belirtilmektedir.⁶⁶ D. Romer ve C. Romer'de uzun süreli yüksek enflasyonun fakirler arasında işsizliği artırdığı, düşük enflasyonun ise görece olarak fakirlerin gelirlerini artırdığı sonucuna varmışlardır.⁶⁷

Bir bütün olarak enflasyonun ekonomiye etkileri analiz edildiğinde, enflasyon oranının yüksek ve dalgalı (volatile) olduğu ortamlarda, ekonomide ortaya çıkan belirsizlikler, en yüksek maliyeti yaratmaktadır. Fiyatlar genel düzeyinin istikrarlı olduğu ekonomilerde çeşitli mal gruplarındaki fiyat değişimleri, o mal gruplarındaki arz-talep yapısına yönelik sinyal niteliği taşırlar. Ancak enflasyon oranı arttıkça çeşitli mal gruplarında görülen fiyat artışlarının içerdiği sinyaller etkinliğini kaybeder. Nispi fiyat hareketlerinin etkinliğinin kaybolması makroekonomik düzeyde ekonominin uzun dönemli büyüme performansının olumsuz etkilenmesine yol açmaktadır. Bu sebeple enflasyonun büyüme üzerindeki etkilerinin incelenmesi gerekmektedir.

c. Enflasyon ve Büyüme

Enflasyon ve büyüme arasındaki ilişkinin, dünya ekonomisinin içinde bulunduğu dönemlere göre değişiklik gösterdiği gözlenmektedir. Daha önce belirtildiği üzere Phillips eğrisinin geçerli olduğu 1960'lı yıllarda birçok ülkede enflasyonun büyümeyi olumlu etkilediği düşüncesi gerek iktisatçılar gerekse politika uygulayıcıları arasında kabul edilmekteydi. Ancak 1970'li yıllarda gelişmiş Batı ülkeleri ve 1980'li yıllarda Latin Amerika ülkelerinde yaşanan yüksek enflasyon oranlarının büyümeyi olumsuz etkilediği görülmüş ve bu yöndeki görüşler yaygınlık kazanmıştır.

Enflasyonun büyüme üzerindeki etkilerini ele alan çalışmalarda esas olarak belirli bir eşik değerinin (%40 gibi) üzerindeki enflasyonun ülkenin uzun dönem büyümesi üzerinde olumsuz etkide bulunduğu yönünde iktisatçılar arasında bir uzlaşma sözkonusu olmasına rağmen, düşük (ılımlı) enflasyon oranlarının büyüme üzerindeki etkisi

⁶⁶ Stanley Fischer and W. Easterly, "Inflation and the Poor", **World Bank Policy Research Working Paper**, No.2335, May 2000, pp.3-4

⁶⁷ David Romer and C. Romer, "Monetary Policy and the Well Being of the Poor", **NBER Working Paper**, No.6793, November 1998, p.2

hususunda daha az bir uzlaşa sözkonusudur. Bu durum, gerek tek tek ülkelere ait uzun dönemi kapsayan zaman süresi analizlerinde gerekse ülkelerarası büyüme oranlarının karşılaştırıldığı çalışmalarda, seçilen ülkelerde enflasyon oranlarının farklılığı, enflasyon büyüme ilişkisinin karmaşıklığı, ilişkide doğrusallığın bulunmayışı, büyümenin diğer belirleyicileri arasındaki etkileşimler ve kısa vade büyüme oranı ile durgun durum (steady-state) büyüme oranı arasındaki farklılıklardan kaynaklanmaktadır.⁶⁸

S. Fischer'in 1961-1988 dönemi için 80 ülkeyi kapsayan çalışmasında elde edilen bulgulara göre enflasyon oranında %10'luk bir artış (%5'ten %15'e yükselme gibi) büyüme oranını yıllık %1.25, ekonominin verimliliğini %0.18 oranında düşürmektedir.⁶⁹ R. Barro'nun 1960-1990 dönemi için 100 ülkeyi kapsayan çalışmasında ise enflasyon oranının %10 artması halinde reel GSYİH büyüme oranının yıllık %0.2-0.3 oranında, yatırımların GSYİH'ya oranının ise %0.4-0.6 oranında azalacağı sonucuna ulaşılmıştır. Barro, istatistiksel olarak anlamlı sonuçların yüksek enflasyon düzeyleri için daha geçerli olduğunu belirtmektedir. Öte yandan Barro, uzun dönem enflasyon oranında %10'luk bir artışın reel GSYİH'yı %4 - %7 oranları arasında düşüreceğini ve ortaya çıkan bu maliyetin fiyat istikrarının para politikasının uzun dönemli amacı olması gerekliliğini haklı çıkararak bir sonuç olduğu üzerinde durmaktadır.⁷⁰

Enflasyon-büyüme ilişkisini çok sayıda ülkeyi biraraya getirmek suretiyle değerlendiren çalışmalardan elde edilen sonuçlara, farklı gelişmişlik düzeyine sahip ülkeler için ilişkinin değişebileceği ve ancak belirli bir eşik enflasyon düzeyi aşıldığında enflasyon-büyüme ilişkisinin ters yönlü olabileceği yönünde eleştiriler geliştirilmiştir. Bu durumda farklı enflasyon platolarında enflasyon-büyüme ilişkisi farklı dinamikler sergileyebilecektir.

⁶⁸ Atish Ghosh and S. Phillips, "Inflation, Disinflation and Growth", **IMF Working Paper**, No.98-68, 1998, p.5

⁶⁹ Stanley Fischer, "The Role of Macroeconomic Factors in Growth", **Journal of Monetary Economics**, vol.32, No.3, December 1993, p.506

⁷⁰ Robert Barro, "Inflation and Economic Growth", **NBER Working Paper**, No.5326, October 1995, p.1

M. Bruno ve W. Easterly enflasyon ve büyüme arasında negatif bir ilişkinin ancak yüksek frekans zaman serisi verileri ile birleştirilerek ortaya çıkan panel veri setinde gözlenebildiğini, kesit veriler (cross-sectional) bazında ters yönlü ilişkinin geçerli olduğunu ortaya koymaktadırlar. Ayrıca eşik değeri olarak enflasyon oranı %40'ı aştığında negatif ilişkinin doğduğunu, yüksek enflasyonlu kriz dönemlerine ait veriler dışarıda bırakıldığında, ilişkinin gözlenmediğini vurgulamaktadırlar.⁷¹ M. Khan ve A. Senhadji, gelişmiş ve gelişmekte olan 140 ülke için 1960-1998 dönemini kapsayan çalışmalarında, enflasyonun büyüme açısından olumsuz etkilerinin gelişmiş ülkeler için %1-%3, gelişmekte olan ülkeler için %11-12 düzeylerinde ortaya çıktığını saptamışlardır.⁷²

Enflasyon ve büyüme arasındaki ilişkiyi ele alan çalışmalarda dikkat çekilen bir diğer nokta ilişkinin doğrusal olmadığına yöneliktir. A. Ghosh ve S. Phillips'in 1960-1996 dönemi için 145 ülkeyi kapsayan çalışmalarında %2-%3'ten daha düşük enflasyon oranlarının büyüme ile pozitif ilişki içinde olduğu, öte yandan enflasyon oranının %10'dan %20'ye yükselmesi halinde büyümede meydana gelecek düşüşün, enflasyonun %40'tan %50'ye yükselmesi halinde meydana gelecek düşüşten daha büyük olacağı sonucuna ulaşmışlardır.⁷³ Ghosh ve Phillips'in bulgularına göre enflasyonun %80'lerden %20'lere indirilmesi ile elde edilen büyüme kazanımı %0.5 civarında iken, %20'lerden tek haneli rakamlara indikçe kazanım %2'lere yükselmektedir.⁷⁴ Bu sonuç fiyat istikrarının sağlandığı düşük enflasyon ortamlarında büyümenin olumlu etkileneceği yargısını desteklemektedir.

Enflasyon ile ekonominin uzun dönemli büyüme potansiyelinin belirleyicileri arasındaki ilişkiler ele alındığında, 1990'lı yıllarda geliştirilen içsel büyüme modelleri enflasyonun kaynakların dağılımı üzerindeki olumsuz etkilerine dikkat çekmektedirler.

⁷¹ Michael Bruno and W. Easterly, "Inflation Crises and Long Run Growth", **NBER Working Paper**, No.5209, August 1995, p.25

⁷² Mohsin S. Khan and A. S. Senhadji, "Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth", **IMF Staff Papers**, vol.48, No.1, 2001, p.19

⁷³ Ghosh and Phillips, p.3

⁷⁴ Atish Ghosh and S. Phillips, "Warning: Inflation may be Harmful to Your Growth", **IMF Staff Papers**, vol.45, No.4, 1998, p.705

Bu bağlamda daha önce ele alınan finansal sektöre yapılan aşırı yatırımların ekonominin uzun dönemli büyüme potansiyeline olan etkileri araştırılmaktadır.⁷⁵

G. Mehrez ve M. Frenkel tarafından yapılan çalışmalarda, enflasyon uzun dönemli büyüme oranını etkileyen değişken olarak dinamik modellerde ele alınmaktadır. Buna göre, yeni teknoloji ve sermaye malları üreten araştırma sektörü, imalat sektörü ve finansal sektörü içeren üç sektörlü bir modelde, 17 ülkeyi 1960-1992 dönemi için kapsayan çalışmada enflasyon oranındaki yükselişlere bağlı olarak finansal sektörün büyüdüğü, imalat sektörü ve araştırma sektörü ile finansal sektör arasındaki ücret farklılıklarında oluşan artışa bağlı olarak yetenekli iş gücünün finansal sektöre kaydığı sonuçlarına ulaşılmıştır. Ayrıca yüksek enflasyonun araştırma ve imalat sektörünün payını küçülterek ekonominin büyüme potansiyelini düşürdüğü saptanmıştır.⁷⁶

Belirtilmesi gereken önemli bir nokta enflasyonun düzeyi kadar değişkenliğinin ve belirsizliğinin de büyüme üzerinde olumsuz etkilerinin bulunduğu.⁷⁷ Özellikle yüksek enflasyon oranlarında enflasyon ve enflasyon belirsizliği arasında pozitif bir ilişki mevcuttur. Enflasyon belirsizliği arttıkça özel karar birimlerinin, enflasyonla mücadele edilip edilemeyeceğine yönelik kuşku artmakta, enflasyonla mücadeleden vazgeçildiğinin rasyonel karar birimleri tarafından anlaşılması yüksek enflasyon sürecinin sürekli hale gelmesine neden olmaktadır.⁷⁸

⁷⁵ Ragan, p.7. Neo-klasik büyüme modellerinde enflasyonun sadece hasıla üzerindeki etkileri görülürken içsel büyüme modellerinde enflasyon büyümenin uzun dönemli belirleyicilerinden biri olarak değerlendirilmekte ve enflasyonun sektörlerarası kaynak dağılımına etkisi ve büyümenin reel unsurları ile ilişkisi ele alınmaktadır. Ragan bu konuda teorik katkıları eleştirel bir biçimde değerlendirmektedir. Ayrıca finans-büyüme ilişkisi için Finance and Real Economic Activity, 27th Annual Economic Policy Conference Proceedings, **FED of St. Lois Review**, vol.85, No.4, July-August 2003

⁷⁶ Gil Mehrez and M. Frenkel, "Inflation and Endogenous Technological Growth", **Georgetown University Working Paper**, No.98-09, 1998, p.3. Çalışmada yüksek enflasyon ile Ar-Ge faaliyetleri arasında negatif korelasyonun varlığına da işaret edilmektedir.

⁷⁷ Literatürde değişkenlik (volatility) ve belirsizlik (uncertainty) kavramları sıklıkla birbirleri yerine kullanılmaktadır. Yüksek enflasyon ve enflasyondaki değişkenlik (volatility) arttıkça büyüme negatif bir biçimde etkilenmektedir. Ruth Judson and A. Orphanides, "Inflation, Volatility and Growth", **FED Finance and Economics Discussion Series**, No.96-19, May 1996, p.12

⁷⁸ Burada vurgu para politikasının geleceğine ilişkin belirsizliğin yüksek olduğu durumlarda ve enflasyonist süreç sürekli hale geldiğinde beklentilerin yüksek enflasyon doğrultusunda atalet (inertia)

Enflasyonun maliyetleri ve büyüme üzerindeki etkileri üzerine yapılan çalışma ve tartışmalar, enflasyon ortamının fiyat istikrarına ulaşma yönünde bir engel oluşturduğunu ortaya koymaktadır. Bu anlamda iktisatçılar ve politika yapıcılar arasında sürdürülebilir bir büyüme ortamının sağlanabilmesi için enflasyonun düşük (ılımlı) düzeylerde seyretmesi ve fiyat istikrarının gerçekleştirilmesi gerekliliği konusunda geniş bir uzlaşımın doğduğu gözlenmektedir.

B. Para Politikasının Birincil Amacı Olarak Fiyat İstikrarının Anlamı

Fiyat istikrarının para politikasının birincil ya da öncelikli amacı haline gelmesinde temel etken, piyasa ekonomisinin etkin kaynak dağılımını sağlayabilmesi ve uzun vadeli nominal ücret-fiyat anlaşmaları ve finansal sözleşmelerin yapılabilmesi için istikrarlı bir makroekonomik ortamın oluşturulması gerekliliğidir. Bu anlamda, gerek politika yapıcılar gerekse akademisyenler arasında fiyat istikrarının önemi ve kurumsal içeriği hususunda yaygın bir görüş birliği olmasına rağmen para politikası hedefleme stratejisinin yürütülmesi ile ilgili operasyonel konularda farklı yaklaşımların bulunduğu görülmektedir.

Kavramsal düzeyde A.B.D. Merkez Bankası başkanı Alan Greenspan'ın tanımıyla fiyat istikrarı iktisadi ajanların tüketim, tasarruf ve yatırıma yönelik kararlarında fiyatlar genel düzeyindeki değişmeyi dikkate almadıkları durumu ifade eder.⁷⁹ Benzer bir tanımlamayla A. Blinder, kişilerin günlük işlerini yürütürken enflasyon hakkında konuşmayı bıraktıklarında fiyat istikrarının sağlandığını belirtmektedir.⁸⁰ Bu tanımlamalar çerçevesinde fiyat istikrarı iktisadi ajanların karar alma süreçlerini olumsuz etkilemeyen ve geleceği görebilmelerini sağlayan bir enflasyon oranına karşılık gelmektedir.

kazanmasına yapılmaktadır. Laurence Ball, "Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty", **NBER Working Paper**, No.3224, January 1990, pp.22-23

⁷⁹ Alan Greenspan, "Opening Remarks", iç. **Achieving Price Stability**, A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, August 29-31 1996, p.1

⁸⁰ Alan Blinder, "What Central Bankers Could Learn....", pp.4-5

Fiyat istikrarının kavramsal düzeyde tanımlanmasıyla anlamı hususunda bir çerçeve çizilmesine karşın, iktisadi ajanların karar alma sürecinde dikkate almayacakları enflasyon oranının ne olduğu konusu halen tartışılmaktadır. Tartışmaların eksenini sıfır enflasyonun mu yoksa pozitif bir enflasyon oranının mı fiyat istikrarının varlığını ortaya koyduğu sorunu oluşturmaktadır.

1. Sıfır Enflasyon-Pozitif Enflasyon Tartışması

Sıfır enflasyon lehine argümanlar, fiyat istikrarının kavramsal içeriğiyle örtüşmektedir. Eğer fiyatlar genel düzeyinde bir değişme yoksa, dolayısıyla enflasyon oranı sıfır ise, iktisadi ajanların karar alma süreçlerinde enflasyonu dikkate almalarına gerek kalmayacaktır ve tanım gereği fiyat istikrarı gerçekleştirilmiş olacaktır.⁸¹ Buna karşın, literatürde, sıfır enflasyonun fiyat istikrarı anlamına gelmediği ve düşük pozitif enflasyon oranlarının lehine, enflasyonun ölçümündeki güçlükler ve deflasyon riskinin doğuracağı asimetrik zarar olmak üzere iki temel argüman ileri sürülmektedir.

a. Enflasyonun Ölçümündeki Güçlükler

Enflasyonun kesin bir doğrulukla ölçümündeki teknik zorluk resmi tüketici fiyatları endeksi (TÜFE) baz alınarak elde edilen enflasyon oranlarının, gerçek enflasyon oranını, sabit ağırlıklı ikame sapmasını yeterli ölçüde hesaplamının güçlüğünden dolayı abartma eğilimi taşımasından kaynaklanmaktadır. TÜFE'den elde edilen enflasyon oranları yukarıya doğru sapmalı (measurement bias) olduğundan gerçek enflasyon oranı ölçülen enflasyon oranından daha düşük bir oranı ifade etmektedir.⁸² Endekslerde yukarı doğru sapmanın nedenleri arasında mal ve hizmetlerin kalitesindeki değişimlerin endekslere yansımaması, yüksek teknoloji ürünü yeni malların endekslere girmemesi, piyasadaki mal ve hizmetleri temsilen oluşturulan

⁸¹ William Poole, "Is Inflation too Low", **FED of St.Louis Review**, vol.81, No.4, July-August 1999, p.4. Poole, %2 enflasyonun hedeflenmesiyle %2.5 enflasyonun hedeflenmesi arasında anlamlı bir fark olmadığından hareketle, düşük pozitif enflasyon oranlarının hedeflenmesi lehine argümanları tartışmaya açmakta ve sıfır enflasyon lehine sonuçlar çıkarmaktadır.

⁸² Allan Crawford, Jean-François Fillion, Theresa Lafleche, "Is the CPI a Suitable Measure for Defining Price Stability", **Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy**, Proceedings of a Conference Held by Bank of Canada, Canada, 1997, p.3

sepetlerin içeriğinin ve ağırlıklarının sabit olması nedeniyle ikame ve gelir etkilerinin gözardı edilmesi gibi faktörler sayılabilir.⁸³

Endekslerdeki sapmalara ilişkin hesaplamalarda ABD için %1 oranının altından %2'ye kadar sapmaların yayıldığı hesaplanmıştır. Kanada ve İngiltere için yapılan tahminler, sapmanın %0.5 ile %1 arasında değiştiğini ortaya koymaktadır.⁸⁴ Bu sonuçlar, sıfır enflasyon oranını hedeflemiş bir merkez bankasının bile ölçülen enflasyon için sıfırdan büyük bir değeri dikkate alması gerekliliğini açıklamaktadır.

b. Deflasyon Riskinden Kaynaklanan Asimetrik Zarar

Düşük pozitif enflasyon oranlarının fiyat istikrarının göstergesi olarak ele alınabileceği lehine ikinci argüman, fiyat istikrarlarını sağlamaya çalışırken ekonomiyi deflasyona sokma riskiyle doğabilecek asimetrik zarardır. Bu anlamda sıfır enflasyonun belirli bir miktar altında bir enflasyon oranına ulaşılmasının reel ekonomiye maliyetleri, sıfır enflasyon oranının aynı miktarda aşılmasıyla doğacak maliyetlerden büyüktür. Dolayısıyla düşük pozitif düzeylerde enflasyon oranları deflasyona karşı bir güvence sağlamaktadır.⁸⁵ Bu argüman, nominal ücretlerin aşağıya doğru rijitliği (downward nominal wage rigidity) ve kısa dönem nominal faiz oranlarının alt sınırının sıfır olması (the zero bound on nominal interest rates) argümanları ile desteklenmektedir.

Nominal ücretlerde aşağıya doğru bir rijitlik varsa, reel ücretlerdeki azalma ancak enflasyon yoluyla mümkündür. Bu anlamda pozitif bir enflasyon oranı hem reel ücretlerin esnekliğini artırmakta hem de olası şoklar karşısında emek piyasasının dengeye daha kolay yönelmesine ve uyum maliyetlerinin azalmasına yol açmaktadır. Ancak çok düşük bir enflasyon oranı reel ücretlerin esnekliğini azaltarak emek piyasasının sağlıklı işlemini engelleyecektir. Bu durumda düşük enflasyon

⁸³ Angus Deaton, "Getting Prices Right: What Should Be Done", **Journal of Economic Perspectives**, vol.12, No.1, Winter 1998, pp.27-36. Bu konuda yapılan tartışmalar için ilgili dergideki sempozyum bildirilerine bakılabilir.

⁸⁴ Stanley Fischer, "Why Are Central Banks Pursuing Long Run Price Stability?", iç. **Achieving Price Stability**, p.20

⁸⁵ Frederic S. Mishkin, "Issues in Inflation Targeting", iç. **Price Stability and Long Run Target for Monetary Policy**, p.209. Literatürde bu durum para politikasının aynı zamanda deflasyonist bir eğilime de sahip olduğu şeklinde değerlendirilmektedir.

oranlarında, düşük enflasyon yüksek işsizlik oranı arasında uzun vadeli değiş-tokuş sözkonusu olacaktır.⁸⁶

Bu konuda G. Akerlof, W. Dickens ve G. Perry tarafından yapılan çalışmada nominal ücretlerdeki aşağıya doğru rijitlik sebebiyle, enflasyon oranının %3'ten sıfıra düşürülmesi durumunda sürdürülebilir işsizlik oranının %2.6 oranında artacağı ve emek piyasasının tahsis edici etkisinin azalacağı ortaya konulmaktadır.⁸⁷

Belirtilmesi gereken önemli bir nokta, düşük enflasyonun ekonominin çarklarını yağlayıcı etkilerinin olmasına rağmen (grease the wheels) belirli bir enflasyon oranı aşıldığında olumsuz etkilerin (sand effects) doğacağı gerçeğidir. C. Wyplosz tarafından yapılan çalışmada Euro bölgesi için %4'lük enflasyon oranından sonra yağ (grease) etkisine kum (sand) etkisinin baskın geldiği ortaya konulmuştur. Bu anlamda her iki etkinin boyutu ekonomilerin maruz kaldığı reel ve nominal şoklara ve nominal rijitliklerin düzeyine bağlı olarak değişmektedir. Fiyat istikrarı için uygun olan enflasyon oranı şoklar ve rijitlikler arasındaki dengeye bağlı olarak şekillenmektedir.⁸⁸

Ekonomide fiyat istikrarını sağlarken deflasyondan doğabilecek asimetrik zararları ortaya koyan ikinci argüman, nominal faiz oranlarının alt sınırının sıfır olması sebebiyle, enflasyon oranı sıfır olduğunda para politikası aracılığıyla kısa vadeli reel faiz oranlarını negatif kılarak resesyonu dengeleyebilme imkanının ortadan kalkacağıdır. Bu anlamda beklenen enflasyon oranının sıfır olması halinde reel faiz oranlarının negatif olması mümkün olmamaktadır. Haliyle nominal faiz oranlarının

⁸⁶ Jose Vinals, "Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment", iç. **Why Price Stability**, First ECB Central Banking Conference, ECB, November 2001, pp.130-132

⁸⁷ George Akerlof, William Dickens and George Perry, "The Macroeconomics of Low Inflation", **Brookings Papers on Economic Activity**, No.1, 1996, p.51. Sıfır enflasyonun ya da düşük enflasyondan fiyat istikrarına geçişin ve fiyat istikrarına karşılık gelen enflasyon oranının belirlenmesi, emek piyasasının kurumsal yapısı, ücret oluşumunda sendikaların gücü gibi faktörler bağlamında ele alınmaktadır. Sıfır enflasyonu sağlamanın maliyeti Avrupa ekonomilerinde emek piyasaları daha katı olduğu için A.B.D.'ye göre daha yüksektir. Steinar Holden, "Monetary Policy and Nominal Rigidities under Low Inflation", **Cesifo Working Paper**, No.481, May 2001, p.30

⁸⁸ Charles Wyplosz, "Do We Know How Low Should Inflation Be?", iç. **Why Price Stability**, pp.15-33 ve Stephen G. Cecchetti and Erica L. Groshen, "Understanding Inflation: Implications for Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No.7482, January 2000, p.28. Düşük düzeylerde enflasyonun emek piyasasının sağlıklı işleyişi açısından gerekliliği düşüncesi James Tobin'e kadar gitmektedir. Bu sebeple düşük enflasyonun "yağ" etkisi ile Tobin'e "kum" etkisi ile de M. Friedman'a atıfta bulunmaktadır.

yeteri kadar yüksek olmaması hem ekonomik canlanmanın sağlanmasını engellemekte hem de para politikasının negatif reel faiz oranını yönetmesinin güçleşmesi sebebiyle etkinliği kaybolmaktadır.⁸⁹

Bu konuda G. Coenen, A. Orphanides ve V. Wieland tarafından yapılan çalışma, enflasyon oranı %2 seviyesinde iken kısa vadeli parasal faiz oranının maliyetlerinin ihmal edilebilir olduğunu, buna mukabil, %0 ve %1 gibi daha düşük enflasyon oranlarında ekonomik performansın azalacağını ve üretim değişkenliğinin artacağını ortaya koymaktadır. Böyle bir ortamda para politikasının yürütülmesinde bildik süreçler geçerliliğini yitirecek ve para politikasının enstrümanı olarak faiz oranının işlevi ortadan kalkacaktır.⁹⁰

Değinilmesi gereken bir nokta, deflasyon nedeniyle finansal piyasalarda doğacak istikrarsızlıkların ekonomiye ciddi maliyetler yükleyeceği gerçeğidir. Özellikle sanayileşmiş ülkelerde, borç sözleşmeleri genellikle uzun vadeleri kapsadığından deflasyon firmaların ve hane halklarının reel borçlarını artırmakta ve söz konusu ekonomik birimlerin net değerlerinin azalmasına ve bilançolarının bozulmasına yol açmaktadır. Bu ise ters seçim (adverse selection) ve ahlaki zafiyet (moral hazard) sorunları aracılığıyla finansal sistemdeki istikrarsızlıkların yayılmasını beraberinde getirmektedir.⁹¹

⁸⁹ Lawrence Summers, "How Should Long-term Monetary Policy Be Determined", **Journal of Money, Credit and Banking**, vol.23, No.3, August 1991, p.625. Deflasyonun belirleyicileri, riskleri ve maliyetleri ve dünya ekonomisinde yaşanan tecrübeler için Deflation: Determinants, Risks and Policy Options-Findings of An Interdepartmental Task Force, **IMF**, April 2003

⁹⁰ Günter Coenen, Athanasios Orphanides and Volker Wieland, "Price Stability and Monetary Policy Effectiveness When Nominal Interest Rates Are Bounded At Zero", **ECB Working Paper Series**, No.231, May 2003, p.21. Bu konuda kapsamlı bir inceleme için Tony Yates, "Monetary Policy and Zero Bound to Interest Rates: A Review", **ECB Working Paper Series**, No.190, October 2002

⁹¹ Mishkin, "Issues in Inflation Targeting", p.205. Bu konuda en güncel örnek 1990'lı yıllarda Japon ekonomisinin karşılaştığı durum dahilinde, alınan tüm parasal ve mali tedbirlerin sıfır alt sınırlı parasal faiz oranları sebebiyle ekonomiyi deflasyona sürüklenmekten kurtaramamasıdır. Öte yandan finansal piyasalarda yaşanan istikrarsızlıkları tüketici enflasyonu yansıtmamaktadır. Bu bağlamda 1990'lı yıllarda yaşanan finansal globalleşme ve artan sermaye hareketleri nedeniyle, finansal kökenli istikrarsızlıkların giderilmesi için merkez bankalarının fiyat istikrarı amacına destek olacak şekilde finansal istikrarı da dikkate almaları gerektiği üzerinde durulmaktadır. Mario I. Blejer, "Central Banks and Price Stability: Is a Single Objective Enough?", **Journal of Applied Economics**, vol.I, No.1, November 1998, p.106

2. Fiyat Düzeyi Hedefi-Enflasyon Oranı Hedefi

Fiyat istikrarından ne anlaşılması gerektiği üzerine yapılan tartışmaların bir diğer eksenini fiyat istikrarı ile fiyat düzeyinin (price level) istikrarının mı yoksa düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının mı kastedildiği sorunu üzerinde yapılan tartışmalar oluşturmaktadır. Fiyat düzeyi hedefi ile enflasyon oranı hedefi arasında yapılacak tercih kısa vadede fiyat istikrarı sağlansa bile uzun dönemde fiyat düzeyinin ne olacağı hususundaki belirsizliğe bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.

Fiyat düzeyi hedefi ile enflasyon oranı hedefi arasında ince bir ayrım bulunmaktadır. Fiyat seviyesinin ilk yılda 100 olarak kabul edilen değerinden ikinci yılda 103'e çıkması durumunda, fiyat düzeyi hedeflemesi merkez bankasının üçüncü yılda seviyeyi tekrar 100'e çekmesi için düzenleyici ve deflasyonist önlemler almasını gerektirir. Eğer kısa dönem Phillips eğrisi geçerli değilse deflasyonist önlemlerin ekonomi üzerinde etkisi olmayacaktır. Öte yandan sıfır enflasyon oranı hedefi benimsenmişse, bu sefer merkez bankası, üçüncü yılda fiyat seviyesi hedefini 103'te tutmayı amaçlamakta ve deflasyonist önlemler almasına gerek olmamaktadır. Fiyat düzeyi hedeflemesi geçerli iken, kısa dönem Phillips eğrisi koşullarında fiyat düzeyini 100'e döndürmek üretim istikrarını azaltacaktır.⁹²

Fiyat düzeyinin istikrarı benimsendiğinde, enflasyonun herhangi bir dönemde hedeflenen oranın üzerinde olması durumunda fiyat düzeyi hedefine ulaşmak için enflasyonun bir sonraki dönemde hedeflenen oranın altında gerçekleşmesi gerekmektedir. Bu anlamda merkez bankası her zaman orijinal fiyat düzeyine geri dönebilmek için ortaya çıkan şokların etkilerini ortadan kaldırmak durumundadır. Buna karşın bir enflasyon oranı hedef olarak benimsendiğinde merkez bankası, hedefe ulaşılamaması halinde telafi yoluna gitmeyerek baz kaymasına (base drift) izin vermekte ve geçmiş başarısızlıklar önem arzetmemektedir (by gones are by gones).⁹³

⁹² John Taylor, "How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long Run Price Stability-Conceptual Issues", iç. **Achieving Price Stability**, pp.188-189

⁹³ Fischer, "Why Are Central Banks...", pp.21-22

Fiyat düzeyinin istikrarının benimsenmesinin temel gerekçesi, fiyat düzeyi hedefinin gelecekteki fiyatların seviyesine yönelik belirsizliği ortadan kaldırmasıdır. Bu yönüyle fiyat düzeyi hedefi ile enflasyon oranı hedefi kısa ve uzun dönemde fiyatlarda meydana getirecekleri değişkenlik (variability) açısından farklılaşmaktadır. Kısa dönemde enflasyon oranı hedefi -baz kaymasına izin verdiği için- fiyat düzeyi hedefine nazaran daha az değişkenliğe yol açmaktadır. Ancak uzun dönemde fiyat düzeyi hedefi, hedef fiyat düzeyinin aşılması durumunda deflasyonist telafi edici tedbirler alınacağı için, enflasyon oranı hedefine nazaran fiyatlarda daha az değişkenliğe neden olmaktadır.⁹⁴

Kavramsal anlamı ile değerlendirildiğinde fiyat istikrarı ile kastedilen fiyat düzeyinin istikrarıdır. Bununla birlikte Lars E.O. Svensson konuya ilişkin akademik tartışmalara ve para politikası uygulamalarına bakıldığında fiyat istikrarı ile düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının kastedildiğini belirtmektedir. Bu çerçevede fiyat düzeyi ile enflasyon oranı arasındaki tercih bir yandan düşük frekanslı fiyat düzeyi belirsizliği ile diğer yandan yüksek frekanslı enflasyon ve üretim değişkenliği arasındaki değiş-tokuş meselesini içermektedir.⁹⁵

Para politikasının birincil veya öncelikli amacı olarak fiyat istikrarının anlamı hususunda yapılan tartışmalardan çıkan temel sonuç, gerek akademisyenlerin gerekse politika yapımcıların fiyat istikrarı amacı ile tutarlı, optimal bir enflasyon oranı konusunda kesin bir anlaşmaya varamadıklarıdır. Kuşkusuz her ekonomi için maruz kaldığı şoklar ve bünyesinde barındırdığı nominal rijitlikler itibarıyla farklı bir optimal enflasyon oranından söz edilebilir. Ancak gerek akademisyenlerin görüşleri gerekse para politikası uygulamalarından elde edilen sonuçlar fiyat istikrarı amacı ile tutarlı olan enflasyon oranının sıfırın üzerinde %1-3 gibi düşük bir enflasyon oranı olduğuna işaret etmektedir.

⁹⁴ Stephen G. Cecchetti, "Central Bank Policy Rules: Conceptual Issues and Practical Considerations", **NBER Working Paper Series**, No.6306, December 1997, p.3

⁹⁵ Lars E. O. Svensson, "Price Stability As A Target for Monetary Policy,: Defining and Maintaning Price Stability", **IIES Seminar Paper**, No.673, June 1999, p.5

1970'li yıllardan bu yana gerek para politikası literatüründeki gelişmeler gerekse uygulamada enflasyonla mücadele deneyimlerinden çıkarılan dersler para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olması gerektiğini ortaya koymaktadır.

Ele alındığı üzere, para politikası kısa dönemde üretim ve işsizlik gibi reel değişkenler üzerinde etkili olmasına rağmen uzun dönemde parasal genişlemenin üretim veya işsizlik üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Uzun dönemde para politikası yalnızca fiyatları etkilediğinden, enflasyonun kontrolünde para politikasına merkezi bir rol atfedilmektedir. Öte yandan para politikasının yürütülmesinde dinamik zaman tutarsızlığı probleminin ortadan kaldırılabilmesi için politikanın önceden ilan edilmiş kurallara bağlı olarak yürütülmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Buna bağlı olarak tartışmaların para politikasının hangi tip kuralların yürütülmesi ve bu kuralların uygulanmasında ihtiyarilik derecesinin ne olması gerektiği eksenine kaydığı görülmektedir.

II. BÖLÜM: PARA POLİTİKASININ ANALİZİ VE PARA POLİTİKASI HEDEFLEME STRATEJİLERİ

Para politikasının nihai ve öncelikli amacı olarak fiyat istikrarının ön plana çıkması, literatürde geliştirilen teorik yaklaşımlar ile uygulamada elde edilen deneyimlerin bir ürünü olarak karşımıza çıkmaktadır. Bu sebeple, fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik hedefleme stratejilerinin genel çerçevesinin anlaşılması ve enflasyon hedeflemesinin ele alınmasına temel oluşturabilmek amacıyla, para politikasının günümüzde ulaştığı düzeyin son otuz yılda meydana gelen gelişmeleri içerecek şekilde ortaya konarak analiz edilmesi ve para politikası uygulama sürecinin özelliklerinin ele alınması gerekmektedir.

Esas olarak makroekonomik istikrarın varlığı nominal ve reel değişkenlerin istikrarına bağlı olarak gerçekleşmektedir. Modern para politikası analizi çerçevesinde, ekonominin reel ve nominal değişkenleri arasındaki ilişki, rasyonel beklentileri ve ekonomide ücret-fiyat rijitliklerini bir araya getirmek suretiyle ele alınmaktadır. Klasik iktisat çizgisi (Monetarizm ve Yeni Klasik İktisat dahil) nominal olarak başta fiyat olmak üzere para arzı, döviz kuru ve nominal ücret gibi değişkenlerin istikrarı ile ilgilenirken, Keynesgil İktisat çizgisi daha çok üretim, yatırım, tüketim gibi reel değişkenlerin istikrarı ile ilgilenmektedir. Para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinin belirli bir gecikme ile ortaya çıkması ve ekonomide ücret-fiyat rijitliklerinin varlığı nominal istikrar sağlansa bile reel istikrarın sağlanmaması ile sonuçlanmaktadır.

Burada önemli olan para politikasının ekonomi üzerindeki etkileri sözkonusu olduğunda kısa ve uzun vade ayrımının yapılması gerekliliğidir. Para politikasının nominal ve reel değişkenler üzerindeki etkisi zaman ufkuna bağlı olarak değişkenlik göstermektedir. Kısa vadede fiyat ve üretim dinamikleri, rijitlikler sebebiyle, para politikası uygulamalarından etkilenmektedir. Uzun vadede ise para politikası yalnızca fiyatlar genel düzeyi üzerinde etkide bulunmaktadır.

Para politikasının kısa ve uzun vadeli etkileri arasındaki farklılıklar fiyat istikrarını sağlamaya yönelik optimal politikaların dizayn edilmesi ve yürütülmesinin

yanı sıra seçilen hedefleme stratejisinin başarısında belirleyici rol oynamaktadır. Bu sebeple ekonominin yapısı ve maruz kalacağı şoklarla ilgili belirsizlik karşısında, politika yapıcılar, para politikasının reel iktisadi faaliyetler üzerindeki etkisi ve optimal para politikasının ne olacağı konusunda anlaşamamaktadırlar.

Bununla birlikte son otuz yılda elde edilen teorik-ampirik birikim ve uygulamada elde edilen deneyimler ışığında Yeni Klasik ve Yeni Keynesgil İktisat ekollerinin Yeni Neo-Klasik Sentez adı altında belirli bir uzlaşma zemininde buluştukları ve para politikasının dizaynı ve yürütülmesine yönelik olarak uygulama sürecinin çerçevesinin çizilmesinde ortak bir yaklaşım oluşturdukları gözlenmektedir. Bu ortak yaklaşım, aynı zamanda enflasyon hedeflemesinin teorik temellerine de karşılık gelmekte ve yaklaşım hedefleme stratejisi olarak enflasyon hedeflemesini önermektedir.

Bu bölümde, öncelikle para politikasının dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili olarak iktisatçılar arasında varılan uzlaşının temel özellikleri ve para politikasının analiz edilme biçimi, literatürde meydana gelen gelişmeleri içerecek şekilde ele alınacak ve para politikası uygulama sürecine ilişkin çizilen sistematik çerçevenin teorik temelleri açıklanacaktır.

Yeni Neo-Klasik Sentezin para politikasını analiz etme biçimine ve kullandığı terminolojiye bağlı olarak para politikası faaliyet süreçleri, hedef kullanımı ve para politikasının belirlenme süreci açıklanarak, temel politika enstrümanındaki değişmelerin ekonomi üzerindeki etkileri aktarım mekanizmaları çerçevesinde ele alınacaktır. Öte yandan ilk bölümde değinilen tartışmalar ışığında para politikasının yürütülmesinde kurala dayalı yaklaşımın kavramsal çerçevesinin çizilmesi ve kural tiplerinin neler olduğunun açıklanması, enflasyon hedeflemesinin tanımlanması ve yürütülmesine yönelik açıklamalara temel oluşturacaktır.

Para politika uygulama sürecine ilişkin çerçeve, hedefleme stratejisinin tanımı, kapsamı ve özelliklerinin açıklanmasını da içermektedir. Zira “hedefleme stratejisi” kavramı son on yılda literatürde meydana gelişen gelişmelerin bir ürünü olmasına bağlı olarak uygulama sürecinin tüm unsurlarını ifade etmektedir.

Nihayet, bölümün sonunda hedefleme stratejileri sınıflandırılarak, enflasyon hedeflemesine geliş sürecinde stratejilerin geçirdiği evrim parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinden hareketle ele açıklanacaktır. Bunun yanında Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) hedefleme stratejileri incelenerek enflasyon hedeflemesinden ayrıldıkları noktalar ortaya konulacaktır.

A. Para Politikası Uygulama Sürecine İlişkin Çerçeve

Para politikası, genel iktisadi faaliyetlerin yönünü ve gelişimini belirleyen temel bir iktisat politikası aracıdır. Genel iktisadi faaliyetler sadece toplam üretim ve istihdam düzeyindeki gelişmeleri değil fiyatlar genel düzeyindeki hareketleri de içermektedir. 1970'li yıllardan itibaren genel ekonomik faaliyetlerin yönlendirilmesi açısından para politikasının maliye politikasına nazaran daha fazla önem kazandığı ve bu önemin fiyat istikrarını sağlama amacının öncelik kazanmasıyla daha da arttığı gözlenmektedir. Para politikasına verilen önemdeki görece artışta literatürde oluşan teorik-ampirik birikimin yanısıra özellikle 1990'lı yıllardan itibaren finansal piyasaların uluslararasılaşmasına bağlı olarak para politikasının finansal piyasalar ile etkileşiminin yoğunlaşması rol oynamıştır.

Politika yapıcılar ekonominin yapısı ve maruz kalacağı şoklarla ilgili belirsizlik karşısında, para politikasının reel iktisadi faaliyetler üzerindeki etkisi ve optimal para politikasının ne olacağı konusunda anlaşamamaktadırlar. Bunda temel etken, merkez bankalarının para politikasının nihai amaç değişkenlerini doğrudan kontrol edememesi ve politika eylemlerinin reel iktisadi faaliyetler üzerindeki etkisini belirleyememeleridir. Bugün alınan bir politika kararı bu değişkenleri önemli bir gecikmeden sonra etkilemektedir. Para politikasının etkisini gecikmeli olarak göstermesi ve çok sayıda değişken için istatistik verilerin gecikmeli olarak yayınlanması politika uygulamasını güçleştirmektedir. Bu sebeple para politikası araçlarını kullanarak iktisadi faaliyete yön veren merkez bankaları için hangi nihai amaçların takip edileceği ve para politikası uygulama sürecine ilişkin çerçevenin oluşturulması gerekliliği doğmaktadır.

Para politikası uygulama sürecine ilişkin çerçeveyi ele alabilmek için öncelikle para politikasının günümüzde ulaştığı düzeyin teorik temellerini ortaya koymak gerekmektedir.

1. Para Politikasının Analizi

Para politikasının nihai ve öncelikli amacı olarak fiyat istikrarının ağırlık kazanması, bu amaca uygun bir biçimde para politikasının dizayn edilmesi ve yürütülmesini gerektirmektedir. Özellikle 1990'lı yıllarda geliştirilen para politikası literatürü, bir yandan fiyat istikrarı amacına uygun para politikasının analizini ortaya koyarken diğer yandan hem literatürdeki gelişmeleri içeren hem de enflasyon hedeflemesi stratejisinin ele alınabilmesine olanak sağlayan bir çerçeve sunmaktadır.

Daha önce değinildiği gibi, 1970'li yıllarda gelişen Yeni Klasik İktisat Teorisinin temellerini oluşturan rasyonel bekleyişler yaklaşımı makroekonomik politikaların oluşum sürecinde devrim niteliğinde etkiler yaratmıştır. Politikaların oluşum sürecinde rasyonel bekleyişler kabulünün ardından iktisatçılar arasında temel farklılık, Yeni Klasik iktisatçıların ve onları takip eden ve 1980'li yıllarda geliştirilen Reel Konjonktür Teorisi¹ (Real Business Cycle) yaklaşımının esnek ücret-fiyat modelleri kullanmaları ve para politikasına reel ekonomik faaliyetler için bir önem atfetmemelerine karşılık Yeni Keynesgil iktisatçıların rijit ücret-fiyat modelleri kullanmaları ve para politikasına makroekonomik istikrar için merkezi önem atfetmelerinden kaynaklanmaktadır. Yaklaşımlardaki bu farklılık, özellikle 1990'lı yıllarda para politikası literatüründe yaşanan gelişmeleri de içerecek ve fiyat istikrarı amacına uygun bir çerçeve sunacak makroekonomik model arayışlarını beraberinde getirmiştir.

Bu arayışların bir diğer boyutunu, para politikasının yürütülmesinde ve performansının değerlendirilmesinde kuralların önem kazanması oluşturmaktadır. Rasyonel bekleyişler altında, uygulanacak politikaların başarısı hanehalkları ve özel

¹ Reel Konjonktör Teorisi, Keynesgil yaklaşıma karşı, 1980'li yılların başından itibaren F. Kydland, E. Prescott ve C. Plosser gibi iktisatçılar tarafından geliştirilmiştir. Reel Konjonktür teorisyenleri Yeni Klasik iktisat yaklaşımının esnek ücret-fiyat unsurlarını dinamik genel denge modellerinde kullanarak konjoktürel dalgalanmaların kantitatif açıklamalarını yapmaktadırlar. Teoriye göre ekonomi klasik dikotomiye uygundur üretim istihdam gibi reel değişkenler para arzı gibi nominal değişkenlerden etkilenmemektedir. Bu anlamda para hem uzun dönemde hem kısa dönemde yansızdır (süper yansızlık). Öte yandan yaklaşım konjoktürel dalgalanmaları maliye politikası değişiklikleri, teknolojik şoklar gibi reel değişkenlere bağlı olarak açıklamaktadır. Woodford, pp.25-26 ve R.G.King and C.I.Plosser, "Money, Credit and Prices in a Real Business Cycle", **The American Economic Review**, vol.74, No.3, June 1984, pp.363-380

sektörün davranışlarına bağlı olarak şekillenmektedir. Bu sebeple politika kurallarını ve bu kuralın uygulanmasına yönelik olarak sunulacak olan politika enstrümanlarını, modern para politikası stratejilerine bağlı olarak ele alabilecek ve rasyonel beklentileri içerecek şekilde oluşturulmuş uygun bir makroekonomik modele ihtiyaç duyulmaktadır.

a. Yeni Neo-Klasik Sentez: Teorik Yapı

1990'lı yılların başından itibaren, para politikası literatüründe meydana gelen gelişmeler ve fiyat istikrarı amacına uygun makroekonomik model arayışları çerçevesinde, Yeni Klasik-Reel Konjonktür Teorisi çizgisi ile Yeni Keynesgil iktisat arasında bir yakınlaşmaya tanık olunmaktadır. Bu yakınlaşma, 1960'lı yılların başında J.R. Hicks, P.Samuelson ve D. Patinkin gibi iktisatçılar tarafından geliştirilen Neo-Klasik Sentez yaklaşımına benzer şekilde, Klasik ve Keynesgil unsurları biraraya getirmesi sebebiyle Yeni Neo-Klasik Sentez (New Neoclassical Synthesis) olarak adlandırılmaktadır. Yaklaşımın öncüleri arasında M. Goodfriend, R.G. King, R. Clarida, J. Gali, M. Gertler gibi iktisatçılar yer almaktadır.²

Yeni Neo-Klasik Sentez, Klasik ve Keynesgil unsurları biraraya getirmek suretiyle orijinal sentezin ruhunu miras almıştır. Metodolojik olarak Yeni Neo-Klasik Sentez, dinamik genel denge teorisini kullanmak suretiyle mikroekonomi ve makroekonomi arasındaki ayırımı ortadan kaldırmaya çalışmaktadır. Bu anlamda Yeni Klasik-Reel konjonktür teorisi çizgisinde zamanlararası optimizasyon ve rasyonel

² Marvin Goodfriend, "Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer, **International Finance** vol.5, Issue 2, July 2002, p.166, Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı, para politikası literatüründe, yaklaşımın farklı unsurlarına atıfta bulunularak farklı adlarla anılmaktadır. Clarida, Gali ve Gertler yaklaşımı "Para Politikasının Yeni Bilimi" olarak isimlendirmektedir. Yaklaşımın ücret-fiyat rijitliğine yer vermesi Yeni Keynesyen boyutunu vurgularken "Yeni" terimi yaklaşımın makroekonometrik modellemede en son metodolojileri kullanmasından gelmektedir. Richard Clarida, Jordi Gali and Mark Gertler, "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", **Journal of Economic Literature**, vol. xxxvii, December 1999, p.1662. John Taylor, yaklaşımı para politikası uygulamalarında normatif boyut taşıması sebebiyle "Yeni Normatif Makroiktisat" olarak anılmaktadır. John B. Taylor, "How the Rational Expectations Revolution Has Changed Macroeconomic Policy Research", Lecture Presented at the **12th World Congress of the International Economic Association**, Argentina, August 24, 1999, p.3. Öte yandan yaklaşımın yönelik eleştirileri ve alternatif politika önerileri olan Post-Keynesgil iktisatçılar yaklaşımını iktisatçılar arasında oluşturduğu ortak zemine atıfta bulunarak "Yeni Uzlaşma Modeli" (New Consensus Model) olarak isim vermektedirler. Philip Arestis and Malcolm Sawyer, "The Nature and Role of Monetary Policy When Money is Endogenous", **The Levy Economics Institute Working Paper**, No.374, March 2003, p.2

bekleyişleri, Yeni Keynesgil iktisat çizgisinde eksik rekabet ve maliyetli fiyat ayarlama unsurlarını dinamik makroekonomik modellerde biraraya getirmektedir. Böylelikle makroekonominin yeni dinamik mikro temellerini ortaya koymaktadır. Ayrıca para politikasının önemi ve rolü konusunda monetarist çizgiyi benimsemektedir. Reel Konjonktür teorisi çekirdeğine sahip olarak optimal para politikalarının kullanımına olanak sağlamaktadır. Bu yönüyle Yeni Neo-Klasik Sentez, Reel Konjonktür teorisyenleri gibi para, enflasyon ve konjonktür dalgalanmaları arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik kantitatif modeller oluşturmayı amaçlamaktadır.³

Yeni Neo-Klasik Sentez, herhangi bir makroekonomik düşünce okuluna mensup olmaktan ziyade, pragmatik bir biçimde çeşitli düşünce okullarının katkılarını biraraya getirmektedir. Bu yönüyle yaklaşımın makroekonomik politikaların ideolojik içeriğini azalttığı ileri sürülmektedir.⁴ Yaklaşımın temel özelliklerini ve politika önerilerini şöyle sıralamak mümkündür:

1. Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı öncelikle enflasyon dinamiklerinin doğasına yeni bir perspektif getirmektedir. Firmalar bugünkü fiyatlama kararlarını alırken, geleceğe yönelik talep ve maliyet koşullarıyla ilgili bekleyişlerini fiyatlara yansıtırlar.

³ Marvin Goodfriend and Robert G. King, "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy", **FED of Richmond Working Paper**, No.98-5, June 1997, p.2. Yaklaşımında kullanılan modeller kapalı ekonomi varsayımı altında çalışmaktadır. Açık ekonomi sözkonusu olduğunda döviz kuru kaynaklı etkilerin modellere dahil edilmesi gerekmektedir. Philip R. Lane, "The New Open Economy Macroeconomics: A Survey", **Journal of International Economics**, vol.54, Issue2, August 2001, pp.235-266. Belirtilmesi gereken bir nokta Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımının içeriğine monetarizmin ne ölçüde yansıdığı hususunda iktisatçılar arasında tartışmanın sürdüğüdür. M. Kimball, yaklaşımı Neo-monetarizm olarak değerlendirmekte, B. de Long ise yaklaşımın para politikasına atfettiği merkezi önemden hareketle gelinen noktayı monetarizmin zaferi olarak sunmaktadır. M. Kimball, "The Quantitative Analytics of the basic Neo-monetarist model", **Journal of Money, Credit and Banking**, vol.27, No.2, November 1995, p.1242 ve J. B. de Long, "The Triumph of Monetarism", **Journal of Economic Perspectives**, No.14, Winter 2000, p.93

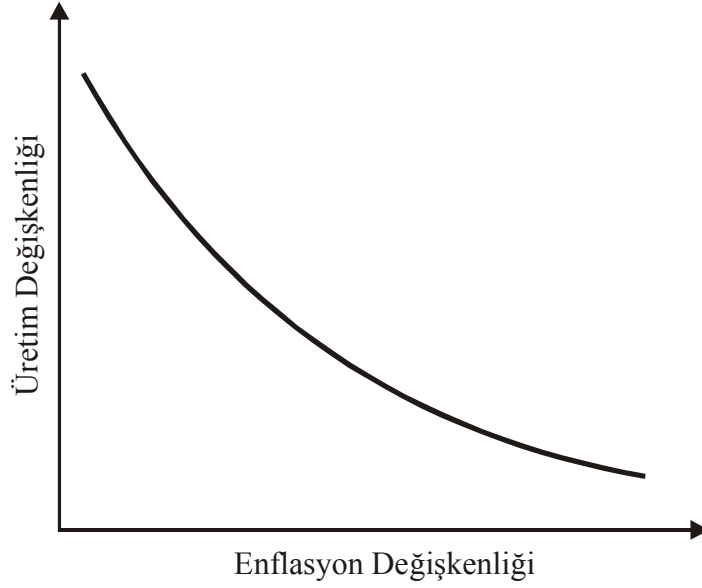
⁴ Goodfriend and King, "The New Neoclassical...", p.3. Post-Keynesgil iktisatçılar bu yargıyı, iktisat politikaları uygulamalarında gelinen noktanın Almanya ve İngiltere'de T. Blair ve G. Schröder iktidarlarıyla 1990'ların ikinci yarısında uygulanan "Üçüncü Yol (Third Way)" siyaset anlayışının ekonomik boyutunu oluşturduğunu vurgulamaktadırlar. Philip Arestis and Malcolm Sawyer, "New Consensus, New Keynesianism and the Economics of the Third Way", **The Levy Economics Institute, Working Paper**, No.364, December 2002, pp.2-3. Bu konuda İngiliz İşçi Partisi ve İngiltere Merkez Bankası'nın makroekonomik yaklaşımlarının çerçevesi için Edward Balls, "Open Macroeconomics in an Open Economy", **Center for Economic Performance, Occasional Paper**, No.13, November 1997, pp.1-13

Böylelikle fiyatlar genel düzeyindeki değişimler, mevcut fiyatlama kararlarını yansıtır ve enflasyon ileriye yönelik bir boyut kazanır. Rasyonel ileriye yönelik fiyatlama, monopolcü rekabet ve Reel Konjonktür teorisinin dinamik unsurlarıyla biraraya geldiğinde, para politikası ile reel ekonomik faaliyetler arasındaki ilişki; para politikasının firmaların ortalama mark-up düzeyi üzerindeki etkisi aracılığı ile kurulmaktadır. Buna göre toplam talebi artıran herhangi bir para politikası uygulaması marjinal maliyetleri artırmakta ve ortalama mark-up'ı azaltmaktadır. Ortalama mark-up'taki düşüş, Reel Konjonktür teorisi çerçevesinde vergilerdeki azalmaya benzer şekilde üretim ve istihdamdaki artışın sürmesine yol açmaktadır. Böylelikle mark-up düzeyindeki değişimler enflasyondaki değişimlerin kaynağı olmaktadır.⁵

2. Kısa dönemde, rijitliklerin varlığı sebebiyle, enflasyon-üretim (istihdam) arasındaki değiş-tokuş ilişkisi, uzun dönemde enflasyon değişkenliği (variability) ve üretim değişkenliği arasındaki değiş-tokuşun varlığı ile temsil edilmektedir. Buna göre fiyat istikrarına yönelik politikalar reel üretim ve istihdamda değişkenliğe, üretimin (istihdamın) istikrarına ya da konjonktürel dalgalanmaların azaltılmasına yönelik politikalar enflasyonda değişkenliğe yol açmaktadır⁶ (Şekil 2).

⁵ Jordi Gali, "New Perspectives on Money, Inflation and the Business Cycle", **NBER Working Paper**, No.8767, February 2002, p.3. Burada nominal fiyat rijitlikleri menü maliyetleri aracılığıyla açıklanmaktadır. Rijitlikler şokların nedeni değildir ancak etkilerini zamana yaymaktadırlar. Ortalama enflasyon oranı yüksek olduğunda nominal şokların reel etkileri düşük olmaktadır. Yüksek ortalama enflasyon yansızlığa sebep olurken fiyat ve ücret ayarlamaları sıklaşmaktadır. Dolayısıyla fiyat ve ücret ayarlamaları sonucunda reel etkiler ortadan kalkmaktadır. Bu durumda gelecek enflasyonun değeri fiyat yapışkanlıklarına bağlı olarak mevcut fiyatlama kararlarını yansıtmaktadır. Alexander I. Wolman, "A Primer on Optimal Monetary Policy with Staggered Price Setting", **FED of Richmond Economic Quarterly**, Fall 2001, pp.27-30

⁶ John B. Taylor, "The Inflation/output Variability Trade off Revisited", **İç. Goals Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers**, Jeffrey C. Fuhrer (Ed.), FED of Boston Conference, June 1994, p.22



Şekil 2. Taylor Eğrisi

Bu çerçevede ekonominin performansı hedef enflasyon oranı etrafındaki enflasyon değişkenliğine ve potansiyel ya da tam istihdam düzeyindeki üretim değişkenliğine bağlı olarak değişmektedir. Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımında, bu yönüyle, üretim açığı (output gap) kavramının önemi büyüktür. Üretim açığı, üretimin potansiyel değerinden sapmasını ifade etmektedir. Enflasyondaki değişmelerin kökeninde mark-up düzeyindeki değişmeler rol oynadığından, yaklaşımın Reel Konjonktür teorisi çerçevesinde verimlilik, maliye politikası, petrol şokları gibi arz yanlı şoklara yer vermesi, para politikasının üretimin potansiyel değerinden sapsmaları dikkate alması gerekliliğini doğurmaktadır. Zira üretim açığındaki değişmeler mark-up düzeyini değiştirecek ve dolayısıyla enflasyonu etkileyecektir.⁷

⁷ Goodfriend and King, "The New Neoclassical...", p.46. Üretim açığının yapısı ve büyüklüğü, toplam talep ve toplam arz arasındaki dengeyi ve enflasyonist baskıları açıklamaktadır. Yeni Keynesgil Phillips eğrisi çerçevesinde cari enflasyon sadece cari üretim açığına değil aynı zamanda hem cari üretim hem de cari üretim açığının seyrine ilişkin beklentilere bağlıdır. Potansiyel üretimi aşan üretim enflasyonist baskılar yaratırken, potansiyel üretim düzeyinin altında üretim enflasyonist baskıları azalır. Bu sebeple fiyat istikrarına ulaşırken para politikasının potansiyel üretim düzeyinden sapsmaları dikkate alması gerekmektedir. Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımında potansiyel üretime yönelik talep ve arz şokları kısa vadeli enflasyon üretim değişkenliğine yolaçmamakla birlikte farklı politika tepkileri ile dengelenmektedir. Bu anlamda para politikası için aslolan potansiyel üretime yönelik şokların kökenini ayırtılabilmek ve uygun politika tepkisi verebilmektir. Clarida, Gali, Gertler, p.1675

3. Yukarıdaki açıklamalar sonucunda yaklaşımın temel politika önerisi, optimal politikanın hem fiyat istikrarını hem de üretim açığının istikrarını gerçekleştiren politika olduğudur. Böyle bir politika hem mark-up düzeyinin istikrarını -ki mark-up sıfır enflasyonda minimize olmaktadır- ve dolayısıyla fiyat istikrarını sağlamakta hem de üretimi potansiyel düzeyinde tutmakta ve "nötr politika" olarak adlandırılmaktadır. Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımına göre politika otoritesi,üretime yönelik olarak ekonominin arz yanından gelebilecek herhangi bir şoku dengeleyecek şekilde toplam talebi "aktivist" bir biçimde kullanmak durumundadır. Buradan, daha önce değinilen tartışmaların aksine, aktivist politikaların fiyat istikrarı amacına uygun bir şekilde kullanılabilmesinin rasyonel temeline ulaşılmaktadır.⁸

4. Yaklaşım, kısa dönemde fiyat rijitlikleri sebebiyle toplam talebin reel ekonomik faaliyetlerin temel belirleyicisi olduğu düşüncesini ortaya koymaktadır. Bu anlamda para politikasının ekonomi üzerinde güçlü etkileri vardır. Para politikasına atfedilen önemin pozitif ve normatif açıdan iki önemli sonucu doğmaktadır. Pozitif açıdan konjonktür dalgalanmaları para politikası uygulamalarından bağımsız olarak algılanamaz. Bu sonuç Reel Konjonktür teorisindeki üretkenlik, maliye politikası ve nispi fiyat şoklarına atfedilen önem ile beraber ele alınmaktadır. Normatif açıdan ortaya çıkan sonuç ise toplam talebin makroekonomik istikrarın sağlanması amacıyla para politikası tarafından yönlendirilmesi gereğidir.⁹

5. Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı, enflasyonun dinamiklerinde mark-up düzeyinde beklenen değişimlere önem verdiğinden fiyat istikrarına yönelik para politikası taahhütlerinin kredibiliteye sahip olması üzerinde durmaktadır. Fiyat istikrarına yönelik politikaların kredibiliteye sahip olması bir yandan dinamik-zaman tutarsızlığı problemini ortadan kaldırırken diğer yandan bekleyişlerin enflasyon hedefiyle uyumlu hale gelmesini sağlamaktadır. Bu sebeple kurumsal olarak merkez

⁸ Marvin Goodfriend and Robert G. King, "The Case for Price Stability", **NBER Working Paper**, No.8423, August 2001, p.40. Bu sonuç, geleneksel kurala göre-ihtiyari politikalar tartışmasından, para politikası uygulamalarında hangi kural tiplerinin uygulanacağı ve aktivizmin derecesinin ne düzeyde olacağına varılmasını ifade etmektedir.

⁹ Goodfriend and King, "The New Neoclassical...", p.26

bankasının bağımsızlığı gereklidir. Merkez bankasının açık bir enflasyon hedefine yönelik taahhütte bulunması hem para politikasının şeffaflığına (transparency) hem de enflasyon hedefine ulaşmada başarılı olup olmaması konusunda hesap verebilirliğine (accountability) katkıda bulunmaktadır.¹⁰

6. Yaklaşım, para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesini benimsemektedir. Para politikasının açık bir enflasyon hedefine ulaşma amacıyla yürütülmesinin iki temel gerekçesi bulunmaktadır. İlki, fiyat istikrarının makroekonomik istikrar ve büyüme için öneminden doğmaktadır. İkincisi ise enflasyonun sadece para politikası tarafından kontrol edilebileceği ve uzun dönemde para politikasının yalnızca enflasyonu etkileyebilme gücüne sahip olmasıdır. Buna bağlı olarak, maliyet kökenli (cost-push based) enflasyon dinamikleri ihmal edilmekte örneğin gelirler politikası gibi alternatif politikalar etkin bulunmamaktadır.¹¹

7. Yaklaşım para politikası enstrümanı olarak kısa vadeli faiz oranının kullanılmasını önermektedir. Merkez bankası enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefine ne ölçüde uygun olduğuna bakarak faiz oranını belirlemektedir. Ekonomide denge faiz oranı, toplam talebi toplam arzı eşitleyen ve fiili üretim ile potansiyel üretimi eşitleyen (sıfır üretim açığı) faiz oranıdır. Dolayısıyla para politikası dışsal bir süreç olmaktan ziyade ekonomik gelişmelere sistematik bir biçimde cevap veren içsel bir süreç haline gelmektedir. Para politikası enstrümanı olarak faiz oranının seçilmesi ile enflasyon hedeflemesine de vurgu yapılmaktadır. Enflasyon hedeflemesi para politikası enstrümanının simetrik bir biçimde kullanılması ile ele alınmaktadır. Buna

¹⁰ Gali, p.3.ve Philip Arestis and Malcolm Sawyer, "Can Monetary Policy Affect the Real Economy?", **The Levy Economics Institute Working Paper**, No.355, 2002, p.3. Şayet merkez bankası kredibilitesi olan duruma koşullu (state-contingent) bir taahhütte sahipse toplum kazançlı çıkmaktadır. Bu kazanım, Barro- Gordon tipi bir enflasyonist eğilim söz konusu olmadığında bile geçerlidir. Bu anlamda Yeni Neoklasik sentez, standart Barro-Gordon tipi analiz etkilerini ortadan kaldırmaktadır.

¹¹ Arestis and Sawyer, "Can Monetary Policy...", p.3. Esas olarak Yeni Neo-klasik Sentez yaklaşımında maliyet kökenli enflasyonist baskılar ya da arz şokları ortalama olarak enflasyona etki etmektedir. Buna mukabil yaklaşım daha çok talep enflasyonunun kontrolüne odaklanmaktadır. Clarida, Gali, Gertler, p.1674.

göre enflasyon hedefin üzerinde olduğunda kısa vadeli faiz oranı yükseltilmekte, enflasyon hedefin altında olduğunda kısa vadeli faiz oranı düşürülmektedir.¹²

Daha önce ele alınan ve 1970'li yıllardan bu yana para politikası literatürüne yapılan katkıların, Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı bünyesinde biraraya getirilmesi iktisatçılar arasında para politikasının dizaynı ve yürütülmesi hususunda bir uzlaşma zemini oluşturmuştur. Yaklaşım makroekonomik istikrarın sağlanmasında fiyat ve üretim istikrarını birarada yürütmeye yönelik politika uygulamalarına (nötr politika) imkan verirken, kurala dayalı ve aktivist politikalar arasında bir dikotomi olmadığını rasyonel temellerini açıklamaktadır. Öte yandan istikrarın sağlanmasında para politikasına (maliye politikasına nazaran) merkezi bir rol atfedilmekte ve enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde para politikasının yalnızca enflasyonu kontrol etmeye yönelmesi vurgulanmaktadır.

b. IS-LM Analizinin Yeniden İnşası

Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımının yükselişinin, IS-LM analizinin de yeniden ele alınmasını ve modelin para politikası literatüründeki gelişmelere uygun bir biçimde analitik olarak yeniden inşasını beraberinde getirdiği görülmektedir.¹³

Standart IS-LM analizine yönelik eleştiriler, analizin rasyonel beklendişler temeline dayalı optimizasyon davranışını içermemesi ve beklendişler eklentili Phillips eğrisinin yer almaması¹⁴, para politikasının parasal hedeflemeye uygun bir biçimde değerlendirilmesi nedeniyle günümüz para politikası uygulamalarını ve para politikası enstrümanı olarak faiz oranını modelleyememesi¹⁵ ve enflasyon hedeflemesi,

¹² Goodfriend and King, "The New Neoclassical...", P.43. ve Arestis and Sawyer, "The Nature and the Role of Monetary Policy When Money is Endogenous", p.3

¹³ Robert G. King, "The New IS-LM Model: Language, Logic and Limits", **FED of Richmond Quarterly**, vol.86/3, Summer 2000, p.45. King, yukarıda ele alınan temel unsurların yer aldığı modeli IS eğrisinin yeni formu ve para politikası kuralının etkileri çerçevesinde ele almakta ve nötr para politikası uygulamasını göstermektedir.

¹⁴ David Colander, "The Stories We Tell: A Reconsideration of AS-AD Analysis", **Journal of Economic Perspectives**, vol.9, No.3, Summer 1995, pp.165-188

¹⁵ Romer, p.160. Yeni Neo-klasik Sentez yaklaşımına uygun olarak geliştirilen IS-LM analizinde para arzına ilişkin herhangi bir eşitliğe yer verilmemektedir. Bu anlamda monetarizmin rolünün zayıflatıldığı

kredibilite, para politikası kuralları gibi yeni teorik unsurların analizine imkan vermemesi şeklinde sıralanmaktadır.¹⁶

Bu çerçevede Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımının ruhuna uygun olarak IS-LM modeli analitik olarak şöyle ifade edilebilir:¹⁷

$$Y_t^g = a_0 + a_1 Y_{t-1}^g + a_2 E(Y_{t+1}^g) - a_3 [R_t - E_t(p_{t+1})] + s_1 \quad (1)$$

$$p_t = b_1 Y_t^g + b_2 p_{t-1} + b_3 E_t(p_{t+1}) + s_2 (b_2 + b_3 = 1) \quad (2)$$

$$R_t = RR^* + E_t(p_{t+1}) + c_1 Y_{t-1}^g + c_2 (p_{t-1} - p^T) \quad (3)$$

Modelde Y^g üretim açığını, R nominal faiz oranını, p enflasyon oranını, p^T enflasyon hedefini, RR^* denge reel faiz oranını, s_i ($i=1, 2$) stokastik şokları temsil etmektedir. Ayrıca modelde, konjonktürel dalgalanmalar yatırım harcamaları gibi içsel bir değişkenden ziyade stokastik şoklardan kaynaklanmaktadır. İlk eşitlik toplam talebi, ikinci eşitlik Phillips eğrisini ve üçüncü eşitlik LM eğrisi ile yer değiştiren para politikası kuralını ifade etmektedir. Modelde üç eşitlik ve üç bilinmeyen (üretim, faiz oranı ve enflasyon) bulunmaktadır.

İlk eşitlik, eski IS eğrisinin dinamik versiyonudur. Cari tüketim ve üretim açığı, gelecekteki üretim açığı ve reel faiz oranıyla ilişkilendirilmektedir. Phillips eğrisini veren ikinci eşitlik enflasyon oranını cari üretim açığı ve geçmiş enflasyon ve enflasyon bekleyişleri ile ilişkilendirmektedir. Eşitlikte gecikmeli uyum ve ileriye yönelik unsurlar yer almaktadır. Bir başka deyişle model kısa dönemde rijit fiyatlara ve uzun dönemde

görülmektedir. Michael D. Bordo and Anna J. Schwartz. "IS-LM and Monetarism", **NBER Working Paper**, No.9713, May 2003, p.28

¹⁶ Peter Bofinger, Eric Mayer and Timo Wolmershauser, "The BMW Model: A New Framework for Teaching Monetary Macroeconomics in Closed and Open Economies", **Würzburg University Economic Paper**, No.34, March 2003, p.4. Bofinger vd. Yeni Neo-klasik Sentez yaklaşımının unsurlarını, açık ekonomide enflasyon hedeflemesi ve esnek döviz kuru uygulamalarını da içine alacak şekilde genişletmişlerdir. Öte yandan standart IS-LM analizine yöneltilen bir diğer eleştiri, analiz para ve maliye politikası arasındaki karşılıklı ilişkilere yer vermemesi ve hükümetin zamanlararası bütçe kısıtını dikkate almamasıdır. Bu konu özellikle fiyat istikrarı ve enflasyon hedeflemesi açısından mali disiplinin stratejik gerekliliği anlamında ileride ele alınacaktır.

¹⁷ Laurence H. Meyer, "Does Money Matter?", **FED of St.Louis Review**, vol.83, No.5, September-October 2001, p.2. Bennett T. McCallum, "Recent Developments in Monetary Policy Analysis: The Roles of Theory and Evidence", **FED of Richmond Economic Quarterly**, vol.88/1, Winter 2002, pp.84-85

esnek fiyatlara yer vermektedir. $E_t(P_{t+1})$ terimi, kredibilite unsurunu temsil etmektedir. Merkez bankasının fiyat istikrarını sağlama yönünde kararlılığı enflasyon bekleyişlerini olumlu etkilemekte ve hedef enflasyonun düşük üretim maliyetine katlanarak gerçekleştirilmesine sebep olmaktadır.

Para politikası kuralını ifade eden üçüncü eşitlik, para politikası enstrümanı olarak faiz oranını, üretim açığı ve enflasyonun hedef enflasyon değerinden farklılığı ile ilişkilendirmektedir. Para politikası enstrümanı olarak faiz oranı enflasyon ve üretimin hedef değerlerinden sapmalarına tepki olarak ayarlanmaktadır. Böylelikle para politikası enstrümanı ekonomik gelişmelere sistematik olarak cevap vermekte ve para politikası içselleşmektedir. Öte yandan talep şokları tamamıyla stabilize edilmekte merkez bankası yalnızca arz şokları olduğunda enflasyon-üretim değişkenliği değiş-tokuşu ile karşılaşmaktadır. Daha önce belirtildiği gibi, yüksek (düşük) faiz oranları toplam talebi azaltmakta (artırmakta) ve daha düşük (daha yüksek) toplam talep enflasyonu düşürmektedir.¹⁸

Modelde para arzına herhangi bir rol atfedilmemekte bir başka deyişle para arzındaki artışlar nötr kabul edilmektedir. Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı, para arzında bir artış olmaksızın fiyatlar genel düzeyinde bir yükseliş olamayacağı yönündeki Monetarist önermeyi kabul etmesine rağmen, yaklaşıma ait literatürde sık ifade edilmese de para içsel olarak ele alınmaktadır.¹⁹ Buna göre para arzı, para talebi tarafından belirlenmektedir ve para ile fiyatlar genel düzeyi arasındaki nedensellik

¹⁸ Meyer, p.3. Post-Keynesgil iktisatçılar, "yeni uzlaşma" modelinde ilk eşitlikle herhangi bir maliye politikası unsuruna yer verilmediğini ve üçüncü eşitlikte enflasyonu düşürmek için faiz oranlarındaki yükselmenin firmalar için bir maliyet unsuru olabileceğini ve yatırımları azaltarak büyümeyi olumsuz etkileyeceğini ileri sürmektedirler. Bu nedenle para politikası uzun dönemde hem enflasyonu hem büyümeyi etkilemektedir. Marc Lavoie, "A Post-Keynesian Alternative to New Consensus on Monetary Policy", paper presented at the conference **Economic Policies: Perspectives From the Keynesian Orthodoxy**, ADEK Conference organized by Centre d'Etudes Monétaires et Financières, Université de Bourgogne, Dijon, November 14-16 2002, p.16

¹⁹ İçsel para görüşü, Yeni Neo-klasik Sentezin, Reel Konjonktür Teorisi anlamında bir unsuru olmaktadır. Bu yönüyle sentez, Post-Keynesgil görüşte yakınlaşmaktadır. Ancak paranın hem kısa hem uzun dönemde reel değişkenler üzerinde etkili olduğu ve bu bağlamda toplam talebin uzun dönemde de politika aracı olarak kullanılabileceği yönündeki Post-Keynesgil yaklaşım, Yeni Neo-klasik Sentez tarafından paylaşılmamaktadır. Buradan hareketle "yeni uzlaşma" modeli M. Friedman'ın monetarizminin yeni bir versiyonu olarak nitelenmektedir. Lavoie, p.21

ilişkisi tersine çevrilmiştir. Para arzı ekonomiye herhangi bir geri beslemede (feedback) bulunmayan adeta artık (residual) bir unsur olarak değerlendirilmektedir. Para politikasının formülasyonunda para arzı eşitliğine yer verilmemesi ve para politikası uygulama sürecinde paranın önemsizleşmesi, literatürde parasız para politikası (monetary policy without money) olarak tanımlanmaktadır.²⁰

Para politikası uygulama süreci açısından bakıldığında, para politikası kuralını temsil eden üçüncü eşitlik para politikası enstrümanı olarak faiz oranını belirlemekte, faiz oranı ilk eşitlik aracılığıyla toplam talebi etkilemekte ve toplam talepteki değişimler ikinci eşitlik aracılığıyla enflasyon oranını tayin etmektedir. Toplam talep ve toplam arz eşitliği, sıfır üretim açığı ve enflasyon hedefiyle uyumlu faiz oranında sağlanmaktadır. Bu faiz oranı ex-ante tasarruflar ile yatırımları birbirine eşitleyen reel faiz oranıdır ki Wicksellyen tabii faiz oranına karşılık gelmektedir.²¹ Böylelikle enflasyonun kontrolü para politikasının olası şoklara karşı sistematik bir biçimde faiz oranlarını kullanmak suretiyle toplam talebi etkilemesi şeklinde gerçekleştirilmektedir.

Bu çerçevede, modern para politikası analizinin Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı tarafından oluşturulduğu görülmektedir. Yaklaşımına uygun bir biçimde para politikası faaliyet sürecinin özellikleri ise aşağıda ele alınacaktır.

²⁰ Bennett T McCallum, "Monetary Policy Analysis Without Money", **FED of St. Louis Review**, vol.83, No.4, July-August 2001, p.145. Belirtildiği üzere Yeni Neo-klasik Sentez yaklaşımında, paranın önemi ve dolayısıyla Monetarizmin etkisi literatürde tartışılmaktadır. Ancak, genel olarak para politikası hedefleme stratejilerine bakıldığında para arzı bir politika enstrümanı olarak kullanılmamaktadır. Bu bağlamda, ileride inceleneceği üzere para arzının daha çok, Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) iki sütunlu (two pillars) para politikası stratejisinde M3 para tanımı için bir referans değeri (reference value) belirlemesine benzer şekilde, mevcut politikanın enflasyon hedefine ulaşmasında enformasyon değişkeni ya da unsuru olarak rol oynadığı görülmektedir. Meyer, p.14. Bu konuda ayrıntılı tartışmalar için David Laidler, "Monetary Policy Without Money: Hamlet Without the Ghost", paper presented at a Conference in Honour of Charles Freedman, **Macroeconomics, Monetary Policy and Financial Stability**, A Festschrift for C. Freedman, Bank of Canada, June 19-20 2003, pp.8-25

²¹ Bu yönüyle Yeni Neo-klasik Sentez yaklaşımına "Neo-Wicksellyen Para Politikası" ismi de verilmektedir. K. Wicksell'in kümülatif sürecinde tabii faiz oranı ile parasal faiz oranı arasındaki farklılıklar fiyatlar genel düzeyinde değişmelere neden olmaktadır. Wicksell analizinde tasarruf-yatırım dengesini bozmada toplam talep düzeyini etkileyen güçler üzerinde durmakta ve uzun dönemde paranın faiz oranı-yatırım harcamaları kanalıyla etkisinden söz etmektedir. İlker Parasız, **Modern Para Teorisi**, Ezgi Kitabevi Yay.: Bursa, 1998, s.157 ve Thomas Humprey, "Knut Wicksell and Gustav Cassell on the Cumulative Process and the Price Stabilizing Policy Rule", **FED of Richmond Economic Quarterly**, No88/3, Summer 2002, pp.59-60

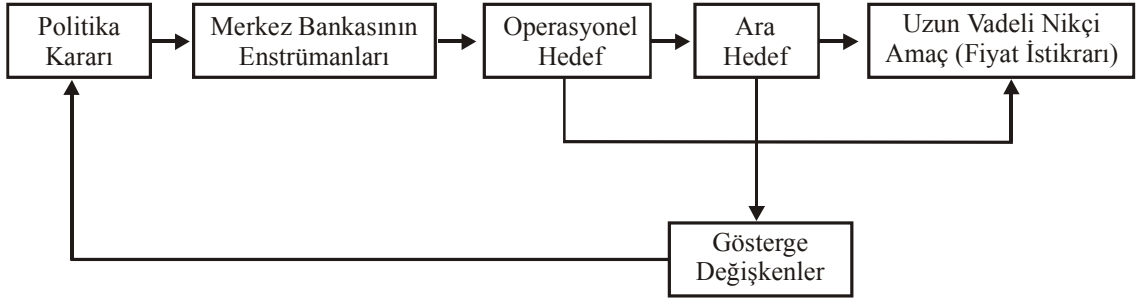
2. Para Politikası Faaliyet Süreçleri

Para politikasının fiyat istikrarı amacına uygun bir şekilde dizayn edilmesi ve yürütülmesi teorik analiz çerçevesinin ötesinde para politikasının fiilen nasıl yürütüldüğü ile de ilgilidir. Para politikası faaliyet süreçleri, para politikasının yürütülmesinde belirleyici olan enstrüman ve hedef değişkenler arasındaki ilişkiler, kurallar ve uygulama prosedürünü oluşturan teknik esasları ortaya koymaktadır.

Gerek ekonominin yapısı ve karşılaşılabileceği şoklarla ilgili belirsizlik gerekse para politikasının etkilerinin gecikmeli olarak ortaya çıkması, merkez bankalarının nihai amaç değişkenlerini doğrudan kontrol edememeleri ile sonuçlanmaktadır. Ayrıca nihai amaç değişkenleri para politikası dışında birçok faktörden etkilenmektedirler. Nihai amacı etkileyen faktörler önceden bilinmediğinden merkez bankaları uygun bir para politikası faaliyet süreci dizayn etme ve yürütme sorunuyla karşılaşmaktadırlar.

Para politikası faaliyet süreci, nihai bir amaç (objective) değişkenin saptanmasını, belirlenen amaç değişkene ulaşmayı sağlayacak bir ara hedef (intermediate target) değişkenin seçilmesini ve bu değişkenin belirli bir değerinin belirlenmesini, bu ara hedefe götürecek bir operasyonel hedef (operating target) değişkeninin seçilmesini ve bu değişkenin belirli bir değerinin belirlenmesini ve para politikası araçlarını kullanmak suretiyle saptanan uzun vadeli nihai amaç değişkenine ulaşmayı kapsamaktadır (Şekil 3). Faaliyet sürecinde yer alan operasyonel hedef değişkeni merkez bankasının başka bir hedef değişkende dolaylı bir kontrol sağlamak amacıyla nispeten doğrudan manipülasyon yapabildiği bir değişkendir. Ekonomideki gelişmelerden bağımsız olarak bu hedeflerin değiştirilmesi para politikasındaki bir değişikliği göstermektedir. Dolayısıyla bu hedef değişkenler hem nihai amaç değişkendeki değişimleri önceden öngörebilen bir gösterge değişken ve hem de onları etkilemek için kullanılan bir enstrüman değişkenidir.²²

²² Richard C. Barth, "The Framework of Monetary Policy", **Macroeconomic Management, Programs and Policies**, Mohsin S. Khan, S. M. NSouli, C. H. Wong (eds.), Washington: IMF Institute, 2002, p.140



Şekil 3. Para Politikası Faaliyet Süreci

Para politikasının nihai amaç değişkenleri sözkonusu olduğunda, fiyat istikrarı amacı ön planda olmakla beraber, tam istihdam, sürdürülebilir büyüme, ödemeler dengesi, finansal istikrar ve büyümenin gerçekleştirilmesine yönelik sermaye yatırımlarının teşvik edilmesi diğer amaçlar olarak sıralanmaktadır. Kuşkusuz, daha önce ele alınan tartışmalar bağlamında para politikası ile nelerin yapılabileceği dikkate alındığında, örneğin büyüme amacı için para politikasının fiyat istikrarını sağlamak suretiyle büyüme amacına katkıda bulunabileceği düşünülmektedir.

Burada önemli olan ekonominin yapısında varolan nominal rijitliklerin uygun nihai amacın belirlenmesinde oynadığı roldür. Ekonominin yapısında meydana gelen değişimler -daha esnek ücret- fiyat yapısı, rekabetin artması, enflasyonist beklentilerin katılığı gibi- nihai amaç değişkenini etkilemektedir. Bu anlamda özellikle parasal yansızlıkların anlaşılması ve para politikasının çok farklı kanallardan ekonomiyi etkileyebilmesi, politikanın dizayn ve yürütülmesinde para politikası aktarım mekanizmasının ayrıntılı bir biçimde ortaya konmasını ve nihai amacın fiyat istikrarının ötesinde değerlendirilmesini gerektirmektedir.²³

Benzer şekilde fiyat istikrarı amacının uzun vadeli olarak saptanması, iktisadi hayattaki kısa vadeli değişimlerin etkilerinin de göz ardı edileceği anlamına gelmemektedir. Ekonomideki özel karar birimleri fiyat istikrarı politikasına tam olarak uyum sağlamış olsalar bile enflasyonist şok yaratma potansiyeline sahip tüm faktörler

²³ Carl Walsh, "Implications of a Changing Economic Structure for the Strategy of Monetary Policy", iç. **Rethinking Stabilization Policy**, A Symposium held by FED of Kansas, August 28-30 2003, p.13

ortadan kaldırılamamaktadır. Örneğin fiyatların -1970'li yıllarda yaşanan iki petrol şokunda olduğu gibi- hızla ve aniden yükselmesine yol açan arz şoklarının merkez bankası tarafından kontrol edilmesi mümkün değildir. Bu sebeple para politikasının nihai amaç değişkenine ulaşma yolunda hem nominal rijitlikler hem de olası arz şokları dikkate alınarak yürütülmesi gerekir.²⁴

Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı bağlamında değerlendirildiğinde, para politikası fiyat istikrarının yürütülmesinden sorumlu tutularak nominal çapa fonksiyonunu, ekonomideki nominal rijitlikler ve olası arz şoklarını dikkate alma gerekliliği sebebiyle istikrar sağlama (stabilization) fonksiyonunu görmekte ve ikincil nitelikteki diğer amaç değişkenlerine uygun bir makroekonomik ortam sağlamak suretiyle katkıda bulunmaktadır.²⁵

Uygun bir para politikası faaliyet sürecinin oluşturulması para politikası enstrümanının (operasyonel hedefin) seçimi, politika enstrümanı değişim kuralının belirlenmesi ve ara hedefleme konularını kapsamaktadır. Bu çerçevede, para politikası nihai amaçtan başlanarak enstrümanlara doğru dizayn edilmektedir. Önce amaç belirlenmekte, bunu amaçla uyumlu bir ara hedefin belirlenmesi izlemekte ve nihayet operasyonel hedef değerini sağlayacak enstrüman büyüklüğü saptanmaktadır.²⁶

Bu süreci ortaya koyabilmek için öncelikle para politikası uygulamasında birbirinden farklı roller oynayan enstrüman ve hedef değişkenler arasındaki kavramsal farklılıkları ve aralarındaki ilişkileri açıklamak gerekmektedir.

a. İki Aşamalı Politika Süreci

Para politikası için belirlenen amaçlar, enflasyon oranı ve reel üretim artışı (büyüme oranı) gibi politikanın yönlendirildiği nihai değişkenler üzerine tanımlanmaktadır. Esas olarak para politikası süreci, ilki tek aşamalı diğeri iki aşamalı

²⁴ Telatar, s.16

²⁵ Christopher Allsop and David Vines, "Assessment: Macroeconomic Policy", **Oxford Review of Economic Policy**, vol.16, No.4, Winter 2000, p.13

²⁶ Hacer Oğuz, "Para Politikası Uygulama Prosedürleri ve Şoklara Tepkiler", **Hacettepe Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 19, Sayı1, 2001, s.4

olmak üzere iki farklı süreci içermektedir. Tek aşamalı politika sürecinde para politikası doğrudan doğruya nihai amaç değişkene doğru uygulanmaktadır ve herhangi bir ara hedef sözkonusu değildir. Şayet nihai amaçtan herhangi bir sapma olursa enstrümanlarda gerekli değişiklikler yapılarak nihai hedefler gerçekleştirilmeye çalışılır.

Para politikasının nihai değişkenleri doğrudan etkileyemiyor olması, ilgili literatürde iki aşamalı bir politika sürecinin oluşturulması sonucunu doğurmuştur. İki aşamalı sürecin temel niteliği enstrümanlar ile nihai değişkenler arasındaki ilişkinin, operasyonel hedef ve ara hedef değişkenler yardımıyla kurulmasıdır. Bu şekilde doğrudan kontrol edilebilen enstrümanlardan nihai değişkenlere doğru bir etki zinciri kurulmaktadır.²⁷(Şekil 3)

Uygulama aşamasında ise sözkonusu zincir tersine işlemektedir. Basit düzeyde iki aşamalı süreç şöyle açıklanabilir. Birinci aşamada nihai amaç değişken için bir hedef seçilmekte, ikinci aşamada ise nihai değişkeni en çok etkilediği düşünülen bir değişken ara hedef olarak alınmakta ve bu değişken artık nihai bir amaç değişkenmiş gibi düşünülerek uygun enstrümanlar aracılığıyla hedeflenen patikada tutulmaya çalışılmaktadır.

i. Ara Hedef Kullanımı

Para politikası literatüründe hedef değişkenler operasyonel hedef ve ara hedef olmak üzere ikili bir ayrımla ele alınmaktadır. Operasyonel hedefler para politikası uygulamasının anahtar değişkenidir ve para politikası enstrümanları ile ara hedef değişkenler arasında yer alırlar. Merkez bankaları para politikası enstrümanlarının manipülasyonu yoluyla ara hedef değişkenleri doğrudan etkileyebilmeyi ve operasyonel hedef için önceden belirlenmiş değerlere ulaşmayı amaçlamaktadır. Operasyonel hedefler aynı zamanda değişen koşullara karşı kısa vadede taktik amaçlı olarak kullanılmaktadırlar. Operasyonel hedef, banka rezervlerine ilişkin bir ölçüm, herhangi

²⁷ Telatar, s.23

bir kısa dönem faiz oranı veya faiz oranı ile döviz kurunu biraraya getiren parasal koşullar indeksi olabilmektedir.²⁸

Ara hedef değişkenler, para politikası nihai değişkenlerini etkilediği düşünülen ancak doğrudan merkez bankası tarafından kontrol edilemeyen değişkenlerdir. Bu yönleriyle enstrüman veya bir amaç değişkeni niteliği taşımamakta, iki aşamalı politika sürecinde bir çeşit faaliyet rehberi olarak işlev görmektedirler. Ara hedef değişkenler politika enstrümanlarından reel büyüme ve enflasyona doğru işleyen bağlantılar zincirinde operasyonel hedef ile nihai amaçlar arasında yer almaktadırlar. Amaç değişkenlere ilişkin gözlemler faiz oranları, döviz kurları veya parasal büyüklüklere ilişkin verilerden genellikle daha uzun aralıklarla elde edildiği için adı geçen ara hedef değişkenlerin davranışlarından hareketle amaç değişkenleri etkileyecek ekonomik gelişmeler hakkında bilgi elde edilmektedir.

Ara hedef değişkenin hedeflenen patikadan sapması, amaç değişkenin de hedefinden sapabileceği yönünde bir sinyal olarak algılanmakta ve politikada ayarlama yapılması gereğini doğurmaktadır. Ara hedef değişkenin hedeflenen değerde tutulması yoluyla, politikanın da amaç değişkenlerin hedef değerlerinde kalmasını sağlayacak şekilde, otomatik olarak ayarlanması beklenmektedir.²⁹

ii. Ara Hedef Değişken Seçimi: Poole Analizi

Merkez bankasının operasyonel hedef olarak bir fiyat değişkenini mi yoksa miktar değişkenini mi seçeceği finansal piyasaların gelişmişlik derecesi ve tercih edilen para politikası hedefleme stratejine bağlı olarak değişmektedir. Gelişmiş ülkelerin 1970'li yıllardan bu yana ve 1980'li yıllardan bu yana yükselen piyasa ekonomilerinin operasyonel hedef olarak kısa vadeli faiz oranlarını, sıklıkla da faiz oranlarına bir koridor belirleyerek, tercih ettikleri gözlenmektedir. Rekabetçi bir bankacılık sisteminin varlığını içeren ve etkin ve likit interbank para piyasalarının varlığı bir operasyonel hedef olarak kısa vadeli faiz oranlarının kullanımı için ön koşullardır. Ayrıca kısa

²⁸ Barth, p.140

²⁹ Telatar, s.25

dönem faiz oranları kolaylıkla izlenebilir ve rahatça anlaşılabilir. Ancak para piyasalarının gelişmediği ve yüksek enflasyon yaşanan ülkelerde miktar değişkenleri özellikle de enflasyon sürecinde para politikası aktarım mekanizmasında daha baskın bir rol oynarlar. Buna karşılık miktar değişkenlerinin izlenmesi ve anlaşılması daha güçtür ve faiz oranlarına nazaran para politikasının yönüne yönelik sinyallerin yansıtılması işlevini açık bir şekilde yerine getirememektedirler³⁰ (Tablo 1).

Tablo 1
Operasyonel Hedef Olarak Faiz Oranı ve Parasal Tabanın Karşılaştırılması

| | Avantajlar | Dezavantajlar |
|---------------------------|---|---|
| Kısa Vadeli Faiz Oranları | <ul style="list-style-type: none"> - Faiz oranındaki dalgalanmaları azaltır. - Bankaların likidite yönetimini kolaylaştırır. - Daha açık sinyal gönderilmesine imkan tanır. - İzlenmesi ve anlaşılması kolaydır. - Aktarım mekanizmasının faizler aracılığıyla olduğu durumlarda uygundur. | <ul style="list-style-type: none"> - Para piyasalarının gelişmiş olması gerekir. |
| Parasal Taban | <ul style="list-style-type: none"> - Para piyasalarının gelişmiş olması veya etkin çalışması gerekmez. - Aktarım mekanizmasının miktarlar aracılığıyla olduğu durumlarda uygundur. | <ul style="list-style-type: none"> - Miktar değişkenlerinin zamanlaması ve frekansı faiz oranlarına göre düşük olabilir. - İzlenmesi ve anlaşılması daha zordur. - Sinyal gönderilmesi problemlidir. - Bankaların likidite yönetimini zorlaştıracak düzeyde faiz dalgalanmalarına yol açabilir. |

Kaynak: Schaechter, p.24

³⁰ Andrea Schaechter, "Implementation of Monetary Policy and the Central Bank's Balance Sheet", **IMF Working Paper**, No.01-149, October 2001, p.4

Ara hedef seçiminde ilk kriter ölçülebilirliktir. Ölçülebilirlik kriteri, para politikası uygulamalarının etkinliğini saptamak açısından önemlidir. Öte yandan ara hedef değişkeni merkez bankasının kontrol edebileceği bir değişken olmalı ve ilgili değişkenin büyüklüğünü etkileyebilmelidir. Zamanındalık (time liness) kriteri ara hedefle ilgili doğru bilginin uygun zamanda merkez bankasının elinde olmasını gerektirmektedir. Son olarak ara hedef değişkeninin nihai amaç değişkeni ile uyumlu olması, nihai amaç değişken üzerindeki etkilerin öngörülebilir olması itibariyle bir kriter olarak değerlendirilmektedir.³¹

Ara hedef seçimine yönelik analize ilişkin literatür W. Poole'un çalışması ile başlamaktadır.³² Poole, IS-LM modeli çerçevesinde ara hedef olarak miktar ve fiyat değişkeni arasındaki optimal seçimin ekonomiyi etkileyen şokların kökenine bağlı olarak yapıldığını ortaya koymuştur. Buradaki temel varsayım merkez bankasının piyasa faiz oranlarına ilişkin bilgileri hemen, enflasyon ve üretime ilişkin verilere ise aylık ya da üç aylık periyotlarla ulaşılabildiğidir. Bu çerçevede yanıtı aranan soru merkez bankasının bir fiyat değişkeni olan faiz oranını mı yoksa faiz oranlarının değişmesine izin vererek parasal bir büyüklüğü mü sabit tutmaya çalışması gerektiğidir.

Poole'un analizinden çıkan temel sonuç, LM eğrisine vuran şokların faiz oranı hedeflemesi lehine ve IS eğrisine vuran şokların para arzı hedeflemesi lehine olduğudur. Bu anlamda Poole'un analizi, temel şokların kaynağının tespit edilemeyeceği dolayısıyla politikaların buna uygun tepkiler veremeyeceği gerçekleri varsayımından hareketle, politikanın, en azından kısa bir zaman aracılığı için bir ara hedef değerinin sabitlenmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Kuşkusuz, ekonomiyi etkileyen şoklara ilişkin ilave bilgiler elde edildiğinde politika enstrümanının sabitleneceği düzeyde değişecektir. Dolayısıyla burada kritik konu, hangi değişkenin politika enstrümanı olarak kullanıldığı değil, ekonomik gelişmeler hakkında mükemmel olmasa da yeni bilgilerin ışığında enstrümanın nasıl ayarlanması gerektiği olmaktadır. Bu sebeple para politikasının

³¹ Miller and David D. vanHoose, p.626

³² William Poole, "Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in a Simple Stochastic Macro Model", **Quarterly Journal of economics**, vol.84, Issue2, May 1970, pp.197-216

oluşum sürecinde merkez bankasının ekonominin gerçek durumu hakkında kısmi ve eksik bilgi ile davranması gerçeği karşısında para politikası faaliyet sürecinin ara hedef kullanmak suretiyle dizayn edildiği gözlenmektedir.

Ara hedef değişken olarak merkez bankasının faiz oranını belirlemesi durumunda ortaya çıkan temel sorun hangi faiz oranlarının dikkate alınacağıdır. Merkez bankası yalnızca tek bir faiz oranı belirleyebilmekte ve uygulamada bu kısa vadeli faiz oranı olmaktadır. Bu sebeple nominal-reel faiz oranı ile kısa dönem-uzun dönem ayırımı önem kazanmaktadır.

Kısa dönemde enflasyon beklentilerinin oldukça yavaş değişeceği (normal koşullarda) nominal-reel faiz oranı ayırımı çok fazla dikkate alınmayacağından merkez bankası kısa dönemde nominal faiz oranını hedefleyebilecektir. Uzun dönemde ise nominal-reel faiz ayırımı yapılmaktadır. Örneğin merkez bankasının nominal faiz oranını belirlerken yanlışlıkla reel faiz oranını fazla yüksek saptadığını düşünelim. Bu hata toplam talebin sınırlanmasına ve bir GSYİH açığına sebep olarak gecikmeli bir biçimde enflasyonu aşağı çekecektir. Merkez bankası nominal faiz oranını enflasyondaki düşüşe uyarlama konusunda başarısız olursa reel faiz oranı daha da artacaktır. Bu durum GSYİH açığının artmasına, enflasyonun daha da düşmesine ve reel faizin yeniden yükselmesine yolaçarak ekonomiyi deflasyonist bir girdaba sürükleyecektir. Dolayısıyla enflasyonun değiştiği ortamlarda, nominal faiz oranını sabitlemek ekonominin istikrarını tehlikeye sokabilmektedir.³³

Ara hedef değişken olarak merkez bankasının para arzını belirlemesi durumunda ortaya çıkan temel sorun, para arzı yaratım sürecinin bankaların ve hanehalklarının davranışlarına bağlı olması nedeniyle merkez bankasının para arzı doğrudan kontrol edememesidir. Bu sebeple parasal taban, merkez bankasının yükümlülüklerini temsil etmesi nedeniyle açık piyasa işlemleri yoluyla dar bir aralık içinde doğrudan kontrol edilebilen tek parasal büyüklük konumundadır. Ancak merkez bankasının parasal taban ile para çarpanının çarpımı olarak tanımlanan M_1 , M_2 gibi parasal büyüklükleri kontrol

³³ Blinder, **Central Banking**..., p.31

edemeyeceği ve bu tip para arzı ölçümlerine yönelik tahmin sürecinde hataların sözkonusu olabileceği konusunda iktisatçılar arasında bir uzlaşma sağlandığı görülmektedir.

Para politikası faaliyet sürecine ilişkin yapılan bu değerlendirmeler ışığında merkez bankalarının politika enstrümanı olarak parasal tabanı, yalnızca faiz oranlarını değiştirip değiştirmeme veya ne kadar değişiklik yapmaları gerektiği konusunda bir bilgi değişkeni olarak kullanması uygun olmaktadır. Bu çerçevede merkez bankalarının kontrol ettiği veya edebileceği tek enstrüman olarak kısa dönem faiz oranı karşımıza çıkmaktadır.³⁴

b. Para Politikasının Belirlenme Süreci

Para politikasının belirlenme süreci, merkez bankalarının fiyat istikrarı ve büyüme veya üretimde istikrar gibi nihai amaç değişkenleriyle para politikası enstrümanları arasındaki ilişkinin nasıl ortaya konulduğu ile ilgilidir.

İki aşamalı politika süreci, incelendiği üzere, bazı değişkenlerin hedef bazılarının ise enstrüman olarak ikili bir ayırıma tabi tutulmasını içermektedir. Bu ayırıma bağlı olarak para politikası belirlenme süreci açısından bir merkez bankasının hangi nihai amaç değişkeni hedeflediği sorusu, hangi değişkenlerin hedeflenen değerlerinden sapmalara merkez bankası politika enstrüman değişkeninin değerini değiştirerek reaksiyon göstermektedir, haline dönüşmektedir.

i. Tinbergen-Theil Yaklaşımı

Esas olarak, tüm para politikası hedefleme stratejilerinin merkezinde olduğu gibi, literatürde nihai amaç değişkenleri ile optimal politika kurallarını biraraya getiren ve politikaların oluşum süreci için bir çerçeve sağlayan analiz Tinbergen Theil yaklaşımı ile şekillenmektedir. Tinbergen kuralına göre, belirlenen tüm nihai amaç değişkenlere ulaşabilmek için, politika otoritelerinin kullanabileceği bağımsız enstrüman sayısının en az nihai amaç değişken sayısı kadar olması gerekmektedir. R. Mundell, amaçlar ve

³⁴ Telatar, s.53

enstrümanlar arasındaki bu tutarlılık gerekliliğine, "etkin piyasa sınıflandırması ilkesi" çerçevesinde politika enstrümanlarının görelî olarak en fazla etkiledikleri amaçlar ya da hedefler üzerinde kullanılmaları koşulunu eklemiştir.³⁵

Politika enstrüman sayısının amaç sayısından daha fazla olması durumunda hedefler arasında tutarsızlık doğmakta ve enstrüman-amaç değişkenleri arasında çelişki oluşmaktadır. Amaç-enstrüman tutarsızlığına ilişkin olarak Theil nihai amaç/hedef değişkenler arasındaki değiş-tokuş ilişkilerinin açıkça ortaya konmasını önermiştir. Aralarında değiş-tokuş ilişkisi bulunan hedef değişkenlerden birisinin değerinin belirlenmesi diğer değişkenin de değerinin belirlenmesi anlamını taşıyacağı için, enstrüman sayısının yetersizliği problemi ortadan kalkacaktır. Buna bağlı olarak Theil, hedef değişkenin hedef değerinden sapmasına belirli bir ağırlık verilmesini ve genel tipte bir kayıp (refuh) fonksiyonunun minimizasyonunun (maksimizasyonunun) amaçlanmasını önermektedir.³⁶

Tinbergen-Theil analizinde ilk aşama, makroekonominin bir modeline sahip olunmasıdır.³⁷ Analizde hedef değişkenler elemanları nihai politika amaçları olan (enflasyon, büyüme-üretim gibi) ve toplumsal tercihleri yansıttığı düşünülen bir sosyal refah fonksiyonunu maksimize etme amacına uygun biçimde seçilmektedir. Politika otoritelerinin iyi tanımlanmış sosyal refah kriterlerine veya kamu yararına göre hareket ettikleri ve bu nedenle hedef değişkenler için tek bir değer belirleyebildikleri varsayılmaktadır. Dolayısıyla analizde politika otoritelerinin sosyal refah fonksiyonuna eşdeğer bir amaç fonksiyonunu maksimize etmeye çalıştığı kabul edilmektedir.³⁸

³⁵ Robert Mundell, "The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates", **Quarterly Journal of Economics**, vol. 74, no.2, May 1960, pp.227-257

³⁶ Erdinç Telatar, "Para Arzı Reaksiyon Fonksiyonunun Değişken Katsayılı-Değişken Varyans Modeli ile Tahmini", **Hacettepe Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 19, sayı2, 2002, s.4

³⁷ Blinder, **Central Banking**,..., p.9

³⁸ Esas olarak amaç fonksiyonu içerisinde yer alan değişkenlerden hangisinin tam olarak toplumsal tercihleri yansıttığını belirlemek sosyal kayıtsızlık eğrilerinin bilinmemesi nedeniyle güçtür. Ancak, konu ile ilgili literatürde yapılan çalışmalar, bireylerin işsiz oldukları durumda istihdama, enflasyonun geliri yeniden dağıtıcı etkilerinden zarar gördüklerinde ise enflasyon sorununa öncelik verdiklerini ortaya koymaktadır.Kenneth Scheve, "Public Demand for Low Inflation", **Bank of England Working Paper**, No.172, 2002, p.3

Amaç fonksiyonunda, hedef değişkenlerin gerçekleşen değerlerinin arzulan (veya sosyal olarak optimal) değerlerinden sapmaları yer almakta ve her bir sapmaya belirli bir ağırlık verilmektedir. Sözkonusu sapmalar ne kadar küçük ise, politika otoritesinin, dolayısıyla toplumun faydası o kadar büyük olmaktadır. Hedef değişkenlerin arzulan değerleri almaları için kullanılan politika enstrümanlarının değerleri, sistemdeki diğer değişkenlerden bağımsız olarak, politika otoritesi tarafından belirlendiği için, bu değişkenler dışsal kabul edilmektedir.

ii. Para Politikası Reaksiyon Fonksiyonu

Yukarıda açıklanan Tinbergen-Theil analiz çerçevesi, para politikası itibariyle merkez bankalarının kullandıkları politika enstrümanlarının hedef değişkenlerin arzulan değerlerinden sapmalarını gösteren bir dizi bağımsız değişken ile ilişkilendirildiği bir politika reaksiyon fonksiyonunu götürmektedir. Reaksiyon fonksiyonu politika otoritelerinin tercihlerinin yanısıra politika uygulamalarının ekonomiyi vuran şoklar ya da değişen koşullar karşısında nasıl tepki verdiğini ortaya koymaktadır. Bu anlamda para otoritesinin kullandığı enstrümanlar (para arzı, faiz oranı gibi) nihai amaç değişkenler ile (enflasyon, büyüme gibi) ilişkilendirilmektedir. Para otoritesinin reaksiyon fonksiyonu ekonomiyi istikrarsızlığa sürüklemekten enflasyonun kontrolüne ilişkin açık bir taahhüt mekanizması işlevini görmektedir. Buna bağlı olarak reaksiyon fonksiyonu, sadece belirli bir model çerçevesinde ekonominin nasıl çalıştığı ile ilgili değildir, ayrıca maliye politikası gibi diğer politika unsurlarındaki değişmelere ilişkin bilgilere de bağlı olmaktadır.³⁹

Analitik olarak merkez bankasının reaksiyon fonksiyonu, belirtildiği üzere, kısıtlı bir dinamik optimizasyon probleminin çözüm sürecini ifade etmektedir. Reaksiyon fonksiyonunda yer alan değişkenler ve bunlara atfedilen ağırlıklar (katsayılar) merkez bankasının fiyat istikrarı veya büyüme (üretimin istikrarı) gibi nihai amaç değişkenler

³⁹ Allsop and Vines, p.2

üzerindeki tercihlerini yansıtmaktadır. S. Cecchetti'nin çalışmasından⁴⁰ hareketle merkez bankasının reaksiyon fonksiyonu şöyle yazılabilir:

$$L = E_t \left(\sum_{i=0}^h \beta^i \left\{ \alpha [P_{t+i} - P_{t+i}^*]^2 + (1 - \alpha) [Y_{t+i} - Y_{t+i}^*]^2 \right\} \right)$$

Burada P_t toplam fiyat düzeyi, Y_t toplam üretim, P^* ve Y^* hedeflenen p ve y düzeyleri, β iskonto faktörü, h zaman boyutu, α arzulanan düzeyden fiyat ve üretim sapmalarına verilen göreceli ağırlık, E_t t zamanında mevcut bilgi setine koşullu beklentileri temsil etmektedir. Fonksiyon üretim ve fiyatların varyanslarına ilişkin bilgiyi politika yapıcılarına sunmaktadır.

Fonksiyonda politika yapıcılar üretim ve fiyatların hedeflenen değerlerinden sapmalarının karelerinin toplamını minimize etmeyi amaçlamaktadır. Merkez bankasının para politikası enstrümanı olarak kısa vadeli faiz oranını istikrarlı tutma güdüsü dahilinde $k(r_t - r_{t-1})^2$ terimi fonksiyona eklenmektedir.

Merkez bankasının reaksiyon fonksiyonu genelde doğrusal ve kuadratik (ikinci dereceden) olarak tanımlanmaktadır. Bunun anlamı fiyat (P_{t+i}) ve üretim (Y_{t+i}) değişkenlerinin hedeflenen düzeylerinden her iki yönde ayrılışlarında kaybın değerinin arttığı kabul edilmesidir (simetrik). Enflasyon ve üretim artış oranlarının gelecek dönemlerde hedeflenen düzeylerden sapmaları β oranında ($0 < \beta < 1$) iskonto edilmektedir.

Politika otoritelerinin enflasyon ve üretime atfettikleri nispi ağırlıkları daha açık bir şekilde görmek için reaksiyon fonksiyonu şöyle yazılabilir:

$$L = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda_t (y_t - y^*)^2 \lambda \geq 0$$

Burada enflasyon için π^* ve üretim için y^* , enflasyon ve üretimin toplumsal tercihlerden yapacağı sapmaları ifade etmektedir. λ terimi, merkez bankasının enflasyon istikrarına göre üretim istikrarına verdiği nispi ağırlığı temsil etmektedir. Şayet $\lambda=0$ ise

⁴⁰ Stephen G. Cecchetti, "Policy Rules and Targets: Framing the Central Banker's Problem", **FED of New York Economic Policy Review**, vol.4, No.2, June 1998, p.2

reaksiyon fonksiyonunda fiyat istikrarına (enflasyona) önem verilmektedir ve tek para politikası nihai amaç değişkeni mevcuttur. $\lambda > 0$ ise reaksiyon fonksiyonunda üretim istikrarı da bir nihai amaç değişkeni olarak yer almaktadır. Enflasyonun ve üretimin hedeflenen değerlerinden sapmalarını bir kayıp olarak algılayan ve bunu minimize etmeye çalışan merkez bankası, değişkenlerin büyüme hızı bekleyişlerindeki değişmeye, nihai amaç değişkenlerinden her birinin istikrarına atfettiği önem doğrultusunda, para politikası enstrümanını kullanmak suretiyle tepkide bulunmaktadır.

c. Para Politikası Aktarım Mekanizması

Merkez bankalarının para politikası uygulamalarının, enflasyon ve üretim gibi nihai amaç değişkenlerini hangi yollarla ve ne şekilde etkilediğinin ortaya konulabilmesi için, para politikası enstrümanında meydana gelen değişimlerin ekonomiyi etkileme sürecinin bilinmesi gerekmektedir. Para politikasının hangi mekanizmalarla ekonomiyi ve buna bağlı olarak özel sektör ve hanehalklarının davranışlarını etkilediğinin anlaşılması, uygulanan politikaların etkinliğinin değerlendirilmesine imkan vermektedir.

Esas olarak merkez bankalarının politika uygulamaları finansal piyasalarda gerçekleşmekle beraber, ekonominin finansal olmayan kesimini oluşturan özel sektör ve hanehalkları, para politikasının finansal hareketlerinden etkilenmektedir. Bu anlamda para politikası aktarım mekanizması, para politikası uygulamalarına özel sektör ve hanehalklarının finansal olmayan kararları aracılığıyla verdikleri tepkiyi ortaya koymaktadır. Ragnar Frisch tarafından ilk kez yapılan tanımlamayla, iktisadi dalgalanmalar ani tesirler (impulses) ve yayılma (propagation) süreçleri olmak üzere ikiye ayrılarak ele alınmıştır. Günümüz literatürü, ani tesirler yerine "şok", yayılma yerine "aktarım" kavramlarını kullanmakta, para politikası aktarım mekanizması aracılığıyla ekonominin şoklara nasıl tepki verdiği araştırılmaktadır.⁴¹

⁴¹ Allan Meltzer, "Monetary, Credit and (other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", **Journal of Economic Perspectives**, vol.9, No.4, Fall 1995, p.49. McCallum para politikası aktarım mekanizması incelenirken, rassal olarak oluşan şoklardan ziyade politikaların sistematik kısmını oluşturan temel politika enstrümanındaki değişimlerin incelenmesi gerektiğini belirtmektedir. Bennett

Ekonomiyi etkileyen şoklar ile aktarım mekanizmasının işleyişi sonucu ortaya çıkan değişiklikler teorik yaklaşımlardaki hipotezlere özel nitelik taşımaktadır. Burada, para politikasının kısa ve uzun dönemli etkileri ile ücret-fiyat yapışkanlıklarının varlığı ile ilgili yaklaşım farklılıkları, ele alınan modele bağlı olarak aktarım mekanizmasının işleyiş sürecini değiştirmektedir. Örneğin, reel konjonktür teorisi dahilinde parasal şokların reel değişkenleri etkilemesi mümkün olmadığından para politikası aktarım mekanizmasını incelemek anlamlı değildir. Bu sebeple aktarım mekanizmasının teorik çerçevede ele alınabilmesi için, para politikasının reel değişkenler üzerinde -en azından kısa dönemde- etkili olduğu kabul edilmelidir.

Para politikası aktarım mekanizması ele alındığında merkez bankasının politika enstrümanı ile -kısa vadeli faiz oranı, parasal taban gibi- finansal olmayan sektörü etkileyen varlık fiyatları, döviz kuru gibi değişkenler arasındaki aktarım süreci önem kazanmaktadır. Bu süreç öncelikle bankacılık ve finansal kesimin yapısı tarafından tayin edilmektedir. Banka-finance kesimi ile özel sektör ve hanehalklarının rezerv talebi arasındaki ilişki gelişmiş finansal piyasaların var olduğu ekonomilerde, hanehalkı ve firmaların büyük ölçüde banka kredisi kullanma eğilimleri ile kurulmaktadır. Özellikle firmaların makina teçhizata ve fabrika yatırımlarına ve hanehalklarının konut ve otomobil gibi dayanıklı tüketim mallarına yönelik harcamalarının, uzun vadeli yapıları itibarıyla, ödünç alınan fonlar ile finanse edildiği gözlenmektedir. Finansman konusunda büyük ölçüde banka kredilerine bağımlı olunması, özel karar birimlerinin harcama kararlarının da faiz oranı dalgalanmalarından etkilenmeleri sonucunu doğurmaktadır. Buna bağlı olarak hanehalkı ve firmaların finansal koşulları varlık ve yükümlülüklerinin döviz kompozisyonu, portföylerinde yer alan finansal ve reel varlıklar arasındaki ikame ilişkileri, finansal sözleşmelerin vade yapısı, dış borçlanma düzeyi gibi unsurlar da özel kesimin ve hanehalklarının üretim-tüketim davranışlarını etkileyecektir.⁴²

McCullum, "Analysis of the Monetary Transmission Mechanism: Methodological Issues", **NBER Working Paper**, No.7395, October 1995, p.6

⁴² Telatar, **Fiyat İstikrarı.....**, s.58

Merkez bankalarının para politikası uygulamaları öncelikle finansal piyasalarda etkisini göstermektedir. Bu bağlamda, para politikasındaki değişmelerin üretim (reel GSYİH) ve enflasyon üzerindeki etkilerinin ve dolayısıyla para politikası aktarım mekanizmalarının açıklanmasında finansal piyasa fiyatlarına önem veren yaklaşım ve kredi yaklaşımı olmak üzere iki alternatif teorik çerçeveden sözedilebilir.⁴³

Para politikası aktarım mekanizmasının açıklanmasında finansal piyasa fiyatlarına -faiz oranı, döviz kuru, diğer varlık fiyatları- önem veren yaklaşım para politikasının finansal piyasa fiyatları üzerindeki etkisine bağlı olarak özel kesim ve hanehalklarının finansal olmayan kararlarının nasıl değiştiğini ele almaktadır. Bu yaklaşım çerçevesinde ekonominin dışa açıklık derecesine bağlı olarak döviz kuru ya da diğer varlık fiyatlarına verilen önem bağlamında farklı açıklamalar yapılmaktadır.

Standart aktarım mekanizması olarak faiz oranı kanalı ile işleyen para politikası aktarım süreci, Keynesgil aktarım mekanizmasının temel değişkeni olarak M. Friedman ve diğer monetarist iktisatçıların çalışmaları ile eleştirilmektedir. Bu anlamda modern miktar teorisi çerçevesinde nominal gelirdeki kısa dönemli dalgalanmaların ve fiyatlar genel düzeyinin belirlenmesinde paranın rolü üzerinde duralmaktadır. Monetaristler, para politikası uygulamalarının nispi varlık fiyatları ve servet üzerindeki etkilerini analize katarak J. Tobin'in q teorisi ve servet uyarlama mekanizmasının önemini vurgulamaktadırlar.

Para politikasının faiz oranı aracılığıyla uzun dönemli varlıklara yönelik harcamaları nasıl etkilediği konusunda standart Keynesgil ve monetarist yaklaşımın eksikleri, kredi yaklaşımı çerçevesinde, kredi piyasasında varolan asimetric bilgi sorunundan hareketle para politikası aktarım mekanizmasına alternatif açıklamalar sunarak ele alınmaktadır. Kredi kanalı yaklaşımında, para politikasının kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra bankacılık sektörü tarafından arz edilen kredi hacmi ve koşulları üzerindeki etkileri aracılığıyla da toplam talebi etkileyebileceği vurgulanmaktadır.

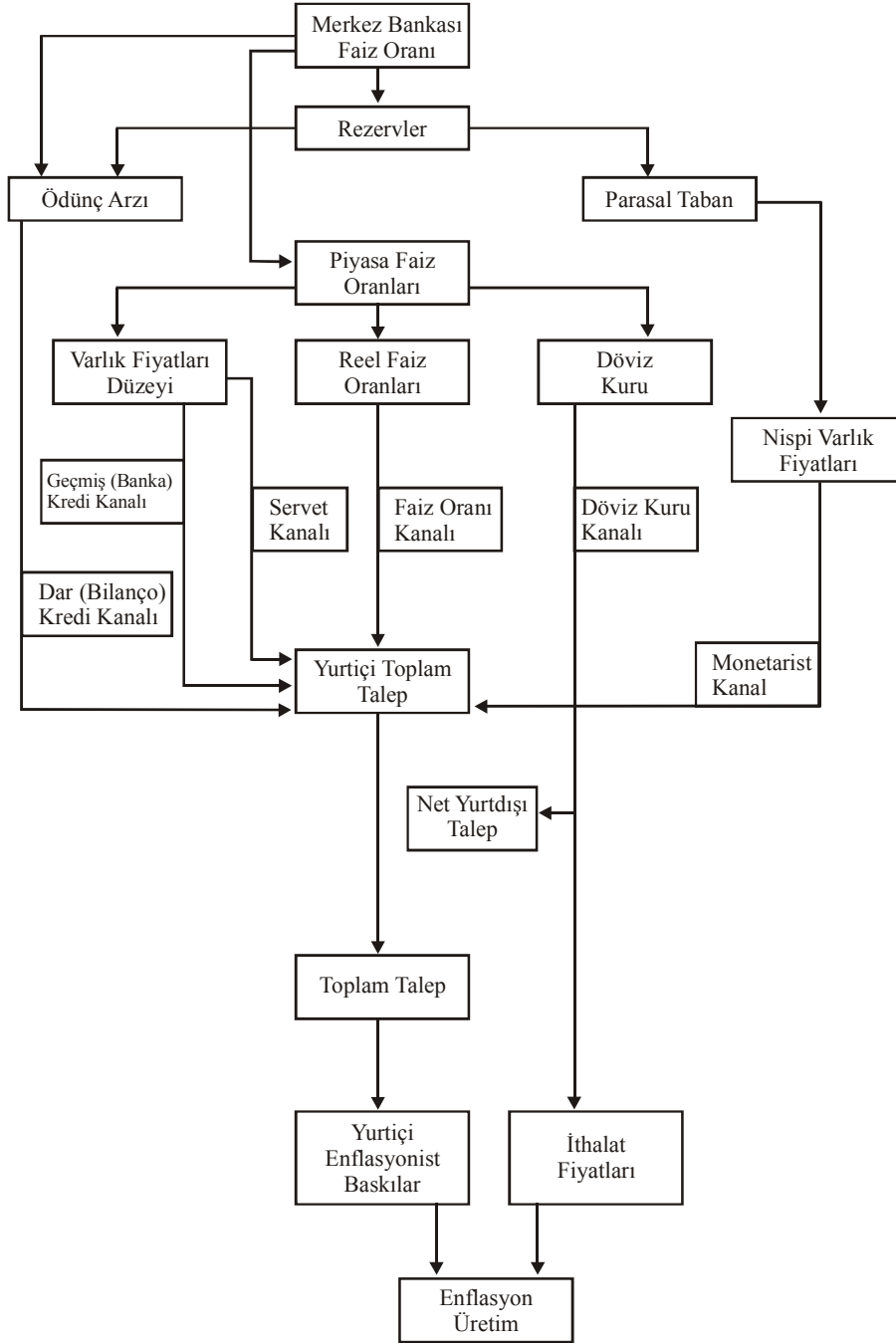
⁴³ John B.Taylor, "Alternative Views of the Monetary Transmission Mechanism: What Difference Do They Make for Monetary Policy", **Oxford Review of Economic Policy**, vol.16, No.4, Winter 2000, p.62

Para politikası aktarım mekanizmasının açıklanmasında, belirtildiği üzere, ücret-fiyat yapışkanlıklarının varlığı, nihai olarak üretim ve enflasyon üzerindeki etkileri tayin etmektedir. Ücret-fiyat davranışları, enflasyon beklentileri ve piyasaların rekabet yapısı gibi kurumsal faktörlerden etkilenmektedir. Para politikası uygulamalarının kredibiliteye sahip olması, düşük ve istikrarlı enflasyon beklentileri sağlamak suretiyle, para politikası aktarım mekanizmasının işleyişindeki gecikmeleri ve belirsizlikleri ortadan kaldırmakta ve para politikasının etkinliğini artırmaktadır. Bu ortamda para politikasının beklentiler aracılığıyla nihai değişkenleri etkilemesi nedeniyle, beklentiler kanalının varlığından da söz edilmektedir.⁴⁴

Bu çerçevede para politikası aktarım mekanizmasına yönelik alternatif yaklaşımlar birarada ele alınmak suretiyle Şekil 4 aracılığıyla incelenebilir. Para politikası literatüründe esas olarak faiz oranı kanalı, döviz kuru (ve diğer varlıklar) kanalı ve kredi kanalı olmak üzere üç temel kanaldan söz edilmektedir. Belirtilmesi gereken önemli bir nokta bu kanalların işleyişlerinin para politikası uygulama sürecinin çeşitli aşamalarında ortaya çıktığı ve birbirleriyle karşılıklı etkileşim içinde olduğudur. Ayrıca aktarım sürecinin dinamikleri banka-finans piyasalarının gelişmişliği, makroekonomik istikrarın varlığı gibi unsurlara bağlı olarak ülkeler arasında farklılaşmaktadır.⁴⁵

⁴⁴ Yuong Ha, "Uncertainty About the Length of the Monetary Policy Transmission Lag: Implications for Monetary Policy", **Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series**, DP 2000/01, 2000, p.6

⁴⁵ BIS (Bank for International Settlements), **The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economics**, BIS Policy Paper, No.3, January 1998, p.9



Şekil 4
Para Politikası Aktarım Mekanizması

Kaynak: Kenneth M. Kuttner and Patricia C. Mosser, "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions", **FED of New York Economic Policy Review**, Vol.8 No.1, May 2002, p. 16 ve Phillip Arestis and M. Sawyer, "Can Monetary Policive Affect The Real Economy?", **Jerome Levy Economics Institute Public Policy Brief**, No.72, 2003, p.9'dan yararlanılarak düzenlenmiştir.

i. Faiz Oranı Kanalı

Faiz oranı kanalı ile işleyen para politikası aktarım mekanizması, literatürdeki konumunu elli yıldır koruyan standart mekanizma olarak karşımıza çıkmaktadır. Keynesgil aktarım mekanizmasının temel değişkeni olarak faiz oranının etkisi, IS-LM analizi çerçevesinde açıklanmaktadır.

Keynesgil IS-LM analizine göre faiz oranı kanalı ile işleyen para politikası aktarım mekanizması basit bir biçimde şöyle gösterilebilir:

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

Para arzındaki ($M\uparrow$) artış, likidite tercihi teorisi dahilinde faiz oranlarında (i_r) düşüş yaratmaktadır. Merkez bankası, politika enstrümanı olarak, borçlanmanın maliyetini ifade eden faiz oranını kullanmak suretiyle sermayenin maliyetini, dolayısıyla sabit yatırım, konut, stok yatırımı ve dayanıklı tüketim malları gibi uzun ömürlü mallara yönelik harcama davranışlarını etkileyebilir. Faiz oranlarındaki düşüş yatırım ve tüketim harcamalarını artırarak toplam talebi ve üretimi artırmaktadır. Böylelikle standart aktarım mekanizmasında parasal genişleme iktisadi faaliyet hacmini artırmakta, parasal daralma iktisadi faaliyet hacmini azaltmaktadır.⁴⁶

Para politikası aktarım mekanizmasının bir unsuru olarak faiz oranı kanalının etkinliği, enflasyonist ortamın niteliğine göre değişmektedir. Yüksek enflasyon ortamında, reel faiz oranları, enflasyon belirsizliğini yansıtan bir risk primini içermektedir. Şayet enflasyon değişkenlik gösteriyorsa, yüksek reel faiz oranları sadece sıkı para politikası uygulamalarının bir yansıması değil aynı zamanda yüksek risk primini de ifade etmektedir. Düşük enflasyon ortamında ise faiz oranı kanalının etkinliği artmaktadır. Zira düşük enflasyon ortamı, daha az değişkenliği ifade eden düşük risk primine ve reel faiz oranına karşılık gelmektedir.⁴⁷

⁴⁶ Frederic S.Mishkin, "Symposium on The Monetary Transmission Mechanism", **Journal of Economic Perspectives**, vol.9, No.4, Fall 1995, p.4

⁴⁷ BIS, p.58

ii. Döviz Kuru Kanalı

1970'li yılların başlarında Bretton Woods sisteminin yıkılması ve özellikle 1990'lı yıllarda yaşanan finansal kriz deneyimlerinin ardından, sermaye hareketlerinin serbestleşmesiyle yaşanan uluslararasılaşma süreci ve sabit kurlar yerine esnek döviz kurlarının benimsenmesi yönündeki eğilimler, para politikasının döviz kuru kanalından ortaya çıkan etkilerinin önemini artırmıştır.

Döviz kuru kanalı ile işleyen aktarım mekanizmasında faiz oranı değişikliklerinin etkileri de içermektedir. Zira para arzındaki artışın reel faiz oranlarında yarattığı düşüş yabancı para cinsinden mevduatları yerli para cinsinden mevduatlara nazaran daha cazip hale getirerek yerli paranın değer kaybetmesine yol açmaktadır ($E \downarrow$). Yerli paranın değer kaybetmesi ise yurt içinde üretilen malları yabancı mallara oranla ucuz hale getirmekte ve bu şekilde net ihracatı artırarak ($Nx \uparrow$) toplam üretimin artması sonucunu doğurmaktadır.⁴⁸ Döviz kuru aktarım mekanizması basit bir biçimde şöyle gösterilebilir:

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

Burada önemli olan, reel ve nominal döviz kuru arasındaki ayrımın, aktarım mekanizması açısından oynadığı roldür. Kısa dönemde ücret ve mal fiyatlarının yavaş biçimde ayarlanması halinde nominal döviz kurundaki artış reel döviz kurunda da artış yaratmaktadır. Reel döviz kuru fiyatlar ve/veya nominal döviz kurlarının ayarlandığı uzun dönemde ise denge değerine yakınsayacaktır. Dolayısıyla ekonominin bünyesinde mevcut rijitlikler üretim artışını tayin etmektedir. Söz konusu rijitlikler reel faiz oranı ve reel döviz kurundaki değişikliklerin kısa dönemde net reel ihracat, reel tüketim, reel yatırım ve dolayısıyla reel GSYİH üzerinde etkide bulunmasını sağlamakta; uzun dönemde reel GSYİH, reel döviz kuru ve reel faiz oranları temel düzeylerine dönmektedir.

Para politikasının döviz kuru aracılığıyla net ihracatı etkileme süreci, uluslararası finansal sermayenin hareketliliğine bağlı olarak oluşmaktadır. Sermaye hareketlerindeki

⁴⁸ Mishkin, "Symposium on The...", p.5

serbestlik, kısa dönem faiz oranları ile döviz kuru arasında faiz oranı paritesi olarak adlandırılan bir ilişki olduğu anlamına gelmektedir. Faiz oranı paritesine göre rasyonel bekleyişlerin varlığında iki ülkedeki faiz oranları arasındaki farklılık döviz kuru açısından beklenen değişim oranına eşit olmalıdır. Bu ilişki bozulduğu takdirde, nispi olarak yüksek getiri oranının olduğu ülkeye sermaye girişi ortaya çıkacak ve bu süreç beklenen getiri oranları her iki ülke için eşitleninceye kadar devam edecektir.

Bu durumda para politikasının döviz kurunu etkileme süreci şöyle açıklanabilir: Merkez bankası kısa dönem faiz oranını artırdığı takdirde, faiz oranı paritesine göre, döviz kurunun artması gerekmektedir ki, buna bağlı olarak döviz kurunun düşeceği yönünde ortaya çıkan bekleyişler getiri oranlarının yurtiçi ve yurtdışında eşitlenmesini sağlayacaktır. Sonuç olarak, iki ülkedeki faiz oranı farklılıkları ile döviz kuru arasında pozitif bir ilişki olması gerekmektedir.⁴⁹

iii. Diğer Varlık Fiyatları Kanalı

J. Tobin, tarafından geliştirilen portföy dengesi yaklaşımında para ve tahvil dışı varlıklarında analize katıldığı nispi fiyat analizi temel alınmakta, ancak monetarist servet uyarlama mekanizması para arzındaki değişiklikleri genel ekonomik faaliyetleri etkileyen dominant faktör olarak kabul etmesi ile portföy dengesi yaklaşımından ayrılmaktadır.

Tahvil faiz oranının sermayenin maliyetini dolayısıyla üretimi etkileyen temel faktör olduğu yönündeki Keynesgil görüşü reddeden J. Tobin, para politikasının ekonomiyi hisse senetlerinin fiyatlarında ortaya çıkan değişiklikler aracılığıyla etkilediği bir mekanizma ortaya koymaktadır. Tobin q'yu "firmaların piyasa değerinin sermayenin yenileme maliyetine oranı" olarak tanımlamaktadır. Eğer q, yüksek bir değer alıyorsa firmaların piyasa değeri sermayenin yenileme maliyetine oranla yüksektir ve yeni bina yapımı, makine ve teçhizat satın alımı ticari firmaların piyasa değerine oranla ucuz olmaktadır. Bu durumda firmalar hisse senedi ihraç ederlerse satın aldıkları sermaye mallarının maliyetine oranla yüksek bir fiyat elde ederler. Haliyle firmalar az

⁴⁹ Taylor, "The Monetary Transmission.....", pp.15-16

miktarda hisse senedi satarak elde edecekleri fonları kullanmak suretiyle çok miktarda yeni sermaye malı satın alabilecekleri için yatırım harcamaları artacak, toplam talep ve üretim de artacaktır. Diğer taraftan q düşükse, belirtilen süreç tersine işleyecek, firmalar açısından bir başka firmayı ucuza satın alarak mevcut sermayeyi elde etmek daha cazip olacağı için, yatırımlar azalacaktır.

Yüksek hisse senedi fiyatlarının ($P_s \uparrow$) yüksek q ($q \uparrow$) değerine ve dolayısıyla yüksek yatırım harcamalarına ($I \uparrow$) neden olacağı gerçeği ile birleştirilmesi ile oluşan mekanizma basit bir biçimde şöyle ifade edilebilir:

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

Hisse senedi fiyatları yoluyla gerçekleşen alternatif bir parasal aktarım mekanizması, servet kanalı yoluyla oluşmaktadır. F. Modigliani'nin "yaşam boyu gelir" modelinde kişiler tüketim ve tasarruf davranışlarında sadece cari gelir seviyelerine göre değil, beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servet unsurlarının toplamından oluşan yaşam boyu gelirlerine göre de hareket ederler. Finansal servetin en önemli bileşeni, hisse senedir. Hisse senedi fiyatları arttığında finansal servetin değeri de artmaktadır. Haliyle tüketicilerin yaşam boyu kaynakları da yükselmekte ve tüketim artmaktadır. Böylece genişletici para politikasının hisse senedi fiyatlarında bir artışa neden olabileceği diğer bir aktarım mekanizması oluşmaktadır. Servet kanalı basit bir biçimde şöyle ifade edilebilir:

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

iv. Kredi Kanalları

Kredi yaklaşımında banka kredileri ile halka arz edilen tahvillerin tam ikame varlıklar olmadığı kabul edilmektedir. Bu yaklaşımda para politikasının faiz oranları üzerindeki doğrudan etkilerinin dış finansman priminde ortaya çıkan içsel değişikliklerle güçlendirildiği iddia edilmektedir. Bu anlamda kredi kanalının geleneksel Keynesgil-Monetarist mekanizmalara bir alternatif nitelik taşımadığını,

tersine geleneksel faiz oranı mekanizmasını güçlendiren ve yayan bir mekanizma ortaya koyduğu da dile getirilmektedir.⁵⁰

Dış finansman primi, dış finansman (hisse senedi ve tahvil ihracı) yoluyla elde edilen fonlar ile iç finansman (karların dağıtılmaması) yoluyla elde edilen fonlar arasındaki maliyet farklılığını ifade etmekte ve primin büyüklüğü ödünç verenlerin beklediği getiri ile alıcıların maruz kaldığı maliyetleri birbirinden farklılaştıran piyasa başarısızlıklarının derecesini yansıtmaktadır. Dış finansman primi ile, ödünç verenin alıcı hakkında bilgi toplama, faaliyetlerini denetleme ve değerlendirme maliyetleri, ödünç alıcıların verenlerden daha fazla bilgiye sahip olmalarından kaynaklanan "limon primi" ve ahlaki zafiyet (moral hazard) problemlerinin varlığı ya da sözleşme hükümlerine bağlı olarak doğma ihtimalleri yansıtılmaktadır.

Bu çerçevede, kredi yaklaşımına göre para politikasının dış finansman primi üzerindeki etkileri piyasa faiz oranları üzerindeki etkileri ile aynı yönde ortaya çıkmakta; para politikasının yarattığı etkilerin bu şekilde güçlendirilmesi, sözkonusu etkilerin bileşimi, gücü ve zamanlaması hakkında tek başına faiz oranlarından daha fazla bilgi taşımaktadır. Merkez bankaları, dış finansman primini, banka ödünçü kanalı ve bilanço kanalı olmak üzere iki kanaldan etkilemektedir.

1. Banka Ödünç Kanalı

Banka ödünçü kanalının altında yatan temel görüş, bankaların ödünç alıcıları, özellikle de asimetrik bilgi problemlerinin ortaya çıkma ihtimallerinin yüksek olduğu küçük firmaları denetleyebilme güçleri nedeniyle özel bir role sahip olmalarıdır. Bu sebeple küçük firmalar ancak bankalardan borç alarak kredi piyasasına girebilirken, büyük firmalar, bankalara başvurmaksızın tahvil ve hisse senedi piyasaları aracılığıyla kredi piyasalarına doğrudan ulaşabilmektedirler.

Bu koşullar altında, banka rezervlerini ve mevduatlarını artıran genişletici bir para politikası uygulaması ödünç verilebilir fon miktarını ve kredi arzını artırmaktadır.

⁵⁰ Ben S. Bernanke and M.Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission", **Journal of Economic Perspectives**, vol.9, No.4, Fall 1995, pp.34-35

Banka kredi arzında ortaya çıkan artış, dış finansman primini azaltarak reel faaliyetleri ve dolayısıyla yatırım (ve tüketim) harcamaları ve üretimi artıracaktır. Bu mekanizma basit bir biçimde şöyle ifade edilebilir:

$$M\uparrow \Rightarrow \text{Banka mevduatları}\uparrow \Rightarrow \text{Banka kredileri}\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

2. Bilanço Kanalı

Bilanço kanalı, ödünç alıcıların karşı karşıya kaldığı dış finansman priminin finansal pozisyonlarına bağlı olması gerektiği şeklindeki teorik beklenti üzerine kuruludur. Ödünç alınan likit varlıklar ile pazarlanabilir terminat toplamından oluşan net değer ne kadar yüksekse, dış finansman priminin o kadar düşük olması gerekmektedir. Daha yüksek net değer yarattığı daha güçlü bir finansal pozisyona sahip olunması, alıcının ödünç veren ile potansiyel çıkar çatışmasını azaltmaktadır. Ödünç alıcıların finansal pozisyonlarının dış finansman primini ve dolayısıyla borçlanma koşullarını etkiliyor olması, bilançolarının da yatırım ve harcama kararlarını etkilemesi gereğini doğurmaktadır.

Para politikası firma bilançolarını çeşitli şekillerde etkileyebilmektedir. Hisse senedi fiyatlarının artmasına neden olan genişletici para politikası, ters seçim ve ahlaki zafiyet sorunları azalacağı için, firmaların net varlıklarını artırarak yatırım harcamaları ve toplam üretimi artırmaktadır. Bu mekanizma basit bir biçimde şöyle gösterilebilir:

$$M\uparrow \Rightarrow P_s\uparrow \Rightarrow \text{Ters Seçim ve Ahlaki Zafiyet Sorunları}\downarrow \Rightarrow \text{Banka Kredileri}\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

Nominal faiz oranlarını düşüren genişletici para politikası firmaların nakit akışlarını yükselterek firma bilançolarını iyileştirmekte ve ters seçim ve ahlaki zafiyet sorunlarını azaltmaktadır. Bu mekanizma ise şöyle gösterilebilir:

$$M\uparrow \Rightarrow i\downarrow \Rightarrow \text{Nakit Akımı}\uparrow \Rightarrow \text{Ters Seçim ve Ahlaki Zafiyet Sorunları}\downarrow \Rightarrow \text{Banka Kredileri}\uparrow \Rightarrow I\uparrow \Rightarrow Y\uparrow$$

Bu mekanizmanın işleyişinde belirtilmesi gereken önemli bir husus firmaların nakit akımını etkileyen oranın nominal faiz oranı olmasıdır. Bu sebeple, bilanço kanalındaki faiz oranı mekanizması, yatırımların esas olarak nominal değil reel faiz oranının fonksiyonu olarak kabul edildiği geleneksel faiz oranı kanalından farklıdır. Dahası, firmaların nakit akımının uzun vadeli çok kısa vadeli borçlar için yapılan

faiz ödemelerinden etkilenmeleri nedeniyle, kısa dönem faiz oranı bilanço kanalının işleyişinde önemli bir rol oynamaktadır.

Üçüncü bilanço kanalı para politikasının fiyatlar genel düzeyi üzerindeki etkileri aracılığıyla işlemektedir. Borç geri ödemeleri sözleşme itibariyle nominal olarak sabit olduğundan, fiyat düzeyinde beklenmeyen bir artış firmaların bilançolarındaki yükümlülüklerinin reel değerini düşürürken, varlıkların reel değerini düşürmemektedir. Bu anlamda fiyat düzeyindeki artışların bilanço etkileri simetrik değildir. Dolayısıyla fiyat düzeyinde öngörülmedik artış yaratan genişletici bir para politikası, firmaların net reel değerini artırmakta ve bu şekilde ters seçim ve ahlaki zafiyet sorunlarını azaltarak yatırım harcamaları ve toplam üretimde artışa yol açmaktadır. Bu mekanizma ise basit olarak şöyle gösterilebilir:

$M \uparrow \Rightarrow \text{Beklenmeyen } P \uparrow \Rightarrow \text{Ters Seçim ve Ahlaki Zafiyet Sorunları} \downarrow \Rightarrow \text{Banka Kredileri} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Kredi kanalı yaklaşımı literatürü firmaların davranışları üzerine ağırlık kazanmakla beraber, kredi piyasasında yaşanan uyuşmazlıklar aynı şekilde hanehalklarının özellikle konut ve dayanıklı tüketim harcamalarına da uygulanabilir. Parasal daralmanın neden olduğu banka kredilerindeki azalma diğer fon kaynaklarına ulaşamayan tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarını azaltmaktadır. Aynı şekilde faiz oranlarındaki bir artış da tüketicilerin bilançolarını bozarak nakit akışlarını bozmaktadır.⁵¹

Bilanço kanalının bu mekanizması, ödünç verenlerin ödünç verme arzusundan çok tüketicilerin harcama yapma istekleri yoluyla işlemektedir. Tüketiciler, borçlarına nazaran daha fazla finansal varlığa sahipseler daha az likit ve daha fazla likit olmayan varlık tutmayı yeğleyerek dayanıklı tüketim malı ve konut harcamalarını artırmaya istekli olurlar. Hisse senedi fiyatları arttığında tüketicilerin finansal varlıklarının da değeri artacağı için, daha güvenli bir finansal pozisyona sahip olacaklar ve geleceğe yönelik olumlu beklentileri artacağı için dayanıklı tüketim ve konut harcamalarını

⁵¹ Frederic S.Mishkin, "The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No.8617, December 2001, pp.10-11

artıracaklardır. Para ve hisse senedi fiyatları ile işleyen farklı bir mekanizma olan bu süreç, basit bir biçimde şöyle gösterilebilir:

$M \uparrow \Rightarrow P \uparrow \Rightarrow \text{Finansal Varlıkların Değeri} \uparrow \Rightarrow \text{Finansal Sıkıntı Bekleyişi} \downarrow \Rightarrow \text{Dayanıklı Tüketim Malı ve Konut Harcamaları} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$

Esas olarak akademisyenler arasında hangi aktarım mekanizmasının işleyişinin önemli olduğu hususunda anlaşmazlıklar olsa da döviz kuru, hisse senedi fiyatları, konut ve arsa fiyatları gibi diğer varlık fiyatlarının para politikası aktarım mekanizmasının önemli bir unsuru olduğu yönünde Keynesgil, Monetarist ve Yeni Keynesgil iktisatçılar görüş birliği içindedirler. Öte yandan, özellikle 1990'lı yıllarda sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ve finansal liberalizasyon uygulamaları geleneksel faiz oranı ve kredi mekanizmalarının önemini azaltmaktadır.

3. Para Politikası Kuralları: Kavramsal Çerçeve ve Tipoloji

Para politikasının nihai ve öncelikli amacı olarak fiyat istikrarına ulaşılması sürecinde, seçilen temel politika enstrümanının nasıl ve ne şekilde kullanılacağına belirlenmesi hem para politikası fiili uygulama biçiminin tanımlanması hem de uygulanan politikanın performansının değerlendirilmesi bakımından incelenmeyi gerektirmektedir. Böyle bir inceleme politikaların dizaynı ve yürütülmesinde kural-ihiyari dikotomisinin, uygulama açısından neyi ifade ettiğinin açıklanmasına imkan verecektir.

Para politikası için bir kuralın izlenmesi, önceden düzenlenmiş bir formül çerçevesinde spesifik olarak ifade edilen temel politika enstrümanının değişen koşullara karşı kullanımını ifade etmektedir. Böyle bir davranışı John Taylor, "düzenli (methodical), belirli bir plana bağlı ve tesadüfi olmayan nitelikleriyle sistematik bir süreç olarak betimlemektedir. Bu anlamda para politikası kuralı "merkez bankasının temel politika enstrümanını hangi koşullar altında değiştireceğini olabildiğince açık ve basit bir biçimde ifade ettiği sistematik bir karar alma sürecini ifade eder.⁵²

⁵² John B.Taylor, "Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies", iç. **Stabilization and Monetary Policy: The International Experience**, Banco de Mexico, 75th Aniversary Seminar, Mexico

İhtiyari politika davranışı ise merkez bankasının temel politika enstrümanını her dönem değişen koşullara bağlı bir biçimde yeniden optimizasyon yaparak kullanmasını ifade etmektedir. Böyle bir davranış biçimi mevcut politikaların geçmişte elde edilen deneyimlerden etkilenmemesini beraberinde getirmektedir. Geçmişte verilen sözler mevcut uygulamalar için bir kısıt oluşturmamaktadır. Her dönem yeniden optimizasyona yönelme davranışı, temel politika enstrümanı ile para politikasının nihai amaç değişkenlerinin arzulanan düzeylerinden sapmaları arasında ilişki kuran bir reaksiyon fonksiyonuna götürmektedir. Bu bağlamda reaksiyon fonksiyonları ihtiyari politika davranışının matematiksel bir gösterimini ifade etmektedir.⁵³

Yeni Neo-klasik Sentez yaklaşımı çerçevesinde, para politikası nihai amaç değişkenleri sadece mevcut politikalardan değil, iktisadi ajanların bekleyişlerinden de etkilenmektedir. Dolayısıyla politika yapım ve uygulama sürecinde iktisadi ajanların bekleyişleri dikkate alınmak durumundadır. Bu durumda merkez bankası herhangi bir kurala yönelik olarak bağlayıcılık niteliği olan bir taahhütte bulunmasa bile, temel politika enstrümanını, enflasyon ve üretimin hedef değerlerinden sapmalarına cevap olarak her dönem yeniden ayarlayacak ve kayıp fonksiyonunu minimize edecektir. İktisadi ajanlarda merkez bankasının reaksiyonlarına bağlı olarak bekleyişlerini oluşturacaklardır.

Bu tarz bir optimizasyon davranışı, ihtiyari politikaların naif bir biçimde uygulandığı durumdan farklılık göstermekte kurala dayalı bir karakter sergilemektedir. İhtiyari politika davranışında her dönem yeniden optimizasyon süreci, birbirleriyle ilgisi olmayan kararlar silsilesi şeklinde gelişmektedir. Bugün uygulanan politika dünden ve yarına yönelik bekleyişlerden bağımsızdır. Öte yandan iktisadi ajanların ileriye yönelik

City, November 14-15 2000, p.443. Taylor'a göre bir nihai amaç değişkeni için hedef değeri belirleyen politika önerilerinin (örneğin nominal GSYİH hedeflemesi ya da enflasyon hedeflemesi) politika kuralı olarak değerlendirilmesi mümkün değildir. Zira, nominal GSYİH hedeflemesi, merkez bankasının nominal GSYİH'yi mümkün olduğunca istikrarlı tutma amacını ifade ederken, temel politika enstrümanının nasıl değiştirileceği hakkında bir bilgi vermemektedir. Bir diğer deyişle, nominal GSYİH hedeflemesi, temel politika enstrümanının GSYİH'ya yönelik belirli bir fonksiyonunu ifade etmemesi nedeniyle bir para politikası kuralı değildir.

⁵³ Bennett T. McCallum, "The Present and Future of Monetary Policy Rules", **International Finance**, vol.3, Issue2, July 2000, p.278

bekleyişlerine göre karar aldıkları bir ortamda yarının koşulları bugünün, bugünün koşulları da dünün bekleyişlerine bağlı olarak oluşmaktadır. Dolayısıyla böyle bir ortamda gerçekleşen optimizasyon davranışı, para politikasının sistematik olarak ve süreklilik arz eden bir biçimde yürütüldüğü kurala dayalı yaklaşıma karşılık gelmektedir.

Michael Woodford, kurala dayalı politika yaklaşımına karşılık gelen periyodik optimizasyon sürecinin, zaman sınırı olmayan (timeless) bir perspektife sahip olması itibariyle, Barro-Gordon tipi bir taahhüdü içeren kural yaklaşımından farklı olduğunu vurgulamaktadır. Barro-Gordon analizinde kuralın, değişen politika tercihlerinden ya da ekonomiye yönelik bilgilerimizden bağımsız bir karaktere sahip olması nedeniyle, bu tarz bir karar alma sürecinin doğasında dinamik tutarsızlık bulunmaktadır. Böyle bir kural tipi, belirli bir kurala yönelik olarak yapılan taahhüt mekanizmasının doğurduğu rijitlik nedeniyle merkez bankacıların politika kuralı uygulamasına karşı durmalarına yol açmaktadır.⁵⁴ Ancak, sistematik ve süreklilik arzeden bir biçimde uygulanan kurala dayalı politika yaklaşımı, mevcut koşullarla ilgili tüm bilgiyi dikkate almanın yanı sıra, koşullarda oluşan bir değişikliğin -örneğin para politikası aktarım mekanizmasında oluşan bir değişme- politika kuralını da değiştirmesine imkan vermektedir. Böylelikle ihtiyari politikaların naif bir biçimde uygulanmasıyla oluşabilecek enflasyonist eğilimi de ortadan kaldırmaktadır.⁵⁵

Bu açıklamalara bağlı olarak kurala dayalı politika ile ihtiyari politika arasında teorik tartışmalarda varolan dikotomi, para politikasının dizaynı ve yürütülmesi açısından iki ayrı kutuptan ziyade, uygulanan politikaların kurala dayalı kısmı ile

⁵⁴ Uygulamada yer alan merkez bankacılar ile akademisyenler "politika kuralı" ifadesini farklı algılamaktadırlar. Merkez bankacılar için kural ifadesi, politika uygulamalarında esnekliğin (ihtiyariliğin) kaybolduğu rijit bir politika davranışını ifade etmektedir. Akademisyenler ise kurala dayalı politika ile, temel politika enstrümanının benzer koşullar için benzer şekilde kullanıldığı, süreklilik taşıyan, sistematik bir politika davranışına atıfta bulunurlar.

⁵⁵ Michael Woodford, "Commentary: How Should Monetary Policy Conducted in an Era of Price Stability?" iç. **New Challenges for Monetary Policy**, A Symposium sponsored by the FED of Kansas City, August 26-28 1999, p.293. Nitekim, Lucas, iktisadi ajanların rasyonel bekleyişler çerçevesinde yapmış oldukları optimizasyon davranışının, süreklilik arzeden sistematik politika uygulamalarına daha uygun olduğunu belirtmektedir. Lucas and Barro, "After Keynesian Macroeconomics....", p.303

ihtiyarilik içeren kısmının hangi ağırlıkta olacağına dair bir "derece" sorununu ifade etmektedir. Bu yönüyle kurala dayalı politika yapma süreci, sabit bir politika kuralına yönelik taahhüte ihtiyaç duymaksızın, "ihtiyarilik koşulları altında karar alma" davranışına karşılık gelmektedir.

John Taylor, para politikası kuralları ile ilgili olarak, 1. politika kurallarının tanımı, 2. Yeni bir politika kuralına geçiş ve 3. Kuralların günlük olarak uygulanması şeklinde üç aşamaya dikkat çekmektedir. İhtiyari politikalar, bir politika kurallarından diğerine geçiş süreci ya da uygulanan politikaların bir bölümü olarak değerlendirilir.

Burada, bir politika kuralından diğerine geçiş sürecinde ihtiyari politikalar iki açıdan işlev görürler. İlk olarak, merkez bankasının temel politika enstrümanını ayarlarken fiyat ve üretim gelişmelerine ilişkin çeşitli gösterge ve analizlerden elde ettiği tüm bilgi setini kullanması sözkonusu olmaktadır. İkinci olarak, koşullarda olası bir değişme karşısında (örneğin finansal piyasalarda doğabilecek bir likidite sıkışıklığı) merkez bankası temel politika enstrümanını yeniden ayarlamaktadır. Böylelikle kurala dayalı politika yapma süreci, temel politika enstrümanının katı ya da mekanik bir biçimde belirlenmesi anlamına gelmemektedir.⁵⁶

Özellikle 1990'lı yıllardan sonra, para politikası kurallarına yönelik teorik ve ampirik araştırmaların yoğunlaştığı görülmektedir. Literatürde kurala dayalı politika yapma sürecinin önemi üzerinde bir anlaşma olmasına karşın, bu sürecin nasıl ifade edileceği bir diğer deyişle hangi kural tipinin uygulanacağı konusunda farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Buna bağlı olarak politika kuralının tanımlanmasında farklılıklar doğmakta ve literatürde kural tiplerinin ayrıştırılması hususunda terminolojik sorunlar ortaya çıkmaktadır.⁵⁷

⁵⁶ Taylor, "Using Monetary Policy Rules....", p.444

⁵⁷ Para politikasının analizinde kural tipleri ve performansları üzerine geniş bir literatür mevcuttur. Sözkonusu literatürde, kullanılan makroekonometrik model, açık ya da kapalı ekonomi varsayımı, reaksiyon fonksiyonu içinde yer alan değişkenler, seçilen temel politika enstrümanı, iktisadi ajanların ileriye ya da geriye yönelik davranışları bağlamında kural tipleri çeşitlilik göstermekte ve genel bir çerçeve oluşturmak güçlük arz etmektedir. Bu güçlüğü bir diğer boyutunu, analizlerin ileri simülasyon teknikleri kullanılarak yapılması sebebiyle para politikası uygulama sürecinin teknisyen-mühendislik nitelikleri oluşturmaktadır. Bu anlamda literatürde uygulamada yer alan merkez bankacıların önemli bir

Bununla birlikte, para politikasının yürütülmesinde kurallara yönelik tipolojinin, A.Blinder, K.Kuttner ve Lars E.O.Svensson'un çalışmalarından hareketle oluşturulması mümkündür.

a. Blinder-Kuttner Sınıflandırması

A. Blinder (1987) ve K. Kuttner'in (2004) çalışmalarından hareketle para politikası kurallarının tipolojisi iki yönlü bir sınıflandırma çerçevesinde ele alınabilir (Tablo 2).⁵⁸

Tablo 2
Para Politikası Kurallarının Tipolojisi

| | Duruma koşullu (contingent) | Duruma koşullu olmayan (non-contingent) |
|------------------------------------|--|---|
| Amaç değişkenlerine dayalı | Kaçınma şartı-istisna içeren enflasyon hedefi | Enflasyon Hedeflemesi Nominal GSYİH Hedeflemesi |
| Enstrüman değişkenlerine dayalı | McCallum Kuralı TaylorKuralı | M. Friedman'ın %k kuralı |

İlk sınıflandırma, uygulanacak para politikası kuralının, ekonominin mevcut koşullarında meydana gelebilecek olası değişmelere cevap verip vermeyeceğine bağlı olarak duruma koşullu ve duruma koşullu olmayan kurallar arasında yapılmaktadır. Bu ayırım literatürde aktivist ve aktivist olmayan kurallar şeklinde de ifade edilmektedir. Duruma koşullu olmayan kural uygulaması, herhangi bir nominal değişkene yönelik katı bir taahhüdü içermekte ve ekonominin mevcut koşullarında meydana gelen bir değişme (örneğin üretime yönelik bir arz şoku) dikkate alınmamaktadır. Bu tarz kural tipine en uygun örnek M. Friedman'ın para arzı için sabit bir büyüme oranı öneren

ağırlığı gözlenmektedir. Konu ile ilgili olarak Bennett T.McCallum, "Issues in the Design of Monetary Policy Rules", **NBER Working Paper**, No.6016, April 1997

⁵⁸ Alan S.Blinder, "The Rules versus Discretion Debate in the Light of Recent Experience", **Weltwirtschaftliches Archiv**, Band 123, Haft3, 1987, p.401 ve Kenneth N.Kuttner, "The Roles of Policy Rules in Inflation Targeting", **FED of St.Louis Review**, vol.86, No.4, July-August 2004, pp.2-3

kuralıdır. Potansiyel olarak duruma koşullu olmayan kurallar üretim ve fiyatlarda daha fazla dalgalanma yaratmaktadır. Bu sebeple, literatürde daha esnek ve duruma koşullu kurallar üzerinde durulmakta, katı bir kuralın uygulamada da yeri bulunmamaktadır.

K. Kuttner, duruma koşullu kurallar arasında, temel politika enstrümanını nihai amaç değişkenleri ile ilişkilendiren basit kurallar ile Tinbergen-Theil geleneği dahilinde merkez bankası reaksiyon fonksiyonundan türetilen optimizasyon kuralları şeklinde bir ayırım yapmaktadır.⁵⁹ Basit kural uygulamasında, temel politika enstrümanı nihai amaç değişkenlerinin fonksiyonu olarak mekanik bir formül ile tanımlanmaktadır. Bu tarz kurallara en tipik örnek para arzı için McCallum kuralı⁶⁰, faiz oranı için Taylor kuralıdır.⁶¹

Taylor kuralı basit bir biçimde şöyle ifade edilebilir:

$$i_t = r^* + \pi^* + \alpha (\pi_t - \pi^*) + \beta (y_t - y^*)$$

Merkez bankası üretim düzeyinin veya enflasyon oranının uzun dönemde denge değerinden sapması durumunda kısa vadeli faiz oranlarını (dolayısıyla kısa dönem reel faiz oranlarını) değiştirerek enflasyon oranı ve üretim düzeyini etkileyebilmektedir. Bu çerçevede Taylor, nominal faiz oranını (i_t), gerçekleşen enflasyonun hedeflenen değerinden sapması ($\pi_t - \pi^*$) ve üretim açığının ($y_t - y^*$) bir fonksiyonu olarak tanımlamıştır. Bu ilişkide beklenen enflasyonun hedeflenenden sapması ve üretim açığının katsayılarının pozitif olması beklenmektedir.

Eğer enflasyon oranı hedeflenen değerinin veya üretim düzeyi potansiyel üretim düzeyinin üzerindeyse merkez bankası kısa vadeli nominal faizleri artırarak toplam talebi kısabilir. Böylelikle enflasyon oranı veya üretim düzeyi hedeflenen düzeylerine çekilebilir. Clarida, Gali ve Gertler, para politikası enstrümanı olarak kısa vadeli faiz oranını kullanan Amerika, Almanya, Japonya, Fransa, İtalya, İngiltere gibi ülkelerde,

⁵⁹ Kuttner, p.2

⁶⁰ Bennett T. McCallum, "Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, vol.29, 1988, pp.173-203

⁶¹ John B. Taylor, "Discretion versus Policy Rules in Practice", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, vol.39, December 1993, p.199

para politikası uygulama sürecinin Taylor kuralına uygun bir biçimde gerçekleştiğini ortaya koymuşlardır.⁶²

Taylor tipi basit para politikası kurallarının performanslarının değerlendirilebilmesi için, sözkonusu kuralların farklı makroekonometrik model tiplerinde nasıl çalıştığına ortaya konulması gerekmektedir. Buna bağlı olarak, ekonominin işleyiş biçimini ortaya koyan belirli bir makroekonometrik model ile merkez bankasının temel politika enstrümanı ile nihai amaç değişkenlerinin arzulanan düzeylerinden sapmalarını ilişkilendiren reaksiyon fonksiyonuna bağlı olarak optimizasyon kuralları elde edilmektedir. Bu anlamda para politikası kuralı, kısıtlı bir dinamik optimizasyon sürecine bağlı olarak nihai amaç değişkenlerinin arzulanan düzeylerinden sapmalarını minimize edecek şekilde, temel politika enstrümanı için en uygun düzeyin reaksiyon fonksiyonundan türetilmesini ifade etmektedir.⁶³

Optimizasyon kuralları, ekonominin işleyişine yönelik belirsizlikler ve doğru makroekonometrik modelin bilinmemesi nedeniyle yüksek derecede model spesifik özellik taşıma potansiyellerine sahiptirler. Örneğin para politikası aktarım mekanizmasına yönelik farklı işleyiş dinamiklerine sahip iki model sözkonusu olduğunda optimal kural, her iki modelde farklı performans gösterilebilir ve politika uygulamasında hatalara neden olabilir. Bu sebeple para politikası için en uygun kuralın belirlenmesinde, optimalite ilkesinin yanısıra, farklı makroekonometrik modellerde kuralın performansının tatmin edici olması gerekliliği (robustness) üzerinde durulmaktadır.

b. Svensson'un Sınıflandırması

Para politikası kurallarının tipolojisine yönelik ikinci sınıflandırma, kuralın nihai amaç değişkenlerine mi yoksa enstrüman değişkenlerine mi dayalı olarak uygulanacağı sorunundan hareketle yapılmaktadır. Bu ayrım, merkez bankasının nihai amaç değişkenleri kontrol edebilme gücüne bağlı olarak oluşmaktadır. Merkez bankası, daha önce ele alındığı gibi, enstrüman değişkenlerini doğrudan kontrol edebilme gücüne

⁶² Richard Clarida, J. Gali, and M. Gertler, " Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence", **European Economic Review**, vol.42, No.6, June 1998, p.1033

⁶³ European Central Bank, **Monthly Bulletin**, October 2001, pp.44-45

sahip olmasına rağmen, nihai amaç değişkenlerini kontrol edememekte ancak etkileyebilmektedir. Bu sebeple uygulanacak kural tipi, hem para politikası fiili uygulama süreci hem de bu uygulama sürecini yönlendirecek para politikası hedefleme stratejisi açısından önem kazanmaktadır.

Svensson, bu ikinci sınıflandırmaya bağlı olarak, para politikası kurallarını basit enstrüman kuralları ve hedefleme (targeting) kuralları şeklinde ikili bir ayırım ile ele almaktadır.⁶⁴ Buna göre, para politikası kuralları üzerine oluşan literatür ağırlıklı olarak basit enstrüman kuralları üzerinde durmakta, ancak bu yönelim özellikle gerçek dünya politika yapım sürecini kavramaktan uzak olmaktadır. Bu anlamda, özellikle gerçek dünya politika yapım sürecini ifade eden enflasyon hedeflemesini doğru bir biçimde kavrayabilmek için para politikası kurallarının tanımı, hedefleme kurallarını da içine alacak şekilde genişletilmelidir.

Bu sebeple, enflasyon hedeflemesi stratejisinin yürütülmesine temel olması amacıyla enstrüman kuralları ve hedefleme kuralları arasındaki farklılıklar aşağıda ele alınmaktadır.

i. Enstrüman Kuralları

Enstrüman kuralları, literatürde ağırlıklı olarak ele alınan ve yukarıda sözü edilen Taylor tipi kurallara karşılık gelmektedir. Enstrüman kurallarının tipik özelliği, temel politika enstrümanı ile bir dizi makroekonomik değişken arasında ilişki kurmalarıdır.

Enstrüman kurallarında, temel politika enstrümanı, önceden belirlenmiş (predetermined) ve ileriye yönelik değişkenlerin, öngörülmuş (prescribed) fonksiyonu olarak ifade edilir. Şayet temel politika enstrümanı ile ilişkilendirilen makroekonomik değişkenler, önceden belirlenmiş ise, bir diğer deyişle, temel politika enstrümanının mevcut oluşumundan bağımsız iseler, belirlenen kural açık enstrüman kuralıdır ve politika yapıcı için izlenmesi gereken basit bir kılavuzu ifade eder. Taylor kuralı,

⁶⁴ Lars E.O.Svensson, "What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules", **Journal of Economic Literature**, vol.41, No.2, June 2003, p.

mevcut enflasyon ve mevcut üretim açığına yönelik olarak kullanılıyorsa, açık bir enstrüman kuralı niteliğini taşımaktadır.

Şayet, makroekonomik değişkenler, temel politika enstrümanının mevcut değeri karşısında içsel olarak belirleniyorsa, bir diğer deyişle sözkonusu değişkenler önceden belirlenmiyorsa ve temel politika enstrümanı sözkonusu değişkenlerin ileriye yönelik bir fonksiyonu ise, belirlenen kural, örtük (implicit) enstrüman kuralıdır. Taylor kuralı, burada, mevcut enflasyon ve üretim açığı ileriye yönelik değişkenler olduğu için, temel politika enstrümanının belirlenmesinde modelin kalan kısmının çözümü ile elde edildiğinden, bir denge koşulunu ifade etmektedir.⁶⁵

Svensson, Taylor tipi bir optimal enstrüman kuralının belirlenmesinin iki temel avantajından söz etmektedir. İlki, kuralın basitliği nedeniyle teknik olarak uygulanabilir bir taahhüt niteliği taşımasından kaynaklanmaktadır. İkincisi Taylor tipi kuralların farklı makroekonometrik modellerde nispi olarak daha yüksek performans göstermesidir.⁶⁶ Ancak basit enstrüman kuralı izlenmesinin bazı temel sakıncaları da bulunmaktadır.⁶⁷

Öncelikle merkez bankaları, basit enstrüman kuralına yönelik politika izlemek isterseler, sözkonusu kuralı izlediklerini beyan etmek ve mekanik olarak uygulamak durumundadırlar. Enstrüman kuralına yönelik karar bir kez alındığında, merkez bankasının karar alma süreci basit ve mekanik bir şekle bürünmektedir. Örneğin, Taylor kuralında enflasyon ve üretime yönelik veri ve istatistikler düzenli olarak biraraya getirilmek ve üretim açığına yönelik bir tahmin süreci oluşturmak suretiyle kuralın girdileri oluşturulmakta ve temel politika enstrümanının değeri mekanik olarak belirlenmektedir. Hiçbir biçimde politika yapımcıların ekonominin koşulları ile ilgili yargı ve değerlendirmelerine yer verilmemektedir. McCallum'un ifadesiyle politika

⁶⁵ Svensson, "What is Wrong....", p. ve Manfred Gartner, "Monetary Policy and Central Bank Behaviour", **Universitat St.Gallen Discussion Paper**, No.2002-24, September 2002, p.17

⁶⁶ Svensson, "What is Wrong....", p. ve John B.Taylor, "The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the ECB", **Journal of Monetary Economics**, vol.43, No.3, June 1999, p.657

⁶⁷ Svensson, "What is Wrong....", p.

süreci "basit bir formüle ve hesap makinesine sahip bir görevlinin" aldığı kararlara bağlı olarak oluşacaktır.⁶⁸

İkinci olarak, basit enstrüman kuralları belirli koşullarda optimal sonuçlar üretmeyebilir. Taylor tipi basit bir kuralı ifade eden reaksiyon fonksiyonunda, enflasyon ve üretimden daha önemli makro değişkenlerin varlığı kuralı optimaliteden uzaklaştırabilir. Özellikle dışa açık ancak görece olarak küçük ekonomilerde, reel döviz kuru, yurtdışı faiz oranları, dış ticaretin düzeyi gibi değişkenlerin enflasyon ve üretim değişkenleri kadar modelde ağırlıklı olabileceği göz ardı edilmemelidir. Buna bağlı olarak ileriye yönelik değişkenlerin varlığı, reaksiyon fonksiyonunun, enflasyonist eğilim problemi olmasa bile, istikrar eğilimi (stabilization bias) nedeniyle tutarsız sonuçlar yaratmasına neden olmaktadır.⁶⁹

Üçüncü olarak, basit enstrüman kuralının mekanik olarak izlenmesi sonucunda, politika yapımcıların analiz ve değerlendirmelerine bağlı olarak oluşacak yargıların ve modele yönelik yeni bilgilerin işlenmesi, ihmal edilmektedir. Uygulamada para politikası, yalnızca modellere dayalı olarak yürütülmemektedir. Örneğin, sıklıkla olmasa bile, borsanın çökmesi, finansal kriz ya da kur rejiminin değişmesi gibi gelişmeler, modellerden ziyade, merkez bankacıların enflasyon ve üretimin geleceğine ilişkin değerlendirmeleri ve yargılarına bağlı olarak politika kararlarının alınması sonucunu doğurur. Bir başka deyişle, basit enstrüman kuralına yönelik taahhüt-ihthiyarilik koşulları doğduğunda ne yapılacağına dair herhangi bir kuralı temin etmemektedir.

Buna bağlı bir biçimde ve dördüncü olarak, basit enstrüman kuralına yönelik yalnızca bir kerelik taahhüt, para politikası aktarım mekanizması, şokların değişkenliği ya da kaynağına ilişkin bilgiler geldiğinde, enstrüman kuralında bir revizyona imkan

⁶⁸ McCallum, "The Present and Future of.....", p.279

⁶⁹ Taylor kuralı, açık ekonomi koşullarında uygulanması söz konusu olduğunda döviz kuru değişmelerinin temel politika enstrümanı ile olan karşılıklı ilişkisi analize dahil olmaktadır. Zira kapalı ekonomi koşullarında optimal olan bir kural açık ekonomi koşullarında aynı performansı göstermeyebilir. Bu sebeple, açık ekonomi koşullarında döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisinin (exchange rate pass through) varlığı, kurala döviz kuruna ilişkin terimin de eklenmesini gerektirmektedir. Laurence Ball, "Policy Rules and External Shocks", **NBER Working Paper**, Bo.7910, September 2000, p.19

vermemektedir. Woodford'un zaman sınırı olmayan bir perspektifle yeniden taahhüdü içeren yaklaşımı düşünülse bile, kuralın dizayn edildiği anda gelecekte doğma olasılığı olan bir finansal kriz ihtimali merkez bankacılar tarafından öngörülebiliyorsa, bu olasılığı da içeren optimal enstrüman kuralının nasıl oluşturulacağı sorunu ortada kalmaktadır. Benzer şekilde, olasılıklar arttığında, kuralın basitliği ve uygulaması da güçleşmektedir.

Beşinci ve son olarak, merkez bankası basit enstrüman kuralı izlemeye yönelik taahhütte bulunsa bile, fiili politika uygulama sürecinde buna nasıl ortaya koyabileceği sorunu ile karşılaşmaktadır. Bu anlamda, basit enstrüman kuralı, gerçek dünya para politikası uygulama sürecini tanıtmaktan uzaktır. Hiçbir merkez bankası, basit enstrüman kuralı izlediğine dair bir beyan ve taahhütte bulunmamıştır. Para politikası kurallarına yönelik literatür ağırlıklı olarak basit enstrüman kural tiplerini araştırmasına rağmen, böyle bir düzenlemeyi aktüel uygulamalara aktaramadığı görülmektedir.

Svensson, bu çerçevede, basit enstrüman kurallarının gerçek dünya politika yapım sürecini açıklamada yetersiz olduğunu ileri sürmektedir. Bu sebeple gerçek dünya politika yapım sürecinin anlaşılabilmesi için, para politikası kurallarının hedefleme kurallarını da içerecek şekilde genişletilmesine ihtiyaç vardır.

ii. Hedefleme Kuralları

Svensson'un terminolojisiyle, para politikası kuralı, "politikanın yürütülmesi için öngörülmuş bir klavuzu" ifade eder. Bu tanım sadece basit enstrüman kuralını değil, daha geniş olarak hedefleme kurallarını da içermektedir. Tinbergen çizgisinde, hedef değişkenler merkez bankası kayıp fonksiyonuna (loss function) giren operasyonel amaç değişkenlerini ifade etmektedir. Bu durumda hedefleme kayıp fonksiyonunun minimize edilmesi anlamına gelir.

Genel hedefleme kuralı, hedef değişkenler, sözkonusu değişkenlere yönelik hedef düzeyleri ve minimize edilmesi amaçlanan kayıp fonksiyonundan oluşur ve para politikasının operasyonel amaçlarını açık bir biçimde belirler. Şayet kayıp fonksiyonu tek bir hedef değişkenden oluşuyorsa katı hedefleme kuralı, üretim vb. diğer değişkenlerde fonksiyonda yer alıyorsa esnek hedefleme kuralından söz edilir. Hedef

değişkenlerin kontrol edilebilme derecesi güçleştikçe kayıp fonksiyonunda ara hedef değişkenler kullanılır.

Spesifik hedefleme kuralı ise doğrudan hedef değişkenler ile ilgili tahmin değerlerini (operasyonel koşulları) ortaya koymaktadır. Bu yönüyle, fiyat istikrarı (enflasyon) ile üretim arasındaki marjinal değiş-tokuş oranını karşılayan birinci en iyi koşulu ifade eder. Eğer hedef değişkenler tam olarak kontrol edilebiliyor ve aralarında değiş-tokuş ilişkisi bulunmuyorsa birinci en iyi koşulları karşılanmış demektir ($\pi=\pi^*$ ve $y=y^*$). Ancak hedef değişkenler tam olarak kontrol edilemediği ve makroekonomik değişkenler arasında değiş-tokuş ilişkisi geçerli olduğundan, uygulamada birinci en iyi koşulları hedef değişkenlerin tahmin değerlerinin hedefe uygunluğu ile sağlanmaya çalışılmaktadır.⁷⁰

Svensson, modern para politikasının optimizasyona ve ileriye yönelik doğasına uygunluk açısından, genel ve spesifik hedefleme kuralı ayrımının uygun olduğunu ileri sürmektedir. Genel hedefleme kuralı, para politikasının operasyonel hedeflerini açık hale getirmekte, spesifik hedefleme kuralı ise para politikası için birinci en iyi koşulları ifade etmektedir. Optimal hedefleme kuralı ise, operasyonel olarak hedef değişkenler arasındaki marjinal değiş-tokuş oranının eşitliği anlamına gelmektedir.

Basit enstrüman kuralları yerine, hedefleme kurallarının gerçek dünya politika yapım sürecini ve özellikle enflasyon hedeflemesinin yürütülmesini daha uygun açıkladığı yönünde Svensson'un temel argümanı, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin para politikası için açık hedefler belirlemesi ve bu hedeflere ulaşmaya yönelik kurumsal çerçeveyi oluşturmasıdır. Bu anlamda enstrüman kurallarından ziyade hedeflere yönelik taahhütler gerçekleştirilmektedir.

Genel hedefleme kuralının en temel avantajı, merkez bankasına ekonomi ile ilgili tüm bilgileri dilediği biçimde kullanmasına imkan vermesidir. Merkez bankası ayrıca politika uygulamaları ile ilgili yargılarını değerlendirebilmekte ve kullandığı modele ilişkin yeni bilgileri işleyebilmektedir. Bunun ötesinde Svensson, spesifik hedefleme

⁷⁰ Svensson, "What is Wrong. With Taylor...", p.

kuralının, genel hedefleme kuralına nazaran, daha spesifik, daha operasyonel, daha kolay kanıtlanabilir nitelikleriyle, güçlü bir hesapverebilirlik (accountability) özelliği taşıdığını ileri sürmektedir. Spesifik hedefleme kuralına yönelik potansiyel bir dezavantaj ise, kayıp fonksiyonu içinde yer alan hedef değişkenler arasında dinamik değiş-tokuş ilişkisinin varlığı nedeniyle, genel hedefleme kuralına nazaran alternatif makroekonometrik modellerde daha düşük performans sergilemesidir.

Basit enstrüman kuralları ile hedefleme kuralları arasındaki rekabet, hangisinin daha uygulanabilir olduğu sorununa bağlı olarak şekillenmektedir. Esas olarak gerçek dünya politika yapma sürecinde makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkiler, teorik makroekonometrik modellere nazaran çok daha karmaşıktır. Ekonomik yapıyı oluşturan ilişkiler değiştikçe hedeflerin de bu değişikliklerle uyumlu kılınması gerekmektedir. Öte yandan enstrüman kuralı, ekonomik yapıdaki değişmelerle sürekli olarak uyumlu hale getirilmeyi gerektirir ki bu da kredibilite sorununu gündeme getirmektedir.⁷¹

c. Optimal Kuralın Nitelikleri

Buraya kadar yapılan tartışmalardan ortaya çıkan temel sonuç, para politikasının dizaynı ve yürütülmesinde kurala dayalı sistematik yaklaşımın önemi hususunda gerek akademisyenler gerekse merkez bankacılar arasında bir anlaşma olmasına rağmen, temel politika enstrümanının kesin bir biçimde bir formül çerçevesinde değerinin belirlenmesine yönelik kural tipinin izlenmesinin olanaklı olmadığıdır. Bu sebeple uygulamada hangi merkez bankasının ihtiyari olarak hareket ettiği hangisinin kural ve ihtiyariliğinin belirli bir bileşimini kullandığı yönünde tespitite bulunmak kolay değildir.

Basit enstrüman kuralları, ekonomiye ilişkin tüm bilgilerin merkez bankası tarafından değerlendirilmesine ve merkez bankacıların yargılarına imkan vermemenin yanısıra, ekonominin içinde bulunabileceği farklı koşullarda optimal çözüm üretmemektedirler. Öte yandan optimizasyon kuralları, basit enstrüman kurallarına göre daha kompleks, uygulaması güç olan kurallardır. Herhangi bir optimizasyon kuralının

⁷¹ Gartner, p.22

başarısı model spesifik özellikler göstermekte ve farklı modellerde farklı performans sergilemektedir.

Esas olarak, para politikası kurallarına yönelik tüm modeller, doğası gereği gerçek dünya politika yapım sürecinin ve iktisadi ajanların davranışının temsili bir formunu ifade etmektedir. Doğru model ve doğru ekonometrik teknik konusunda bir anlaşma olmamasından kaynaklanan model belirsizliği, para politikası kurallarının performansı hususunda kesin bir yargıya varmayı engellemektedir. Uygulamada optimal enstrüman kuralını ya da optimal reaksiyon fonksiyonunu kesin terimlerle belirlemek güçlük arz etmektedir.⁷²

Bununla birlikte para politikası kuralları, para politikasının dizaynı ve yürütülmesinde gerçek dünya politika oluşum sürecini anlamamızı sağlayan politika çerçeveleri (framework) ya da kılavuzlar olarak değerlendirilmektedir. Taylor'ın, politika kuralının mekanik bir biçimde bir formül ile ifade edilmesinin, mekanik bir şekilde izleneceği anlamına gelmediğini belirtmesine bağlı olarak politika kuralı, temel politika enstrümanı için merkez bankasının aldığı kararlar karşısında bir gösterge işlevi görmekte ve fiyatlar ve üretime yönelik gelişmeleri dikkate alan bir ihtiyarilik davranışını bünyesinde barındırmaktadır.⁷³

Daha önce belirtildiği gibi modern para politikası analizinde, optimal politika, hem fiyat istikrarı hem de üretim açığının istikrarını sağlayan politikadır. Buradan hareketle para politikasının dizaynı ve yürütülmesinde optimal kuralın taşınması gereken özellikler şöyle sıralanabilir:⁷⁴

Optimal kuralın ilk karakteristiği etkinliktir. Bir politika kuralının etkin olarak değerlendirilebilmesi için, üretimdeki veri bir değişkenliğe karşılık minimum düzeyde

⁷² European Central Bank, pp.47-48

⁷³ Taylor, "Using Monetary Policy....", p.446. Nitekim uygulamadaki merkez bankacılar, uygulanan politikaların bir kural şeklinde ifade edilmektense, önemli olanın, ekonomiye ilişkin yeni bilgilerin, iktisadi ajanlar tarafından öngörülebiyecek şekilde bir karar alma süreci dahilinde işlenmesi olduğunu belirtmektedirler. William Poole, "Monetary Policy Rules?", **FED of St.Louis Review**, March-April 1999, p.3

⁷⁴ Robert E.Hall and N.G.Mankiw, "Nominal Income Targeting", iç. **Monetary Policy**, N.Gregory Mankiw (Ed.), Chicago: The University of Chicago Press, 1994, p.73

fiyat değişkenliği yaratması gerekmektedir. Buna bağlı olarak farklı makroekonometrik modellerde tatmin edici bir performans göstermelidir.

İyi bir kuralın ikinci niteliği, basit olmasıdır. Basit bir kuralın uygulanma şansı daha yüksek olduğu gibi, uygulamanın devam etme olasılığı da o kadar yüksek olacaktır.

Üçüncü özellik, kesinliktir. "Altının fiyatını ons başına 300 \$'da tutun" şeklinde kesin bir kuralın var olması halinde, merkez bankasının kurala uygun davranıp davranmadığı hususundaki değerlendirmeler şüpheye yer vermemektedir. Buna mukabil "uzun dönemde enflasyonu düşürün, kısa dönemde üretimi istikrarlı tutun" benzeri bir kural yeterince kesin ve açık olmadığı için merkez bankasının böyle bir kural çerçevesinde çok sayıda farklı politika pozisyonu alması mümkündür.

Basitlik ve kesinlik ile yakından ilgili dördüncü nitelik hesap verilebilirliktir. Bir ülkenin vatandaşları merkez bankasını amaca ulaşma konusundaki başarı veya başarısızlıktan sorumlu tutabiliyorlarsa, para politikasının kredibilitesi daha yüksek olacaktır. Dolayısıyla, bir politika kuralının merkez bankasının rolünü düzgün bir biçimde oynadığı hususunda şüphe yaratmayacak durumda olması gerekmektedir.

Yapılan çalışmalar Taylor tipi basit enstrüman kuralının ihtiyarilik koşulları altında çalışan bir merkez bankası için optimal enstrüman kuralı olduğunu ortaya koymaktadır. Ancak uygulamada merkez bankalarının basit enstrüman kuralına yönelik bir taahhüt yerine, kurala dayalı politika yapma sürecini (kuralla sınırlı değil) daha geniş anlamıyla bir para politikası hedefleme stratejisine yönelik taahhüt biçiminde gösterdikleri görülmektedir.

4. Para Politikası Hedefleme Stratejisi: Tanım ve Özellikleri

Para politikası hedefleme stratejisi, nihai amaca ulaşma amacıyla oluşturulan para politikası uygulama süreci çerçevesinde alınan politika kararları ve bir bütün olarak bu kararların iktisadi ajanlarla paylaşılma biçimini ortaya koyar. Bu anlamda hedefleme stratejisi politika uygulama sürecine ilişkin çerçevenin para politikasına özgü teorik-teknik boyutlarının ötesinde bir nitelik taşımaktadır.

Para politikası hedefleme stratejisi, politika otoritelerinin ekonomiyi vuran şoklar ya da değişen koşullar karşısında verdikleri tepkileri ortaya koyan reaksiyon fonksiyonu ve fiili politika kararlarıyla ekonomiyi oluşturan iktisadi ajanlar arasındaki iletişim sürecini içermektedir. Para politikasının nihai hedefi ile temel politika enstrümanı arasındaki ilişkileri ifade eden reaksiyon fonksiyonu ve politika kararlarının alındığı kurumsal çerçeve dar anlamda para politikası hedefleme stratejisinin tanımına karşılık gelmektedir.⁷⁵

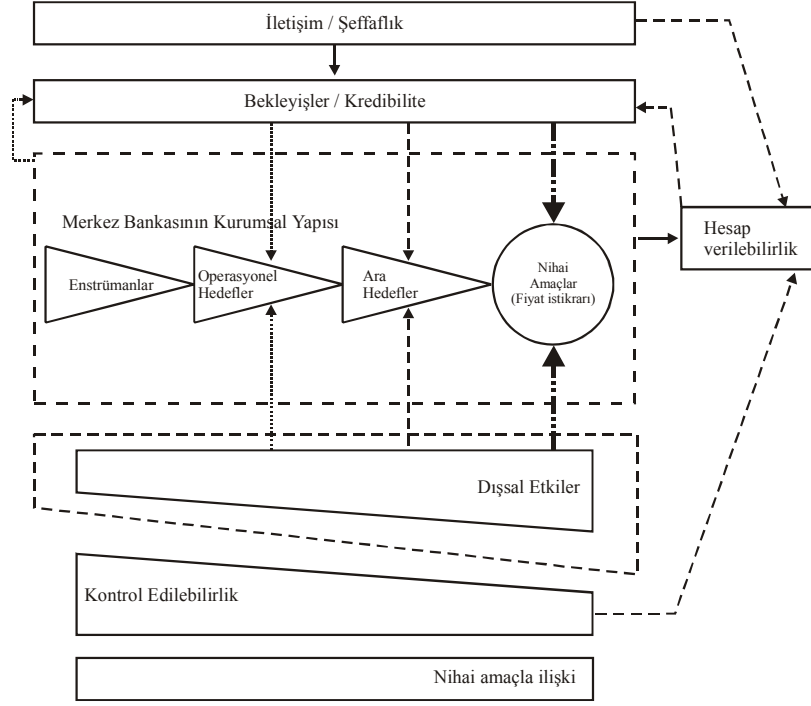
Geniş anlamda para politikası hedefleme stratejisi, para politikası reaksiyon fonksiyonu ile şekillenen uygulama sürecinin tüm unsurlarının, iktisadi ajanların beklentilerinin para politikasının nihai amacına (hedefine) uygun bir biçimde oluşturulmasını sağlamak amacıyla, hedefe yönelik ön taahhütler ve şeffaf (transparent) bir politika yapım süreci oluşturmak suretiyle, kamuoyuna sunulmasına karşılık gelmektedir. Hedefleme stratejisi bu yönüyle, reaksiyon fonksiyonu dahilinde makroekonomik değişkenler ile politika kararları arasındaki mekanik ilişki ve prosedürler bütününe ortaya koymanın yanı sıra, iktisadi gelişmelerin ve çeşitli şokların nihai hedef üzerindeki etkilerinin açıklanması, politika kararlarının iktisadi temellerinin sistematik bir biçimde iktisadi ajanların bilgi ve dikkatine sunulmasını ifade etmektedir.⁷⁶

Bu çerçevede hedefleme stratejisi iki fonksiyonu yerine getirmektedir. İlki para politikası kararlarının alınması sürecinde, ekonomiye ilişkin tüm gösterge ve bilgi setinin ve merkez bankası bünyesinde oluşturulan analitik modellerin birlikte ele alınıp değerlendirildiği etkin bir karar alma prosedürü oluşturarak enformasyon etkinliğini sağlamasıdır. İkinci olarak iktisadi ajanlar için, bilgi, model, veri, tercihler ve karar alma prosedürlerinin oluşturduğu politika yapım sürecinin karmaşık doğasını "kara

⁷⁵ Maxwell Fry, D.Julius, L.Mahadeva, S.Roger and G.Sterne, "Key Issues in the Choice of Monetary Policy Framework", iç. **Monetary Policy Frameworks in a Global Context**, Ed. by Lavan Mahadeva and Gabriel Sterne, Bank of England, Routledge: London, 2000, p.3. Para politikası literatüründe, ağırlıklı olarak iktisatçı-akademisyenler ve bazı merkez bankacılar, para politikası uygulamaları için "framework" terimi ile dar tanımları kullanmaktadırlar. "Strategy" kavramı ise özellikle 1990'lı yılların ikinci yarısından sonra, para politikasının yürütülmesinde şeffaflık ve hesapverebilirlik ilkelerinin ön plana çıkmasına bağlı olarak, para politikasının teknik-teorik özelliklerini de içine alan daha geniş bir kavramsal içerikle literatürde ağırlıklı olarak kullanılmaya başlanmıştır.

⁷⁶ Aerdts C.F.J.Houben, **The Evolution of Monetary Policy Strategies in Europe**, Financial and Monetary Policy Studies, vol.34, The Netherlands:Kluwer pub., December 2000, p.2

kutu" niteliği taşıyan unsurlarından ayırarak açık ve anlaşılır bir iletişim prosedürü ortaya koymasıştır. Böylelikle iktisadi ajanlar, politika kararlarının nedenlerine ve gelecekteki seyirlerine ilişkin elde ettikleri bilgiyi, sağlıklı beklentiler oluşturma amacıyla kullanabilme imkanı elde ederler.⁷⁷



Şekil 5

Para Politikası Hedefleme Stratejisi ve Aktarım Mekanizması

Kaynak: Houben, p.3

Para politikası hedefleme stratejisinin temel unsurları Şekil 5'te görülmektedir. Hedefleme stratejisi, para politikası enstrümanındaki değişikliklerin nihai amaç değişkenler üzerindeki etkilerini ortaya koyan parasal aktarım mekanizması ile yakından ilgilidir. Para politikasının yürütülmesinden sorumlu olan merkez bankasının temel politika enstrümanını kullanabilme etkinliği ve nihai amaç değişkenini kontrol edebilme gücü, ekonomiyi etkileyen ekzojen faktörlere bağlı olarak belirlenmekte ve

⁷⁷ Bernhard Winkler, "Which Kind of Transparency: On the Need for Clarity in Monetary Policy Making", **ECB Working Paper**, No.26, August 2000, p.15

aktarım mekanizmasının etkinliği ortaya çıkmaktadır. Bunun yanı sıra ekonomiyi vuran olası şokların nihai amaç değışkenini etkilemeden önce nasıl absorbe edildiğini ekonominin yapısal karakteristikleri tayin etmektedir.

Para politikası hedefleme stratejisinin diğer unsurlarını, politika kararlarının alındığı kurumsal yapının karakteristikleri ve iktisadi ajanların bekleyişlerini nihai amaç doğrultusunda oluşturmaları açısından kredibilite oluşturmaktadır. Bu unsurlar para politikasının nihai amaç doğrultusunda yönlendirilmesi ve iktisadi ajanların nihai amaçla uyumlu tepki vermelerini tayin etmektedir. Merkez bankası, bu amaçla, ekonomi ile ilgili düşüncelerini açık bir biçimde kamuoyu ile paylaşmakta ve şeffaflık ilkesine bağlı olarak para politikasının nihai amacı doğrultusunda nasıl yönlendirildiğini açıklamaktadır. Böylelikle olası bir başarı ya da başarısızlık durumunda, başarı ya da başarısızlığa ilişkin hangi faktörlerin merkez bankasının kontrolü altında olduğunun değeriendirilmesi imkanı oluşmaktadır. Şeffaflık bu yönüyle, merkez bankasının inanılirlılığına katkıda bulunarak uygulanan politikaların başarımına ilişkin hesapverebilirlik (accountability) unsuruyla birlikte hedefleme stratejisinin kurumsal boyutuna karşılık gelmektedir.⁷⁸

Optimal para politikası hedefleme stratejisinin seçimi hususunda iktisatçı-akademisyenler ile merkez bankacılar arasında, para politikasının uygulama biçimini tanımlamanın önemi etrafında farklı yaklaşımlar mevcuttur. İktisatçı-akademisyenler, stokastik makroekonomik modeller dahilinde alternatif hedefleme stratejilerinin performansını incelemektedir. Hedefleme stratejisi, optimal kontrol teorisi ve Timbergen-Theil geleneğine bağlı olarak seçilmektedir. Merkez bankacılar ise, merkez bankalarının benzer politika enstrümanlarını kullanmaları ve ekonomiye ilişkin yeni bilgi ve olası şoklara benzer reaksiyonlar vermelerinden hareketle, para politikası hedefleme stratejisini tanımlamanın, para politikasının günlük-taktiksel yürütülmesi açısından önemli olmadığını ileri sürmektedirler.

Hedefleme stratejisinin başarısında üzerinde önemle durulması gereken husus, nihai amaçların öncelik sırasının belirlenmesidir. Zira alternatif hedefleme stratejileri

⁷⁸ Houben, p.2

kısa vadede fiyat istikrarı ve üretim istikrarı arasında farklı düzeylerde değiş-tokuş ilişkisi sunmaktadırlar. Kurumsal açıdan, merkez bankasının istediği politika enstrümanını serbestçe belirleme hususunda bağımsız kılınması ve fiyat istikrarına yönelik taahhüt, fiyat istikrarı-üretim istikrarı tercihinin formel bir biçimde nasıl çözüldüğünü ifade etmektedir. Esas olarak, bağımsız bir merkez bankasının fiyat istikrarı konusunda daha katı ve taviz vermez olduğu düşünüldüğünde, böyle bir rijitlik üretimde yüksek dalgalanmalara neden olabilmekte ve hedefleme stratejisinin performansı olumsuz etkilenebilmektedir.

Bu sebeple, hedefleme stratejisinin başarısı, kısa vadede temel politika enstrümanının olası şoklar karşısında esnek bir biçimde kullanılması ile, para politikasının uzun vadeli nihai amaç yönünde sahip olduğu kredibilite arasındaki dengeye bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Bir diğer deyişle hedefleme stratejisi, uzun vadede fiyat istikrarını tehlikeye atmadan kısa vadede olası şokları ve üretimde oluşabilecek dalgalanmaları giderebilmek amacıyla temel politika enstrümanının esnek kullanımına imkan tanınmalıdır. Nitekim alternatif hedefleme stratejileri kredibilite-esneklik (kural-ihtiyarılık) spektrumunda çeşitli düzeylerde bileşimler içermeleri itibarıyla birbirlerinden farklılaşmaktadırlar.⁷⁹

a. Nominal Çapa Seçimi ve Şokların Doğası

Hedefleme stratejileri, stratejinin yürütülmesinde temel alınan nominal çapaya göre tanımlanmaktadır. Seçilen nominal çapa, alternatif stratejilerin işleyiş dinamiklerinin ortaya konması ve para politikasının yönünün tayin edilmesinde dominant rol oynayan makroekonomik değişkeni ifade etmektedir.

Nominal çapa, para politikasının yürütülmesi için seçilen ara hedef değişkenidir.⁸⁰ Nominal çapanın önemi, iktisadi ajanların fiyatlar genel düzeyi ya da fiyatlar genel

⁷⁹ Carlo Cottarelli and C.Giannini, "Credibility Without Rules? Monetary Frameworks in the Post-Bretton Woods Era", **IMF Occasional Paper**, IMF, December 1997, p.2

⁸⁰ Robert Flood and M.Mussa, "Issues Concerning Nominal Anchors for Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No.4850, September 1994, p.5. Para politikasının nominal çapaya gereksiniminin altında parasal denge teorisiyle ilgili basit bir gerçek yatmaktadır. Buna göre, sistemde yer alan nominal değişkenlerin denge değerinin belirlenmesinde gerekli koşul, çapa olarak seçilen değişkenin değerinin

düzeşinin izleyeceği yola ilişkin bekleyişlerinin kontrol edilmesinde bir araç olarak kullanılmasından kaynaklanmaktadır. Merkez bankasının seçtiği nominal çapanın yoluna ilişkin önceden iln ettiği taahhüt, ilk olarak para politikasının izleyeceği yn hakkında iktisadi ajanlara yol haritası sunmaktadır. Böylelikle olası şoklar neticesinde, nominal çapanın hedef yolundan sapması söz konusu olursa, sapmayı giderecek önlemlerin alınmasının ardından enflasyonun uzun vadeli trend değerine döneceği bir referansa kavuşulmuş olur.

İkinci olarak, nominal çapa, para politikasının geleceğine yönelik gelişmelerin kamuoyu ile paylaşılmasında önceliğe sahip olan ve referans olarak alınan değişken işlevini görmektedir. Para politikasının yürütülmesinde doğabilecek olası sorunlar ve nihai hedefe ulaşma yolundaki performansına ilişkin değerlendirmeler kamuoyuna önceden iln edilen nominal çapanın alacağı değerelere bağlı olarak yapılacak ve hedefleme stratejisinin temel unsuru seçilen nominal çapa değişkeni olacaktır.⁸¹

Nominal apa değişkeni, ekonominin enflasyonist dinamiklerine yönelik katı bir sınır koyduğundan, iktisadi ajanların bekleyişlerini belirsizliğin olmadığı bir ortamda sağlıklı bir biçimde oluşturmaları ve enflasyonist bekleyişlerde istikrar sağlanarak fiyat istikrarı amacına ulaşmak mümkün olmaktadır. Enflasyon oranı (π_t) basit bir zaman serisi modeli olarak şöyle ifade edilebilir:⁸²

$$\pi_t = (1 - \phi) \pi^* + \phi\pi_{t-1} + \eta_t$$

$|\phi| < 1$ varsayımı altında, π^* merkez bankasının uzun vadeli enflasyon hedefini, ϕ parametresi, enflasyona yönelik şokların kalıcılığı (persistence), η_t hata terimi, birbirinden bağımsız enflasyon şoklarını (ortalama olarak sıfır dağılıma sahip ve

dışsal olarak sabitleştirilmesidir. Burada, süreç içerisinde nominal değişkenlerin birbirine yakınsaması beklenir. Bir değişken çapa olarak seçildiğinde, diğer değişkenler ve enflasyon bekleyişlerinin, çapanın artış hızı ile uyumlu davranacağı dşnlmektedir. Don Patinkin, "Israel's Stabilization Program of 1985, or Simple Truths of Monetary Theory", **Journal of Economic Perspectives**, vol.7, No.2, Spring 1993, p.112

⁸¹ Houben, p.69

⁸² Albert Jaeger, "The ECB's Money Pillar: An Assessment", **IMF Working Paper**, No.82, April 2003, p.10

standart sapma σ_n) temsil etmektedir. Modelde enflasyonun düzeyi ve değişkenliği, uzun vadeli enflasyon hedefine (π^*), enflasyonun kalıcılığına (ϕ) ve şokların değişkenliğine bağlı olmaktadır.

Hedefleme stratejisinin nominal çapaya bağlı olarak yürütülmesi, π^* , ϕ ve σ üzerine kısıtlar koymayı ifade etmektedir. Geleneksel olarak, para politikasının yürütülmesinde para arzı ve döviz kuru nominal çapa olarak seçilmiş ve bu değişkenlerin alacağı değerlere enflasyonun yaklaşması amaçlanmıştır.⁸³

Merkez bankasının fiyat istikrarına yönelik taahhüdü, enflasyon şoklarının (η) büyüklüğünü azaltma işlevi görmesine rağmen, fiyat istikrarına yönelik taahhüt tam kredibiliteye sahip olsa bile $\sigma = 0$ olarak gerçekleşmemektedir. Enflasyona yönelik şokların kalıcılığı (ϕ), para politikasının ileriye yönelik bir bakış açısıyla yürütülmesi sonucu azaltılabilir, ancak enflasyonist süreci yaratan dinamikler, para politikasının kontrolü dışındaki faktörlerden (işgücü piyasasında var olan nominal rijitlik gibi) etkilenmekte ve fiyat istikrarı ile üretim istikrarı arasındaki kısa vadeli değiş-tokuş ilişkisini de içerebilmektedirler.⁸⁴

Bu anlamda nominal çapaya dayalı hedefleme stratejisinin oluşturulması, ekonominin farklı şoklardan nasıl etkileneceğini ve dezenflasyon sürecinin maliyetlerini de tayin etmektedir (Tablo 3). Esas olarak, bir miktar hedefi (para arzı) nominal çapa olarak seçildiğinde, iç talepte ya da dış fiyatlarda meydana gelecek bir şok fiyat ve üretim istikrarı açısından bir sorun teşkil etmemektedir. Buna karşın fiyat hedefi (döviz kuru ya da faiz oranı) şokların parasal kökenli ve geçici nitelikte olması durumunda tercih edilmektedir. Öte yandan para politikasının kontrolünde olmayan, ekonominin arz yönünden gelebilecek şoklar (enerji fiyatları artışı gibi) ya da diğer dış şoklar (petrol

⁸³ Esas olarak, para politikası için ara hedefi ifade eden nominal çapa seçimi, hiperenflasyon ve kronik enflasyonun düşürülmesine yönelik istikrar politikalarının genel çerçevesinde, kur nominal çapa ise döviz kuruna dayalı (exchange rate based) para arzı (ya da net iç varlıklar) nominal çapa ise paraya dayalı (money based) istikrar programları olarak tanımlanmaktadır. Eğer para ve maliye politikası birlikte istikrara yönelik olarak kullanılıyorsa ortodoks, gelirler politikası ek olarak kullanılıyorsa heterodoks istikrar programı uygulamasından söz edilmektedir. Guillermo A.Calvo and Carlos A.Vegh, "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", **Contemporary Economic Policy**, vol.12, No.2, April 1994, p.35

⁸⁴ Jaeger, p.12

fiyatları artışı gibi) karşısında fiyat ve üretim istikrarının nasıl etkileneceği belirsizdir.⁸⁵ Bu durum hedefleme stratejisinin yürütülmesinde ileriye yönelik bir tutum alınması kadar, daha önceki kısımlarda tartışılan politika yapım sürecine gerektiğinde aktivist müdahalelerin olabileceğine dair argümanlar lehine bir sonuç doğurmaktadır.

Tablo 3. Şokların Doğası ve Para Politikası Hedefleme Stratejileri

| Şokların Tipi | Para Politikası Hedefi ve Nihai Amaçlar | | | |
|------------------|--|-----------------|------------------------------|-----------------|
| | Fiyat Hedefi (Faiz Oranı veya Döviz Kuru) | | Miktar Hedefi (Para Arzı) | |
| | Üretim İstikrarı | Fiyat İstikrarı | Üretim İstikrarı | Fiyat İstikrarı |
| İç parasal şok | + | + | - | - |
| İç talep şoku | - | - | + | + |
| İç arz şoku | ?+/- | ?-/+ | ?-/+ | ?+/- |
| Nominal dış şok | - | - | + | + |
| Diğer dış şoklar | ? | ? | ? | ? |
| Geçici şoklar | + | + | - | - |

Kaynak: Houben, p.14

b. Ekonominin Yapısal Karakteristikleri

Hedefleme stratejisinin yürütülmesinde olası şokların nasıl absorbe edileceği ve kriz dinamiği ortaya çıkarıp çıkarmayacağı, ekonominin yapısal karakteristikleri tarafından tayin edilmektedir. Ekonominin yapısal karakteristikleri, para politikasının nihai amaca ulaşma yolunda ekonominin içinde bulunduğu makroekonomik ortamın istikrarını belirleyen faktörleri (kısıtları) ifade eder.⁸⁶ Söz konusu faktörler-kısıtlar

⁸⁵ Houben, p.14

⁸⁶ Houben, ekonominin yapısal karakteristiklerinin para politikası hedefleme stratejileri açısından önemini, ücret esnekliği, işgücünün mobilitesi, bütçe istikrarı, dışa açıklık, sermayenin mobilitesi, üretim

hedefleme stratejisinin yürütüldüğü makroekonomik zemini oluşturan ödemeler bilançosu kısıtı (cari açığın finansmanı) ve kamu maliyesi (bütçe açığının finansmanı) kısıtıdır. Bu sebeple seçilen döviz kuru rejimi ve uygulanan mali politikaların hedefleme stratejisiyle uyumlu olması ve nihai amacın (fiyat istikrarının) önceliğini tehlikeye atacak nitelikte özellikler arzmemesi gerekmektedir.

Dışa açık ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda, politika yapıcılar döviz kuru rejiminin seçiminde imkansız üçleme (impossible trinity) hipotezi ile karşı karşıyadırlar. İmkansız üçleme hipotezine göre, bir ekonomide aynı anda hem sermaye hareketlerinin serbestliği, hem bağımsız bir para politikası (faizleri serbestçe belirleme), hem de sabit kur (kurda istikrar) üçlüsünden oluşan politika bileşimini uygulamak-hedeflemek mümkün değildir. Bir diğer deyişle böyle bir politika bileşimini uygulayabilmek için içlerinden birini ihmal etme zorunluluğu bulunmaktadır.⁸⁷

Sabit kur uygulaması altında, kur istikrarı ve sermaye hareketlerinin serbestliği mümkün olmasına rağmen, para politikası serbestçe uygulanamamakta, para otoritesi faizler üzerindeki kontrolünü yitirmektedir. Öte yandan esnek (dalgalı) kur uygulaması altında sermaye hareketleri serbestliği ve bağımsız para politikası birarada uygulanabilmekte ancak kurdaki istikrardan vazgeçilmektedir. Sermaye hareketlerindeki serbestlik veri olarak kabul edildiğinde, kur rejiminin seçimi, bağımsız para politikası ile kurdaki istikrar arasında yapılan bir tercihe dönüşmektedir. Bu durum, hedefleme stratejisinin nihai amacının önceliğini kaybetmesi ihtimalini beraberinde getirmektedir.

Hedefleme stratejisi ile uyumlu kur rejiminin seçimi, uygun maliye politikalarının ve mali disiplinin oluşturulması ile de ilgilidir. Para politikasının ülke kamu maliyesinin

yapısı ve ürün çeşitliliği ve finansal yapının özellikleri başlıkları altında incelenmektedir. Houben, pp.15-30

⁸⁷ Jeffrey A. Frankel, "No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times", **NBER Working Paper**, No.7338, September 1999, pp.7-8. Kur rejimi seçimi kural-esneklik spektrumuna bağlı olarak, bazı iktisatçılar tarafından hedefleme stratejisinin tanımı içerisine dahil edilmektedir. Ancak, hedefleme stratejisinin ayırdedici unsuru sabit-esnek kur tartışmasından ziyade, kural-esneklik spektrumunda uygun bir bileşimi sağlayacak olan stratejinin şeffaflık ve hesapverebilirlik unsurlarıyla desteklenmesidir.

yapısal özelliklerine bağımlı olmaması ya da kısıtlanmaması, bir diğer deyişle bütçe açıklarının ve kamu borç stoğunun olumsuz dinamikler yaratacak şekilde büyük olmaması nihai amacın öncelikli olarak politikaların merkezinde olması açısından gereklidir. Zira maliye politikası kaynaklı bir enflasyonist süreç, para politikasının performansını olumsuz etkilemekte ve hedefleme stratejisinin nihai amaçtan ziyade mali dinamiklere bağımlı bir biçimde yürütülmesi sözkonusu olmaktadır.

Bu durum, kamu borç stoğunun büyüklüğünün yanı sıra, finansmanın sürdürülebilirliği açısından özellikle banka-finans kesiminin yapısına bağlı olarak hedefleme stratejisinin başarısını etkilemektedir. Para politikası aktarım mekanizmasının etkin bir biçimde işleyebilmesi açısından gerekli olan derin ve sağlıklı finansal piyasalarda kamunun borçlanma faaliyetlerinin ağırlıklı olarak rol oynaması, para politikasının, ülke kamu maliyesini rahatlatma amacıyla finansal istikrarı sağlama ve sürdürmeye yönelik bir biçimde uygulanması sonucunu doğurmaktadır. Bu durumda maliye ve borç yönetimi politikaları fiyat istikrarından ziyade, finansal istikrarı sağlamayı öncelikli hale getirebilmektedir.

Bu çerçevede, para politikası hedefleme stratejisi, para politikasının teknik-teorik boyutlarının ötesinde, şeffaflık ve hesapverilebilirlik unsurlarının, stratejinin nihai hedefine ulaşması yolunda kredibilitesi açısından belirleyici olduğu geniş bir nosyona sahiptir. Bunun yanısıra hedefleme stratejisinin başarısı kendi içsel dizaynı kadar para politikası dışında yer alan faktörlerin de uygun politikalar demeti şeklinde dizayn edilmesine ihtiyaç duymaktadır.

B. Para Politikası Hedefleme Stratejileri

Fiyat istikrarının para politikasının öncelikli ve nihai amacı olarak değerlendirilmesi, para politikası ile nelerin yapıp nelerin yapılamayacağını anlaşıldığı bir süreci ortaya koymaktadır. Bu süreç aynı zamanda, fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik en uygun hedefleme stratejisinin dizaynı ve yürütülmesine ilişkin çabaların ve alternatif hedefleme stratejilerinin geçirdiği evrimi de gözler önüne sermektedir.

1970'li yılların başından bu yana gelişen para politikası literatüründe esas tartışma noktalarının, uygun bir fiyat istikrarı-üretim istikrarı bileşimine yönelik para politikasının dizaynı ve buna bağlı olarak zaman tutarlı politikalar oluşturabilmek amacıyla para politikasının kredibilitelerini tesis edecek mekanizmaların oluşturulması olduğu görülmüştür. Bu anlamda üretimde fazla değişkenlik yaratmadan fiyat istikrarını sağlayacak kredibilitesi yüksek hedefleme stratejilerinin oluşturulması ve yürütülmesi önem kazanmaktadır.

1. Hedefleme Stratejilerinin Oluşturulmasında Temel Eğilimler

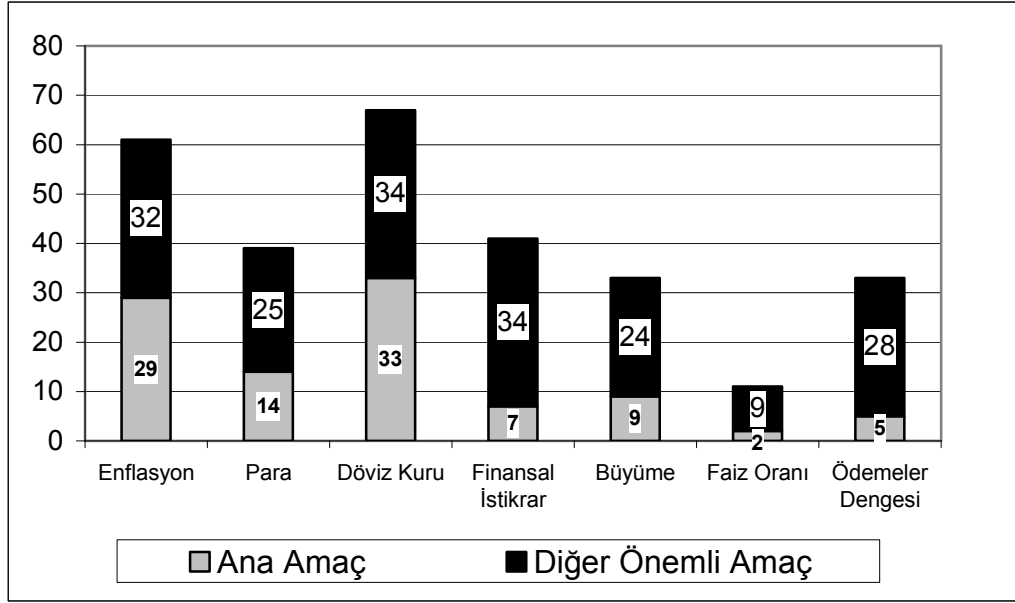
1945-1970 döneminde geçerli olan sabit fakat ayarlanabilir kurlara dayalı Bretton Woods sisteminin çökmesinin ardından para politikasının yürütülmesinde farklı stratejilerin oluşturulduğu görülmektedir. 1970'li yıllardan itibaren literatürde ve para politikası uygulama sürecinde meydana gelen gelişmeler ışığında, para politikasının dizaynı ve yürütülmesine ilişkin üç temel eğilim sözkonusudur.

İlki, özellikle 1990'lı yılların başından bugüne, para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğuna ilişkin literatürde ve uygulamada oluşan ortak yargıdır. İkincisi, para politikasının yürütülmesinde açık hedeflerin ilan edilmesidir. Üçüncüsü ilan edilen hedefin ve genel olarak para politikasının kredibilitelerinin sağlanmasına yönelik kurumsal düzenlemelerin (merkez bankasının bağımsızlığı, şeffaflık ve hesapverebilirlik) oluşturulmasıdır.⁸⁸

Fry vd. (2000) tarafından sözkonusu üç temel eğilimin karakteristiklerine dair gelişmiş ve gelişmekte olan 94 ülke merkez bankasını kapsayan çalışmada, fiyat istikrarından ayrı olarak diğer amaçların neler olduğu ortaya konmaktadır (Şekil 6).⁸⁹ Buna göre 43 ülke fiyat istikrarı (enflasyon) ve ulusal paranın (money) istikrarını ana amaçları olarak sıralamaktadır. Öte yandan fiyat istikrarı amacından ayrı olarak özellikle gelişmekte olan ülkeler kur istikrarı, büyüme ve ödemeler dengesi gibi amaçları para politikasının yürütülmesinde dikkate almaktadırlar.

⁸⁸ Fry et al., pp.3-4, Cottarelli and Giannini, p.31, Houben, p.49

⁸⁹ Fry et al., p. 4

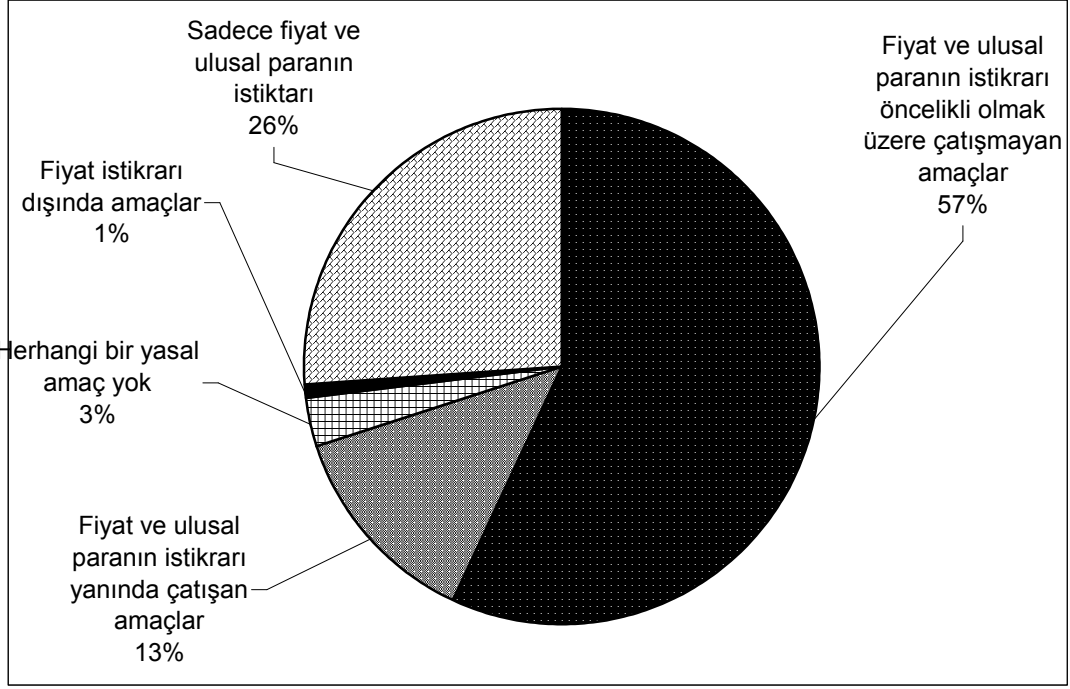


Şekil 6: Fiyat İstikrarından Ayrı Olarak Para Politikası Amaçları

Kaynak: Fry et al., p.4

Para politikasının fiyat istikrarı amacına odaklı olarak yürütülmesi aynı zamanda, üretim (büyüme) ve istihdam gibi amaçlara ulaşabilmek açısından uygun makroekonomik ortamı oluşturmaktadır. Fiyat istikrarının, diğer amaçlara ulaşabilmek için bir gereklilik oluşu, amaçlar arasındaki çatışmayı da ortadan kaldırmıştır. Buna bağlı olarak özellikle 1990'lı yılların başından itibaren birçok ülke, merkez bankası kanunlarında, fiyat istikrarı amacını önceliğe sahip amaç olarak yasal zemine oturtmuştur. Fry vd. tarafından yapılan çalışmada 94 ülke merkez bankasından %57'sinin genel anlamda fiyat istikrarı ve ulusal paranın istikrarı amaçlarının önceliğine yönelik kanunlarında düzenleme yapıldığı ve fiyat istikrarı amacının diğer amaçlarla çatışmadığı ancak önceliğe sahip olduğu görülmektedir⁹⁰ (Şekil 7).

⁹⁰ Fry et al., p.8



Şekil 7. Yasal Amaç Kategorileri

Kaynak: Fry vd., p.8

Fiyat istikrarı amacı ile çatışmayan amaçlar arasında büyümeye katkı sağlamak amacıyla makroekonomik istikrarın korunması ve finansal istikrar ve ödemeler sisteminin istikrarı gibi amaçlar yer almaktadır.

2. Hedefleme Stratejilerinin Sınıflandırılması

Belirtilmesi gereken önemli bir nokta, uygulamada hedefleme stratejilerinin sınıflandırılmasının güçlük arzettiği ve stratejilerin sahip oldukları "etiket" itibariyle ele almanın merkez bankasının tüm politika tercihlerini yansıtmayabileceğidir. Daha önce ele alındığı üzere, hedefleme stratejisinin temel makroekonomik değişkeni (çapa) merkez bankasının reaksiyon fonksiyonunda dominant olan değişkendir. Ancak stratejinin para, döviz kuru ya da enflasyon gibi bir değişken ile adlandırılması, veri bir şok karşısında politikanın nasıl tepki vereceğini önceden bilmemizi garanti etmemektedir. Bu sebeple merkez bankaları politika uygulamalarında birçok makroekonomik değişkeni dikkate alırlar. Kısa vadede merkez bankalarının büyük bir

kısmı hedeflerine yönelik esnek uygulamalar yaparken, uzun vadede önemli ölçüde yasalarında varolan amaca (fiyat istikrarı) uygun davranmaktadırlar.⁹¹

Svensson'un kural sınıflandırması temelinde, para politikasının teknik-teorik uygulama sürecine atıfta bulunmak suretiyle, stratejiler ara hedefleme (parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi) ve amaç değişkenler üzerine hedefleme stratejileri (nominal GSYİH hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi) şeklinde ikili bir ayırımla ele alınabilir.⁹² Bunun yanında, gösterdikleri özellikler itibariyle farklı nitelikler sergileyen Amerikan Merkez Bankası (FED) ve Avrupa Merkez Bankası'nın (ECB) hedefleme stratejilerine de değinilerek tezimizin konusu olan enflasyon hedeflemesine geçilecektir.

a. Ara Hedefleme Stratejileri

Ara hedefleme stratejileri, daha önce ele alındığı üzere, iki aşamalı politika sürecinin birinci aşamasında, merkez bankasının kontrol edebileceği bir değişkenin seçilmesini ve nihai politika amaçlarına yönelik olarak kullanılmasını ifade etmektedir. İlk aşamada üzerine hedef konulan değişken (ara hedef), ikinci aşamaya geçiş sürecinde para politikasının ulaşmayı amaçladığı nihai amaç haline gelmektedir.

Ara hedefleme stratejisi lehine temel argüman, bu tip hedeflere ulaşılmasının görece olarak hızlı ve kolay olmasıdır. Bu anlamda izlenen politikaların finansal değişkenler üzerindeki etkileri hemen gözlenebilirken, enflasyon ya da milli geliri etkileme süreci ve etkilere yönelik verilerin elde edilme süreci önemli gecikmeler içermektedir. Dolayısıyla, nihai amaç değişkenler ile güçlü ve öngörülebilir ilişki içerisinde olan fiyat ya da miktar değişkenleri ara hedef olarak seçilmekte, nihai amaç etkilenmeye çalışılmaktadır.

⁹¹ Fry et al., p.61

⁹² Daha önce de belirtildiği gibi, hedefleme stratejileri, para politikası uygulama sürecinin teknik-teorik boyutları ötesinde geniş anlamda tanımlanmaktadır. Literatürde esas olarak, strateji denildiğinde parasal, kur, enflasyon hedeflemesi anlaşılmaktadır. Ancak farklı yazarlar tarafından farklı sınıflandırmalar yapılabilmektedir. Örneğin Cottarelli ve Giannini, tam dolarizasyon, para birliği, para kurulu, sermaye hareketlerinin serbestliği ya da kontrolü altında kur hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi, ara hedefleme ve pür anlamda ihtiyarilik olmak üzere dokuz tür para politikası çerçevesi (framework) tanımlamaktadır. Cottarelli and Giannini, p.7

Ara hedefleme stratejileri, ağırlıklı olarak gelişmiş ülkeler tarafından kullanılan parasal hedefleme ve gelişmekte olan ülkeler tarafından kullanılan döviz kuru hedefleme stratejilerinden oluşmaktadır.

Parasal hedefleme stratejisinin ele alınmasında, Bundesbank ve SNB deneyimi ayrıntılı olarak incelenecektir. Böyle bir yaklaşımın temel nedeni, amaç değişkenler üzerinde hedefleme stratejileri incelenirken de belirtileceği gibi, her iki merkez bankasının fiilen enflasyon hedeflemesi uyguladığı yönündeki görüşlerdir. Ancak sözkonusu merkez bankalarının yönetimleri bu görüşü güçlü bir biçimde reddetmektedirler. Bu anlamda böyle bir inceleme hem enflasyon hedeflemesinin özgün niteliklerinin anlaşılması hem de hedefleme stratejilerinin geçirdiği evrim ışığında para politikası teorisi ve uygulamasında varılan noktanın ortaya konmasına imkan verecektir.

Döviz kuru hedefleme stratejisi incelenirken, özellikle gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik dinamikleri ve banka-finans kesiminin gösterdiği özellikler ve kurumsal niteliklere bağlı olarak, sözkonusu ülkelerde para politikası uygulamalarında yaşanan sorunların ve kısıtların anlaşılması mümkün olacaktır. Böyle bir inceleme, gelişmekte olan ülkelerin gösterdiği dinamiklerin yanında, özellikle politika uygulamalarına yönelik kredibilite eksikliğinin enflasyon hedeflemesi uyguladıkları taktirde yaratacağı sorunların açıklanmasına ve enflasyon hedeflemesinin uygun bir çerçeve olup olmadığının değerlendirilmesine zemin hazırlayacaktır.

i. Parasal Hedefleme Stratejisi

Parasal hedefleme stratejisinin teorik-entelektüel temelleri, M. Friedman'ın sabit oranlı parasal büyüme kuralına dayanır. Monetarist iktisatçılar, enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgu olduğundan hareketle, miktar kuramı çerçevesinde gelir ve fiyat düzeyinin para arzı tarafından belirlendiğini ve dolayısıyla para talebinin istikrarlı ve paranın dolanım hızının öngörülebilir olması durumunda parasal hedefleme aracılığıyla uzun vadede nominal gelir ve enflasyonun kontrol altına alınabileceğini savunmaktadırlar.

Uygulamada parasal hedefleme stratejisine geçiş, monetarist tezlerin etkilerinden ziyade merkez bankalarının, 1970'li yılların başından itibaren dünya ekonomisinin

değişen koşullarına pragmatik politika reaksiyonları vermelerini yansıtmaktadır. Nitekim ülkeler parasal hedefleme stratejilerini mekanik bir kuraldan ziyade, enflasyonun yanında üretim ve kur istikrarını da gözeterek esnek bir biçimde uygulamışlardır. Bretton Woods sisteminin çöküşü, petrol şoklarının ardından global olarak yükselen enflasyon oranları ve Keynesgil aktivist politikalara inancın azalması, para politikası için yeni bir nominal çapa ihtiyacının oluşmasına bağlı olarak merkez bankalarının parasal hedefleme stratejilerini uygulamaya koydukları gözlenmektedir. Bu çerçevede ilk olarak 1974 yılında Almanya daha sonra İsviçre (1975), ABD (1975), Kanada (1975), İngiltere (1976) parasal hedefleme stratejisini uygulamaya koymuşlardır. Almanya ve İsviçre diğer ülke uygulamalarından farklı olarak, parasal hedefleme stratejisinin başarılı örnekleri olarak gösterilmektedir.⁹³

Parasal hedefleme stratejisi esas olarak üç temel unsurdan oluşmaktadır. İlki, para politikasının yürütülmesinde parasal büyüklüklerin taşıdığı enformasyonun esas alınmasıdır. İkincisi kamuoyu ve piyasaların enflasyon beklentilerinin yönlendirilmesinde parasal büyüklüklere ilişkin hedeflerin ilan edilmesidir. Üçüncüsü parasal hedeflerden büyük ve sistematik sapmaların önlenmesi için hesapverebilirlik mekanizmalarının oluşturulmasıdır. Öte yandan parasal hedefleme, örtük olarak para politikasının maliye politikası tarafından kısıtlanmadığı (mali baskının olmadığı) ve döviz kuru rejiminin esnek olduğu bir politika ortamının varlığını gerektirmektedir.⁹⁴

Sözkonusu üç unsura sahip parasal hedefleme stratejisinin temel avantajı merkez bankasına para politikasını yurtiçi değerlendirmeler ışığında belirleme ve uygulama olanağı vermesidir. Parasal hedefleme merkez bankasına diğer ülkelerden farklı enflasyon hedefi seçme olanağı tanımakta ve üretimdeki dalgalanmalara karşı tepki vermesini mümkün kılmaktadır. Bunun yanında belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin büyüme hedefinin ilanı enflasyon ve enflasyon beklentileri için kamuoyu ve piyasalar tarafından kolaylıkla anlaşılabilen bir nominal çapa sağlamaktadır. Buna bağlı olarak

⁹³ Houben, p.71 ve Charles Goodhart, "The Conduct of Monetary Policy", **The Economic Journal**, vol.99, No.396, June 1989, pp.255-296

⁹⁴ Frederic S. Mishkin and M.A. Savastano, "Monetary Policy Strategies for Latin America" **Journal of Development Economics**, vol.66 Issue 2, December 2001, p.424

merkez bankasının hedefine ulaşip ulaşmadığı konusundaki bilgilere anında ulaşılabilmesiyle-zira parasal büyüklüklere ilişkin veriler birkaç hafta gibi çok kısa periyodlarla yayınlanmaktadır- para politikası ve politika yapıcılar enflasyonu düşürme konusundaki niyetleri hakkında kamuoyu ve piyasalara anında sinyaller göndermektedir. Bu sinyaller bir yönüyle enflasyon bekleyişlerinin oluşmasına yardımcı olarak daha düşük enflasyona ulaşılması sonucunu doğurmakta, diğer yönüyle merkez bankasını politika uygulamalarının başarımına ilişkin hesap verme yükümlülüğü altına sokmakta ve politika otoritelerinin zaman tutarsızlık tuzağına düşmelerine engel olmaktadır.⁹⁵

Parasal hedefleme stratejilerinin belirtilen avantajları iki büyük "eğer"e bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. İlk eğer, amaç değişken (enflasyon veya nominal gelir) ile hedeflenen parasal büyüklük arasında güçlü ve güvenilir bir ilişkinin var olması zorunluluğudur. Eğer dolanım hızı istikrarsız, bir diğer deyişle para talebi fonksiyonuna yönelik şoklar büyük ve öngörülemez ise, hedeflenen parasal büyüklük ile amaç değişkenler arasındaki ilişki zayıflayacağından parasal hedefleme stratejisi çalışmayacaktır. Dolayısıyla üretim, enflasyon ve faiz oranlarında dalgalanmalar meydana gelecektir. Bu durumda hedeflenen parasal büyüklük para politikasının durumu hakkında yeterli sinyal vermemekte, enflasyon bekleyişlerinin düşürülmesi ve merkez bankasının uygulamalarına ilişkin hesapverebilirliği için iyi bir rehber niteliği taşımamaktadır.⁹⁶

İkinci "eğer", hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından kontrol edilebilmesi ile ilgilidir. Merkez bankası yeterli kontrole sahip değilse, parasal büyüklük politika otoritelerinin niyetleri hakkında açık sinyaller sağlayamayacak ve bu durumda politika yapıcıları sorumlu tutmak güçleşecektir. Para talebindeki istikrarsızlıklar daha geniş tanımlı (M_2 , M_3 gibi) parasal büyüklüklerin hedeflenmesi

⁹⁵ Houben, pp.71-72 ve Frederic S. Mishkin, "International Experiences of Different Monetary Policy Regimes", **IIES Seminar Paper**, No.448, August 1998, p.12

⁹⁶ Mishkin, "International Experiences...", pp.12-13

suretiyle azaltılabilmesine rağmen, geniş tanımlı parasal büyüklüklerin merkez bankası tarafından kontrol edilebilirlik dereceleri azalmaktadır.⁹⁷

Parasal hedefleme stratejisi ile ilgili olarak belirtilen sözkonusu iki problem, uygulamada merkez bankalarının monetarist yaklaşıma bağlı olarak parasal hedefleme stratejilerini rijit bir biçimde uygulamak yerine, hedeflerin aşılması ya da ulaşılamamasına izin verecek şekilde davranmalarının nedenini açıklamaktadır. Bu anlamda merkez bankaları şeffaflık ve hesapverebilirlikten ödün vermek suretiyle parasal hedeflerini revize etme ya da nihai amaç değişkenlerin arzulanan hedeflerine ulaşamamayı kabul etme açmazıyla karşı karşıya kalmışlardır.

Nitekim ABD, Kanada ve İngiltere'de parasal hedeflemenin uygulanması sürecinde birden fazla parasal büyüklük hedeflenmiş, baz kaymalarına izin verilmiş, hedefler düzenli bir program dahilinde ilan edilmemiş, hedeflenen parasal büyüklükteki artışları azaltmak için ciddi politika tedbirleri alınmamış, ilan edilen hedefler sıklıkla aşılmış ve sapmaların telafisi yoluna gidilmemesinin yanısıra, sözkonusu sapmaların parasal nedenleri açıklanmamıştır. Haliyle bu ülkelerde parasal büyüklükler nominal çapa fonksiyonu görme özelliklerini ve şeffaflık ve hesapverebilirlik için rehber olma niteliklerini kaybetmişlerdir.⁹⁸

Kendilerini resmi olarak parasal hedefleme stratejisi uyguladıkları şeklinde kategorize eden Almanya ve İsviçre'nin diğer ülkelerden farklı olarak parasal hedefleme ile enflasyonun kontrol altına alınması ve fiyat istikrarının sağlanması sürecinde başarılı oldukları gözlenmiştir. Her iki ülkede de monetarizmin entellektüel-teorik argümanlarının etkisi görülmele beraber stratejinin ideal haliyle rijit bir kural şeklinde yürütülmediği belirtilmelidir. Almanya ve İsviçre'nin başarısının altında yatan temel neden hedefleme stratejisinin dizaynı ve yürütülmesinde esnek davranmaları ve parasal büyüklükleri hem hedef hem de politika niyetlerini temsil eden bir değişken şeklinde kamuoyu ile iletişim prosedürlerinin bir rehberi olarak kullanmalarındır. Bu anlamda her

⁹⁷ Houben, p.73

⁹⁸ Mishkin, "International Experiences...", p.13

iki ülke para politikasının modern unsurlarını bünyelerinde bulundurmaları itibariyle enflasyon hedeflemesinin "öncü" ülkeleri olarak değerlendirilmektedir.⁹⁹

Bretton Woods sisteminin çökmesinin ardından Alman Merkez Bankası Bundesbank ve İsviçre Merkez Bankası SNB (Swiss National Bank) için parasal hedefleme stratejisine geçiş oluşan bir kredibilite krizine bağlı olarak zorunlu bir politika tepkisinden ziyade iki-üç yıl zarfında aşamalı olarak yapılan pragmatik bir seçimi ifade etmektedir. Nitekim Bundesbank, yasal olarak 1957'den beri fiyat istikrarından (safeguarding the currency) sorumludur. SNB ise yasal olarak olmasa da politika uygulamaları itibariyle fiyat istikrarına önem vermektedir. Öte yandan her iki ülke merkez bankalarının bağımsız olması ve anti-enflasyonist bir kamuoyunun varlığının da başarılarına katkıda bulunduğu belirtilmelidir.

Bundesbank ve SNB, parasal hedeflerin hesaplanmasında, miktar kuramı çerçevesinde hedef dönemi için GSYİH reel büyüme tahminini değil politika yapım süreçlerinin ileriye yönelik bakış açısının bir unsuru olarak potansiyel GSYİH büyümesini hesaplamaktadırlar. Böyle bir hesaplama biçimi, bir yandan kamuoyunun ekonomide oluşabilecek konjonktürel dalgalanmalara odaklanmasını önlemenin yanısıra Bundesbank ve SNB'nin uzun vadeli bakış açısını yansıtmakta ve kısa vadede üretim ve döviz kuru kaynaklı dalgalanmalara tepki verebilme imkanı oluşturulmaktadır.

Gerek Bundesbank gerekse SNB, parasal büyüklük hedeflerinin yanında enflasyon hedefleri de ilan etmişlerdir. Böyle bir davranış nihai amacın enflasyon olduğunu açık bir biçimde kamuoyu ile paylaşmaya ve fiyat istikrarının operasyonel biçimde tanımlanmasına hizmet etmektedir. Buna bağlı olarak parasal hedeflerin rijit bir politika kuralı gibi değil esnek bir biçimde takip edilmesi ve sapmalara izin verilmesi her iki bankanın üretim ve döviz kuru istikrarı gibi amaçları dikkate almalarına imkan vermektedir. Parasal büyüklük ve enflasyon hedeflerinin birlikte açıklanması, esnek

⁹⁹ Frederic S.Mishkin and A.S. Posen, "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries", **FED of New York Economic Policy Review**, vol.3, No.5, August 1997, p.21, Bu görüş enflasyon hedeflemesi literatüründe yaygın olarak kabul edilmektedir.

uygulama biçiminin katkısıyla dezenflasyon sürecinin bir diğer deyişle fiyat istikrarına ulaşılmasının aşamalı (gradual) bir biçimde gerçekleştirildiğini göstermektedir.¹⁰⁰

Hedeflerde meydana gelen sapmalar ya da hedeflerin revize edilmesinin kamuoyunda stratejinin değiştirildiği ya da vazgeçildiği yönünde bir algılamaya (kredibilite sorununa) neden olabileceğinden hareketle, Bundesbank ve SNB, kamuoyu ile iletişim prosedürleri çerçevesinde parasal büyüklük hedeflerini politika niyetleri ve uygulamalarının yönü hakkında şeffaf bir biçimde kullanmışlardır. Bu sebeple yaptıkları çeşitli yayınlar, resmi kişilikler tarafından yapılan konuşmalar (speech) bir yandan her iki bankanın demokratik sorumluluk standartlarını yükseltirken ortaya çıkan şokların hangilerinin politika uygulamalarından kaynaklandığı, hangilerinin para politikasının kontrolünde olmadığı yönünde bir açıklama mekanizması oluşturmuştur.¹⁰¹

Her ne kadar kendilerine parasal hedefleme stratejisi uyguladıkları yönünde tanımlasalar da, hedefleme stratejisinin dizaynı ve yürütülmesinde esneklik, şeffaflık ve hesapverebilirlik ilkelerine önem vermeleri açısından Almanya ve İsviçre'nin enflasyon hedeflemesi uyguladıkları ileri sürülerek parasal hedefleme ile enflasyon hedeflemesi arasındaki teorik farklılıkların uygulamada ortadan kalktığı belirtilmektedir. Bu bağlamda her iki ülke de Friedmancı anlamda parasal hedeflemeden ziyade hibrid enflasyon hedeflemesi uygulamaktadırlar.¹⁰²

Svensson, katı ve esnek parasal hedefleme ayırımına bağlı olarak Bundesbank'ın uyguladığı esnek parasal hedeflemenin enflasyon hedeflemesi ile örtüştüğünü, aralarındaki farkın her iki stratejinin kamuoyu ile iletişim süreçlerinde şeffaflığa verdikleri önemin düzeyi bağlamında yaptıkları seçim sonucunda oluştuğunu belirtmektedir. Bu çerçevede, enflasyon hedeflemesi stratejisinde alınan politika kararları ile kamuoyu ile iletişim ve şeffaflığa dair retorik aynı olduğundan politikaya ilişkin sözler uygulamalarla örtüşmektedir (words match actions). Ancak parasal

¹⁰⁰ Mishkin and Posen, p.23 ve George Rich, "Swiss Monetary Targeting: 1974-1996 The Role of Internal Policy Analysis", **ECB Working Paper**, No.236, June 2003, p.5

¹⁰¹ Laubach and Posen, p.5

¹⁰² Mishkin, "International Experiences.....", p.18

hedeflemede iletişim süreci, hedeflerden sapma ve bu sapmaların nedenlerine dair standart açıklamaları içermektedir. Dolayısıyla Bundesbank, kapalı ya da saklı enflasyon hedeflemesi (inflation targeting in disguise) uygulamaktadır.¹⁰³

Bundesbank'tan farklı olarak SNB, 1999 yılında terkettiği parasal hedefleme stratejisinin ardından, para politikası uygulamalarında enflasyon tahminlerinin (inflation forecasts) merkezi rol oynadığı orta vadeli yeni bir hedefleme stratejisi uygulamaya başlamıştır. SNB'nin yeni stratejisinde fiyat istikrarına yönelik olarak açık bir tanım yapılmasına karşın, rakamsal bir enflasyon hedefine yer vermeyişi, daha önce uyguladığı duruma koşullu stratejilere benzer şekilde, küçük ve dışa açık bir ekonomi olmanın yarattığı sorunlara bağlı olarak esnekliği kaybetmeme arzusundan kaynaklanmaktadır. Öte yandan SNB, fiili enflasyonun, fiyat istikrarına uygun enflasyon tahmin değerinden ancak sürekli (sustained) sapmalarına karşı -geçici değil-operasyonel değişkeni kullanarak politika tepkisi verecektir.¹⁰⁴

Esas olarak SNB'nin para politikası uygulama prosedürlerinde yeni strateji dahilinde enflasyon hedeflemesi ile aynı özelliklere sahip olması bankanın "de facto" enflasyon hedeflemesi uyguladığına işaret kabul edilmektedir. Ancak SNB, resmi olarak kendisinin enflasyon hedeflemesi uygulamadığını belirtmektedir. Bu bağlamda, yeni stratejinin geçmişten radikal bir kopuşu değil, para politikası uygulamalarının geçirdiği evrime bağlı olarak ulaşılan düzeyi ifade ettiği vurgulanmaktadır. SNB, enflasyon tahminlerinin para politikasının pivot değişkeni olması nedeni ile, sadece enflasyonun tahminine yönelik modelleme süreçleri ve iletişim prosedürlerinde yaptığı değişiklikleri, yeni stratejinin parçası olarak değerlendirmektedir. Bunun yanında, parasal büyüklükler

¹⁰³ Lars E.O.Svensson, "Monetary Policy Issues for the Eurosystem", **IIES Seminar Paper**, No.667, May 1999, p.11. Bununla birlikte Schmid, para politikasının yürütülmesi ve geleceğine ilişkin yapılan açıklamaların, parasal hedeflemede parasal büyüklüklerin, enflasyon hedeflemesinde ise, hesaplanmasında parasal büyüklükler dikkate alınsın ya da alınmasın enflasyon tahminleri olduğunu belirtmektedir. Bu anlamda, Bundesbank enflasyon hedeflemesi uygulamamaktadır. Peter Schmid, "Monetary Targeting in Practice: The German Experience", **Center for Financial Studies Working Papers**, No.1999-03, 1999, p.14

¹⁰⁴ Rich, " Monetary Policy Targeting....", pp.452-543

özellikle iki yılı aşkın fiyat hareketlerini öngörmeye öncü gösterge olarak enflasyon tahminlerinin oluşturulmasında rol oynamaktadır.¹⁰⁵

Bu çerçevede parasal hedefleme stratejisi uygulamalarından çıkarılan temel dersler şöyle sıralanabilir:

İlk olarak parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişkinin kopması sonucunda, parasal büyüklükler, üzerinde politika kararlarının alındığı bir değişken (nominal çapa) olma özelliklerini yitirmişlerdir. Bunun yerine parasal büyüklükler gelecek enflasyona yönelik bir gösterge (indicator) olarak kullanılmakta fiyat istikrarına ilişkin risklerin değerlendirilmesinde bir enformasyon değişkeni olarak hizmet görmektedir. Bu bağlamda parasal büyüme için belirlenen referans değerinden sapmalar, mevcut para politikası uygulamalarının nihai amaç ile olan uyumsuzluğunu sinyalleme ve politikanın yeniden değerlendirilmesini sağlama yönünde taşıdıkları enformasyon itibari ile ele alınmaktadır.¹⁰⁶

İkinci olarak, hedefleme stratejilerinin başarısında önemli olanın, rijit bir biçimde nihai amaç doğrultusunda uygulamadan ziyade, kısa vadede nihai amaçtan olası sapmalara izin veren esnek uygulamaların öneminin anlaşılmasıdır. Bu bağlamda özellikle Almanya ve İsviçre uygulamaları, kısa vadede belirli esnekliklere izin veren ancak uzun vadede nihai amaca ulaşma yönünde politikaların uygulandığı "sınırlandırılmış ihtiyarilik" (disciplined discretion) çerçevesinde tanımlanmaktadır.¹⁰⁷

Üçüncü olarak, "sınırlandırılmış ihtiyarilik" çerçevesi dahilinde hedefleme stratejilerinin başarısında, politikaların açık bir biçimde kamuoyu ile paylaşılarak şeffaflığın ve kamuoyu ile iletişimin önemli rol oynadığının anlaşılmasıdır. Hedefin nihai amaçtan sapmalarına yönelik açıklama ve yayınlar, politikaların kamuoyu

¹⁰⁵ Rich, "Swiss Monetary Targeting....", p.49

¹⁰⁶ Edward Nelson, "The Future of Monetary Aggregates in Monetary Policy Analysis", **Journal of Monetary Economics**, vol.50, Issue5, July 2003, p.1043

¹⁰⁷ Laubach and Posen, p.38

tarafından daha iyi anlaşılmasına ve esneklik-şeffalık dengesinin sağlanması suretiyle fiyat istikrarının kredibilitesine katkıda bulunmaktadır.¹⁰⁸

Bir diğer ders, özellikle SNB örneği ve daha önceki kısımlarda yapılan teorik açıklamalara bağlı olarak, ülkelerin uyguladığı hedefleme stratejilerinin teknik prosedürler itibariyle benzer özellikler gösterebileceği, hedefleme stratejileri arasındaki ayırımın merkez bankalarının kamuoyu ile iletişimi, şeffaflık ve hesapverebilirliğe yönelik kurumsal mekanizmaları itibariyle yapılabileceğidir. Dolayısıyla stratejilerin adı ne olursa olsun, farklılıklar, para politikasının esneklik, şeffaflık ve hesapverebilirlik gibi modern unsurlarına merkez bankalarının attikleri önem düzeyinin aynı olmamasına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.

ii. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi

Para politikasının yürütülmesinde döviz kurunun hedeflenmesi, ulusal paranın değerinin altın gibi bir mala sabitlenmesine (altın standardı uygulaması) kadar uzanan bir geçmişe sahiptir. Günümüzde ise ulusal paranın daha düşük enflasyona sahip ülkenin parasına (çapa ülke) sabitlenmesi şeklinde -ki bu durumda enflasyon oranı çapa ülkenin enflasyon oranına yakınsamaktadır- sabit kur rejimi çerçevesinde uygulanmaktadır. Bir diğer alternatif, ulusal paranın durağan (stedy) bir oranda değer kaybetmesine izin verildiği ve düşük enflasyonlu ülke parasına sürünen (crawling) bir parite şeklinde bağlandığı (pegging) uygulama biçimidir ki bu durumda enflasyon oranı çapa ülkedeki enflasyon oranından daha yüksek olabilecektir.¹⁰⁹

Esas olarak döviz kuru hedefleme stratejisinin dizaynı, yürütülmesi ve işleyiş dinamikleri ülkenin seçmiş olduğu döviz kuru rejimi tarafından tayin edilmektedir. Döviz kuru rejiminin seçimi, sabit kur-esnek kur arasında yapılan dikotomik bir tercihten ziyade daha önce değinildiği üzere, kural-esneklik spektrumunda yer alan çeşitli alternatifler arasında yapılan bir tercihi ve bu tercihe yönelik olarak geliştirilen taahhüt mekanizmalarını ifade etmektedir. Bu bağlamda kura yönelik bir hedefin

¹⁰⁸ Frederic S.Mishkin, "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries", **World Bank Economics Working Paper**, No.2684, 2001, p.13

¹⁰⁹ Mishkin, "International Experience...", p.2

belirlenmesi, hedefe uygun para ve maliye politikalarının uygulanmasını gerektirmektedir.¹¹⁰

Belirtilmesi gereken bir diğer nokta, özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru istikrarının fiyat istikrarına benzer şekilde nihai bir politika amacı olması, bir diğer deyişle kurun hem fiyat istikrarını sağlamada bir ara hedef hem de bizatihi kendisinin başlı başına amaç olmasına bağlı olarak kur istikrarı ile fiyat istikrarı arasında çatışmanın sözkonusu olduğudur. Bu yönüyle sözkonusu ülkelerde döviz kuru hedefleme stratejisinin başarısı ülkelerin iç makroekonomik dinamiklerine bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.

Nominal çapa olarak döviz kurunun hedeflenmesiyle, dış ticarete konu olan malların fiyatlarının çapa ülkelerin fiyatlarına bağlamak suretiyle, dış ticareti yapılamayan mallardaki ücret ve fiyat ataletinin (inertia) enflasyon üzerindeki etkisinin süreç içerisinde kırılması ve enflasyon bekleyişlerinin çapa ülkedeki enflasyon düzeyine yakınlaşarak enflasyonun kontrol altına alınması beklenmektedir.¹¹¹ Böylelikle ülkenin kendi başına sağlayamadığı kredibilitenin, döviz kuru hedefi aracılığıyla çapa ülkede uygulanan istikrar odaklı para politikaları çerçevesinde adeta miras alınarak, kazanılması sözkonusu olabilecektir. Bu anlamda kur taahhüdü aracılığıyla elde edilen kredibilitenin para ve maliye politikaları üzerinde disipline edici bir etkide bulunması amaçlanmaktadır.¹¹²

Para ve maliye politikalarının kur taahhüdüne uygun bir biçimde dizaynı zaman tutarsızlığı sorununu ortadan kaldırmaktadır. Döviz kuru hedefi, ulusal paranın değer kaybettiği zamanlarda sıkı para politikası, değer kazandığı zamanlarda ise genişletici para politikası uygulamasını gerektiren otomatik bir para politikası kuralı gibi işlemektedir. Öte yandan genişletici maliye politikaları ödemeler bilançosu açığına ve

¹¹⁰ P.Richard Agenor and P.J.Montiel, **Development Macroeconomics**, USA: Princeton University Press, 1996, p.361

¹¹¹ Mishkin and Savastano, p.417

¹¹² Roberto Chang and A.Velasco, "Exchange Rate Policy for Developing Countries", **American Economic Review**, vol.90, No.2, May 2000, p.71

dolayısıyla kur taahhüdünün çökmesine neden olacağından tercih edilmeyecektir.¹¹³ Bu duruma, kur taahhüdünün ücret ve finansal sözleşmelerde enflasyonist eğilim içeren davranışları ortadan kaldırmasıyla oluşan yurtiçi finansal disiplinin kur taahhüdünün devam ettirilebilmesi için gerekli olan mali ayarlamalar açısından güçlü bir teşvik olması da kakıda bulunmaktadır. Bu anlamda para ve maliye politikalarının yürütülmesinde ihtiyari uygulamaların ortadan kalkması uygulanan politikaların kredibilitésine katkıda bulunacaktır.¹¹⁴

Döviz kuru hedefi, basit ve açık olması itibarıyla uygulanan politikaların yönü, politika otoritelerinin niyetleri ve eylemleri hakkında net sinyaller vererek, şeffaflık kamuoyu ile iletişim süreçleri açısından da avantaja sahiptir. Bu yönüyle kur taahhüdü hem bekleyişlerin fiyat istikrarı doğrultusunda oluşmasına hem de mali otorite ve diğer kurumların (sendikalar gibi) davranışlarının sınırlandırılmasında rol oynamaktadır. Döviz kuru hedefinin para ve maliye politikaları üzerindeki disipline edici etkisi ve kamuoyu ile iletişim sürecindeki üstünlüğünün kombinasyonu bir yandan dezenflasyon sürecini kolaylaştırmakta diğer yandan stratejinin yürütülmesinde dışsal baskıların elimine edilmesine katkıda bulunmaktadır.¹¹⁵

Belirtilen avantajlarına bağlı olarak, döviz kuru hedefleme stratejisinin gelişmiş ülkelerde başarılı bir biçimde uygulandığı gözlenmiştir. Örneğin İngiltere ve Fransa Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM) çerçevesinde ulusal paralarını Alman Mark'ına bağlayarak enflasyonu kontrol altına almayı başarmışlardır. 1987 yılında Fransa, ulusal parasını Alman Mark'ına sabitlediğinde %3 olan enflasyon oranını -ki bu oran Almanya'nın enflasyon oranından iki puan fazlaydı- 1992 yılına kadar %2'ye, 1996 yılına kadar ise %2'nin de altına çekerek enflasyon oranını Almanya'ya yaklaştırmıştır.

¹¹³ Mishkin, "International Experiences.....", p.2

¹¹⁴ A.Javier Hamann, "Exchange Rate-based Stabilization: A Critical Look at the Stylized Facts", **IMF Working Paper**, No.139, October 1999, p.6

¹¹⁵ Houben, p.85 ve Andrew Atkeson and P.Kehoe, "The Advantage of Transparent Instruments of Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No.8681, December 2001, p.31

Benzer şekilde İngiltere ulusal parasını 1990 yılında Alman Mark'ına sabitleyerek enflasyon oranını 1992 yılına kadar %10'dan %3'e indirmeyi başarmıştır.¹¹⁶

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hedefleme stratejisinin uygulanması, sözkonusu ülkelerde enflasyon dinamikleri ve makroekonomik temellerin gösterdiği özellikler itibariyle literatürde biçimsel olgulara (stylized facts) ilişkin ortak bir çerçeve ortaya koymaktadır. Esas olarak hiperenflasyon ve yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde döviz kuru hedefleme stratejisinin enflasyonun kontrol altına alınmasında başarılı olduğu gözlenmektedir. Ancak enflasyonist baskıların yoğun ve yerleşik (inertial) bir enflasyon yapısının hakim olduğu kronik enflasyon yaşayan ülkelerde enflasyon oranı ile kurun uyum süresinin uzaması hedefleme stratejisinin sürdürülebilirliğini tehlikeye atmaktadır.¹¹⁷

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hedefleme stratejisi lehine ilk argüman, kur hedefinin basit ve açık olmasının yanı sıra, sözkonusu ülkelerde kur değişimleri ile fiyatlar arasında sıkı bir ilişkinin varlığıdır. Öte yandan yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş sürecinde paranın dolanım hızının tahmin edilmesi, para olanlar ile para benzerleri arasındaki ayırımın net olmadığı kronik enflasyon ülkelerinde güçlük arz etmektedir. Dolayısıyla sözkonusu ülkelerde para ile enflasyon arasında ne kadar sıkı bir ilişkinin varolduğu ve bu ilişkinin enflasyon düştükten sonra nasıl bir nitelik arzedeceği açık değildir. Bu bağlamda döviz kuru hedefi, stratejinin yürütülmesinde para talebi ve dolaşımı hakkında herhangi bir bilgiye gerek duyulmaması şeklinde bir avantaja sahip olmaktadır.

İkinci olarak uzun süre devam etmiş olan yüksek enflasyon periyotlarının ekonomide yüksek düzeyde dolarizasyona yol açmasıdır. Parasal hedefleme stratejisi benimsenecek olursa, her şeyden önce seçilen para tanımında yabancı para olarak tutulan varlıkların yerli para açısından değeri ile yabancı para açısından mevduatlarında içerilmesi gerekecektir. Bununla birlikte para arzının belirtilen kısmı para otoritelerinin

¹¹⁶ Mishkin, "International Experience...", p.3

¹¹⁷ Hamann, pp.6-7 and Stanley Fischer and C.Vegh, "Modern Hyper and High Inflations", **IMF Working Paper**, No.197, November 2002, p.51

kontrolü altında değildir. Dolayısıyla para arzının yurtiçi kısmında yaşanan düşüş toplam likidite ve enflasyon üzerinde fazla etki yaratmayabilecektir. Bu koşullar altında döviz kurunun hedef olarak benimsenmesi uygun olmaktadır.¹¹⁸

Üçüncü olarak, uzun süreli kronik enflasyon yaşayan ülkelerde iktisadi ajanların enflasyon bekleyişlerindeki katılımın ve uygulanan para ve maliye politikalarına ilişkin kredibilite eksikliğinin, döviz kuru hedefi aracılığıyla daha kolay giderilebileceğidir. Bu argüman kur taahhüdünün varlığı sebebiyle politika otoritelerinin develüasyonun yüksek maliyetlerine katlanmak istemeyecekleri ve bu sebeple mali ve parasal disiplini ön planda tutacakları ve döviz kurunun olası gevşek politika uygulamalarını anında yansıtan ve gözlenmesi kolay bir değişken olmasının katkısıyla daha da güçlenmektedir.¹¹⁹

Bu çerçevede, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan döviz kuru hedefleme stratejilerinin başarısının stratejinin kendi içsel dinamikleri açısından taşıdığı dezavantajların sözkonusu ülkelerin makroekonomik temelleri ile karşılıklı etkileşimine bağlı olarak ortaya çıktığı gözlenmiştir.

Döviz kuru hedefleme stratejisinin en temel dezavantajı, sabitleme yapan ülkedeki (pegging country) para politikasının iç ekonomik koşulların gerektirdiği biçimde bağımsız uygulanma imkanının ortadan kalkmasıdır. Dışa açık finansal piyasalara sahip ülkelerdeki faiz oranları çapa ülkenin faiz oranları ile yakından ilişkili hale gelmekte ve para yaratma süreci çapa ülkedeki para arzı artışlarına bağlanmaktadır. Dolayısıyla kuru sabitlemiş bir ülke para politikasını çapa ülkedeki şoklardan bağımsız olarak, olası yurtiçi şoklara tepki verecek şekilde uygulama yeteneğinden yoksun kalmaktadır. Örneğin kuru sabitleyen ülkede yurtiçi talepte bir düşme olduğunda (kamu harcamalarında bir azalış ya da ihraç mallarına olan talepte bir düşme gibi nedenlerle) para politikası faiz oranlarını düşürme şeklinde bir tepki verememektedir. Bu durumda

¹¹⁸ Erdiñç Telatar, "İstikrar Programlarında Nominal Çapa Seçimi ve Uygulama Sonuçları", **Hacettepe Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 18, Sayı2, 2000, s.468

¹¹⁹ Andres Velasco, "Exchange Rate Policies for Developing Countries: What Have Learned? What Do We Still Not Know?", **UNCTAD G24**, Discussion Paper Series, No.5, June 2000, p.3 ve Agenor and Montiel, p.361

üretim ve hatta enflasyon arzulan düzeylerin altına düşebilmekte ancak para otoriteleri bu hareketleri durdurma konusunda bir tepki verememektedir.¹²⁰

Döviz kuru hedefleme stratejisinin bir diğer dezavantajı, ulusal paranın spekülasyon ataklarına açık bir duruma gelmesidir. Çapa ülkede meydana gelen bir şok sabitleme yapan ülkede ekonomik büyümenin gerilemesine ve istihdamda azalmaya yol açan negatif bir talep şoku doğurmaktadır. Bu durumda spekülasyon otoritelerin kur taahhüdünü sorgulamaya başlamakta, değer kaybetme eğilimindeki parayı satarak potansiyel olarak düşük risk ve yüksek getiri sağlayan cazip bir kar olanağı elde etmektedirler. Kuşkusuz merkez bankasının oluşan krize karşı faiz oranlarını yükseltmesi hem fiili ve beklenen enflasyonu artırmakta hem de ciddi boyutlarda döviz rezervi kaybına yol açmaktadır.¹²¹

Döviz kuru hedefleme stratejisinin yukarıda belirtilen iki dezavantajı, gelişmekte olan ülkeler söz konusu olduğunda, hedefleme stratejisinin ekonominin fiyat istikrarı ile finansal kriz arasında bıçak sırtında seyrettiği bir sürecin ardından, finansal kriz ile sonuçlanmasını beraberinde getirmektedir. Daha önce belirtildiği üzere, hedefleme stratejilerinin başarısında imkansız üçleme kısıtı ve kamu maliyesi kısıtı önemli bir rol oynamaktadır. Bu bağlamda döviz kuru hedefleme stratejilerinin gelişmekte olan ülkelerde finansal krizle sonuçlanması, stratejinin taşıdığı içsel dezavantajlar ile söz konusu iki kısıt arasındaki ilişkilere bağlı olarak ele alınmaktadır.¹²²

¹²⁰ Frederic S.Mishkin, "The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging Market Countries", **International Finance**, vol.1, Issue1, October 1998, p.85. Döviz kurunu sabitleyen ülke ile çapa ülkenin parasal faiz oranlarının eşitliği, faiz paritesi koşulunu ifade eder. $(D_s^T + \alpha = i - i^*)$ Buna göre kurda hedeflenen değer kaybı ile (D_s^T) , beklenen değer kaybındaki risk priminin (α) toplamı, sabitleme yapan ülkenin faiz oranı (i) ile çapa ülkenin faiz oranı (i^*) arasındaki farka eşittir. Eğer merkez bankası yurtiçi faiz oranlarını kontrol etme yeteneğinden yoksunsa, eşitliğin diğer üç değişkeni yurtiçi faiz oranlarını belirler ve kısa vadeli sermaye girişi için bir denge oluşur. Peter Bofinger and T.Wollmershouser, "Monetary Policy and Exchange Rate Targeting in Open Economies", **Würzburg Economic Papers**, No.14, March 2000, p.5

¹²¹ Maurice Obstfeld and K.Rogoff, "The Mirage of Fixed Exchange Rates", **Journal of Economic Perspectives**, vol.9, No.4, Fall 1995, p.75

¹²² Esas olarak, döviz krizleri ortaya çıkış nedenlerindeki farklılıklardan hareketle üç nesil (generation) çerçevesinde açıklanmaktadır. Her yeni model, daha önceki modelin yanlış olduğu ya da geçersizliği üzerine değil, yeni kriz dinamiklerinin açıklanmasında yetersiz kalmaları üzerine kurulmuştur. Bu nedenle her yeni nesil, bir önceki modelin açıklamalarını içermekte ve yetersizliklerini tamamlamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere katı (hard peg) ve yumuşak (soft peg) olmak üzere iki tip döviz kuru hedefleme stratejisi önerilmektedir.¹²³ Katı döviz kuru hedefleme stratejilerinin, sözkonusu ülkelerin bağımsız para politikası izleme konusunda ekonomik ve kurumsal yetersizlikleri ve disiplin-kredibilite argümanlarına bağlı olarak, para kurulu (currency board) ve resmi dolarizasyon (official dollarization) şeklinde iki tip olarak uygulaması sözkonusudur.¹²⁴ Yumuşak döviz kuru hedefleme stratejilerinde ise, belirtildiği üzere, kur hedef enflasyon oranına göre değer kaybederek enflasyon oranına yakınsaması beklenen çapa işlevini görmektedir.

Kronik enflasyon problemi yaşayan gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hedefleme stratejisi uygulamasında gözlenen en temel biçemsel olgu kurdaki değer kaybı oranı (devalüasyonu) ile enflasyon oranı arasındaki yakınsamanın yavaş gerçekleşmesi ya da gecikmeli olmasıdır. Dolayısıyla ulusal para çapa ülkenin parasına oranla aşırı değerli hale gelmekte ve bu durum dış dengeyi olumsuz etkilemektedir. Sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda, sermaye girişleri (capital inflows) sürdüğü ve merkez bankası yeterli döviz rezervine sahip olduğu müddetçe dış dengenin sürdürülebilirliği sorun yaratmamaktadır.¹²⁵

Buna bağlı olarak para arzındaki değişim, pasif para politikası sebebiyle sterilizasyonun sözkonusu olmadığı ortamda, sermaye girişlerine bağlı olarak

Robert Flood and Nancy Marion, "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature", **NBER Working Paper**, No.6380, January 1998, p.4

¹²³ Stanley Fischer, "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", **Finance and Development**, June 2001, p.18. Fischer iki köşeli çözüm önerisini tüm sabit-katı (hard peg) kur rejimi ile serbest dalgalanma (free floating-esnek kur) rejimleri arasında bir kur rejimi tercihinin sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda finansal krizle sonuçlandığından hareketle yapmaktadır.

¹²⁴ Para kurulu uygulamasında, para politikası pasif ve tamamıyla otomatik hale gelmekte ulusal para çapa ülkenin parasına tam konvertibl kılınmaktadır. Hong Kong SAR, Estonya, Bulgaristan, Litvanya ve 2000 yılına kadar Arjantin de para kurulu uygulanmıştır. Tam dolarizasyon (dolarlaşma) bir ülkenin farklı bir ülke parasını ulusal parası yerine kullanması ya da ülkelerin para birliğine (currency union) giderek tek bir para birimini kullanmalarıdır. Tam dolarizasyona Panama, El Salvador, para birliğine (Euroization:Eurolaşma) Euro sisteme dahil ülkeler örnek verilebilir. Steve Hanke ve Kurt Schuler, **Gelişmekte olan Ülkeler İçin Para Kuralları El Kitabı**, (çev.) Bekir B.Özipek ve M.Toprak, Ankara: Liberte Yay., 2001, s.14

¹²⁵ Steven B.Kamin, "Reel Exchange Rates and Inflation in Exchange Rate Based Stabilizations: An Empirical Examinations", **FED International Finance Discussion Papers**, No.554, June 1996, p.1-2. Bu biçemsel olgu, döviz kuru hedefleme stratejilerinin başarısız olmasında, enflasyonun yapışkan (inertial) olmasını temel alan çalışmaların hareket noktasını oluşturmaktadır.

gerçekleşmektedir. Bu anlamda sermaye girişleri sürdüğü müddetçe parasal tabanın artması ve reel faizlerin düşmesi beklenir. Böylelikle kamu maliyesinde olası bir açık rahatlıkla finanse edilebilecek ve iç dengenin sürdürülebilirliği sorun yaratmayacaktır.

Sermaye hareketleri ile döviz kuru hedefleme stratejisi uygulayan ülkenin iç ve dış dengeleri arasındaki ilişki, yumuşak döviz kuru hedefleme stratejilerinin temel bir sürdürülebilirlik sorununu ve kriz olasılığını stratejinin yürütülmesi boyunca gündemde tutmaktadır. Bu bağlamda, ulusal paranın aşırı değerlenmesi sonucunda kur taahhüdünün (ya da dış dengenin) sürdürülebilirliğine yönelik kuşkular, özellikle hedefleme stratejisine uygun olmayan tutarsız politikaların (genişlemeci maliye politikaları gibi) uygulandığı ortamlarda devalüasyon baskısını artırmaktadır.¹²⁶ Öte yandan, hedefleme stratejisine uygun politikaların izlendiği bir diğer deyişle ülkenin makroekonomik temellerinde herhangi bir bozulma olmadığı ortamlarda bile, finansal piyasalarda oluşan olumsuz bekleyişler, kendi kendini besleyen (self-fulfilling) bir süreç dahilinde kura yönelik spekülasyon atağı tetiklemekte ve döviz talebi yükselmektedir.¹²⁷

Döviz kuruna yönelik olarak kendi kendini besleyen bir spekülasyon atağın gerçekleşmesinin temelinde, stratejiyi yürütmek için gerekli politikaları uygulamanın politika otoriteleri için artan maliyetleri yatmaktadır. İşsizliğin yüksek ve büyümenin düşük olduğu ekonomilerde hükümetin stratejiyi sürdürmek ya da diğer amaçlara (büyümeyi artırma, banka-finans kesimini güçlendirme gibi) ulaşma konusundaki tutumuna bağlı olarak ortaya çıkan baskılar, makroekonomik temellerdeki bozulmadan ziyade kendi kendini besleyen bekleyişlerin neticesinde spekülasyon atağına uygun bir ortam hazırlamaktadır. Haliyle hükümetler kur taahhüdünü terk etmek ya da stratejiyi sürdürmenin maliyetlerine katlanmak arasında bir tercihle karşı karşıya kalmaktadırlar. Spekülasyon atağın gerçekleşmesi durumunda kur taahhüdünün savunulması amacıyla

¹²⁶ Bu durum kanonik kriz modelleri olarak ta anılan ilk nesil modeller çerçevesinde açıklanmaktadır. Buna göre kriz, kur taahhüdü ile tutarlı olmayan politika uygulamalarına bağlı olarak doğmaktadır. Flood and Marion, p.5

¹²⁷ Bu durum, finansal piyasalarda bekleyişlerin olumsuzluğa doğru yönelmesine bağlı olarak, piyasa etkisizlikleri ile oluşan sürü davranışı (herd behaviour) ve krizin bulaşma nitelikleri (contagion) dahilinde ele alınmaktadır. Graciela Kaminsky, "Varieties of Currency Crises", **NBER Working Paper**, No.10193, December 2003, p.1

faizlerin yükseltilmesi bir yandan büyüme ve istihdamı olumsuz etkilerken diğer yandan özellikle borç/GSYİH oranının yüksek olduğu ekonomilerde, borçların (iç denge) sürdürülebilirliğinin sorgulanmasına ve borçları ödeyememe riskinin (default) doğmasına neden olmakta ve krizin etkilerini derinleştirmektedir.¹²⁸

Döviz kuru hedefleme stratejisinin yürütülmesinde sermaye hareketlerinin serbest olduğu ortamlarda karşılaşılan sorunlar, reel faizler ve reel kurların gösterdikleri davranışlara bağlı olarak artan parasal tabanın reel faizleri düşürmesine bağlıdır. Ancak reel faizlerdeki düşüş tüketim ve kredi genişlemesi sonucunda ithalatı artırmakta ve dış denge kötüleşmektedir. Dolayısıyla strateji kendi içsel kurgusu itibariyle ekonomiyi istikrar ve kriz arasında bıçak sırtı bir dengeye oturtmaktadır.¹²⁹

Tüm bunlara bağlı bir biçimde, döviz kuru hedefleme stratejilerinin gelişmekte olan ülkelerde finansal krizlere ve finansal istikrarsızlığa uygun zemin hazırladığı görülmektedir. Hedefleme stratejisi ile finansal kırılganlık (financial fragility) arasındaki ilişkiler finansal piyasalarda varolan asimetrik enformasyon problemleri-ahlaki zafiyet (moral hazard) ve ters seçim (adverse selection) - gelişmekte olan ülkelerin uluslararası piyasalarda kendi ulusal paraları cinsinden borçlanmamaları (original sin) hipotezi ve sözkonusu ülkelerde banka-finans kesiminin düzenleme (regulation) ve denetim-gözetim (supervision) süreçlerindeki zayıflıklara bağlı olarak yapılmaktadır.¹³⁰

Mishkin, finansal istikrarsızlığı, finansal sistemdeki şokların bilgi akışına mani olması ve böylece finansal sistemin fonların verimli yatırımlara dönüştürülmesi işlevini yerine getirememesi şeklinde tanımlamaktadır. Bu tanım çerçevesinde, finansal

¹²⁸ Robert Flood and O.Jeanne, "An Interest Rate Defense of a Fixed Exchange Rate?", **IMF Working Paper**, No.159, October 2000, p.15

¹²⁹ George Tavlas, "On the Exchange Rate as a Nominal Anchor: The Rise and Fall of the Credibility Hypothesis", **The Economic Record**, vol.76, No233, June 2000, p.190

¹³⁰ Barry Eichengreen and R.Hausmann, "Exchange Rates and Financial Fragility", **NBER Working Paper**, No.7418, November 1999, pp.2-3. Döviz kuru hedefleme stratejisi ile banka-finans kesiminin yapısal-kurumsal nitelikleri arasındaki ilişkiler özellikle finansal liberizasyonun gerçekleştirildiği ortamlarda üçüncü nesil kriz modelleri dahilinde ele alınmaktadır. Roberto Chang and A.Velasco, "Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy", **FED of Atlanta Working Papers**, No.99-15, October 1999, pp.4-5

istikrarsızlığın nedenlerini hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarında artış, bilançoların üzerinde varlık piyasalarının etkisi ya da borsaların çöküşü, belirsizlikteki artış ve bankacılık sektöründeki sorunlar olmak üzere dört ana nedene indirgemektedir. Ancak bu dört ana neden, finansal istikrarsızlığın yayılması hususunda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklı yayılma mekanizmalarını harekete geçiren kurumsal farklılıklara sahiptir.

Gelişmiş ülkelerde enflasyon düşük ve fazla değişken olmayıp borç sözleşmelerinin çoğunluğu uzun vadeli. Bu ülkeler güçlü paralara sahip olduğundan, sözleşmelerin çoğunluğu ulusal paralar ile yapılmaktadır. Buna karşılık gelişmekte olan ülkeler yüksek ve değişken enflasyon oranlarına sahiptir ve uzun vadeli borç sözleşmeleri yüksek risk taşımaktadır. Dolayısıyla kısa vadeli borçlanma yapısı hakimdir. Enflasyon performansındaki olumsuzluk veri iken ulusal paralarının değerinde önemli dalgalanmalar olduğunda, bu riskten kaçınmak için sözkonusu ülkelerde borç sözleşmelerinin çoğu yabancı para cinsinden düzenlenmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin sahip olduğu kurumsal özellikler olan borcun kısa vadeli olması, yabancı para cinsinden borçlanmaların çokluğu, bankacılık kesimin zayıf kurumsal yapısı, bu ülkelerin uyguladıkları politikalara ilişkin kredibilite eksikliği ile birleştiğinde, yukarıda sayılan dört faktörün ortaya çıkması sonucunda ciddi ekonomik ve toplumsal maliyetleri olan krizlere dönüşebilmektedir.¹³¹

Döviz kuru hedefleme stratejisi ulusal paranın değerindeki belirsizliğe bağlı olarak yurtiçindeki firmaları, banka-fınans kurumlarını ve hükümeti döviz cinsinden borçlanmaya teşvik edebilmektedir. Kura yönelik spekülasyon bir saldırının getirdiği devalüasyon döviz cinsinden borçlu olan firma ve kurumların borç yükünü artıracaktır. Ancak firmanın varlıkları ulusal para cinsinden olduğundan varlıklarında kurdaki değer kaybına eş-değer bir azalış olmaması bilançolarını bozarak net değerlerini azaltacaktır. Bu durum bir yandan firmaların işler daha kötüye gitse bile ellerindeki varlıkların net

¹³¹ Frederic S.Mishkin, "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers", **Maintaining Financial Stability in a Global Economy**, A Symposium Sponsored by FED of Kansas City, 1997, p.86

değeri azaldığı için daha az zarara uğrayacak olmaları sebebiyle yüksek risk almalarına ve ahlaki zaafiyetin doğmasına diğer yandan ödünç veren kurumların kredi arzını azaltmalarına neden olmaktadır. Haliyle yatırımlar ve iktisadi faaliyet hacmi gerilemektedir.¹³²

Söz konusu ülkelerde bankaların kısa vadeli ve yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin bulunması nedeniyle, kurdaki değer kaybı yükümlülüklerde ciddi artışları getirmektedir. Öte yandan firma ve hanehalklarının almış oldukları borçları ödemede yaşadığı sorunlar, banka bilançolarının varlık tarafında bir azalmaya neden olmaktadır. Bankaların bilançolarındaki bozulmaya verdikleri tipik tepki ise verdikleri kredileri kısma yoluna gitmeleridir ki bu da iktisadi faaliyet hacmini daraltıcı etkiye bulunmaktadır.

Bankacılık sistemi ile döviz kuru hedefleme stratejisi arasındaki ilişki sermaye girişlerine aracılık eden kurumların bankalar olması sebebiyle de çeşitli dinamikler arz etmektedir. Kur taahhüdü sonucunda ulusal paranın değerinin istikrarlı kılınması, yabancı yatırımcıların daha az risk algılamasına ve sermaye girişlerinin artmasına neden olmaktadır. Söz konusu sermaye girişleri verimli yatırımlara kanalize edilebilirse büyümeyi teşvik etmesine rağmen, kredi arzında aşırı bir artış yaratabilmektedir. Öte yandan bankacılık sisteminin denetim-gözetim sürecindeki zayıflıklar ve devlet garantilerinin varlığı, bankaların aşırı risk alma eğilimini artırmakta ve borç verme patlamasına yol açarak büyük ölçekli fon kayıpları söz konusu olmakta ve banka bilançoları daha da kötüleşmektedir.

Banka bilançolarındaki bozulma öncelikle bankaların vadesi gelen borçlarını ödeyememe riskine bağlı olarak bankacılık krizini ve ardından döviz krizini tetikleyebilmektedir. Zira merkez bankasının parasının değerini spekülasyon saldırılara karşı koruma amacıyla faiz oranlarını yükseltmesi banka bilançolarını bozacaktır. Faiz oranları artışının banka bilançoları üzerindeki negatif etkisi, vade uyumsuzlukları ve kredi riskinin yükselmesinden kaynaklanmaktadır. Bu anlamda merkez bankası kur

¹³² Mishkin, "International Experiences....", pp.6-7

taahhüdünü savunmak karşısında bankacılık sisteminin çökmesi tehlikesi ile karşı karşıya kalır. Dahası, ülkenin zayıf bankacılık sisteminin merkez bankasının kur taahhüdünü savunması için engel teşkil etmesini spekülâtorler farkedirse, daha fazla spekülasyon doğmasıyla, döviz krizi daha da büyüebilir.¹³³

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hedefleme stratejisinin bir diğer dezavantajı, para politikasının aşırı genişletici bir biçimde uygulanmasını engelleyen önemli bir sinyalin kur hedefi ile ortadan kalkması sonucu politika yapıcılarının hesapverebilirliğinin zayıflamasıdır. Gelişmiş ülkelerde uzun vadeli tahvil piyasaları para politikasının yönü hususunda önemli sinyaller vermesine rağmen, gelişmekte olan ülkelerde uzun vadeli tahvil piyasaları olmadığı için sinyal işlevini kurlardaki günlük dalgalanmalar üstlenmektedir. Dolayısıyla kura yönelik taahhüt, döviz piyasasının para politikası ile ilgili uyarı görevini yerine getirmesine engel olmaktadır.

Öte yandan, merkez bankasının izlediği para politikasının yönü ancak spekülâtif ataklar ardından anlaşılabilir. Zira gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının bilançoları yeterince şeffaf olmadığı için uyguladıkları politikaların niteliği kolaylıkla anlaşılabilir. Haliyle döviz kuru hedefleme stratejisi, merkez bankasının faaliyetlerini daha az şeffaf ve hesapverebilir kılması nedeniyle de zaman tutarsızlığı sorununu kötüleştirir.¹³⁴

Döviz kuru hedefleme stratejisinin işleyiş dinamikleri ve dezavantajları bağlamında yukarıda ortaya konulan çerçeve, dünya ekonomisinde özellikle 1990'lı yıllarda sermayenin uluslararasılaşması sürecine paralel olarak yaşanan bir dizi finansal krizin temel çizgilerini ortaya koymaktadır. Meksika (1994-95), Doğu Asya (1997-98), Rusya (1998), Brezilya (1988-99), Arjantin (2000-01) ve Türkiye'de (2000-01) yaşanan krizler döviz kuru hedefleme stratejisinin finansal krizleri hazırlayıcı içsel dinamikler taşıdığı ve stratejinin sürekli krizle sonuçlanması nedeniyle fiyat istikrarının sağlanmasına uygun bir hedefleme stratejisi olmadığına dair görüşlerin yaygınlaşmasını beraberinde getirmiştir.

¹³³ Mishkin, "The Dangers of Exchange....", pp.89-90

¹³⁴ Mishkin, "International Experiences....", p.10

Genel olarak finansal krizle sonuçlanmasına rağmen yüksek kronik enflasyon yaşanan ülkelerde özellikle enflasyonla mücadelenin erken aşamalarında döviz kuru hedefleme stratejisinin enflasyonist bekleyişlerin kırılması ve enflasyondaki katılığın aşılması açısından etkili olduğunu belirtmek gerekir. Bu sebeple, stratejinin belirli bir süre dezenflasyon amacıyla kullanıldıktan sonra daha esnek bir kur rejimine geçişi ortaya koyan bir "çıkış stratejisinin" stratejinin uygulamaya konulması ile beraber açıklanabileceği ve kur çapasından düzenli bir çıkışın sağlanabileceği ileri sürülmektedir. Daha esnek kur rejimine geçmeden önceki sürede ise mali disiplin ve banka-finans kesimine yönelik kurumsal ve ekonomik önlemler alınabilecektir.¹³⁵

Bu konuda yapılan çalışmalar, hedefleme stratejisinden çıkışın doğasının, stratejinin uygulama ömrüne bağlı olduğunu ortaya koymaktadır. Stratejinin ömrü uzadıkça kur taahhüdünün işlevini başarıyla yerine getirdiği ancak kriz olasılığının ve daha esnek kur rejimine geçişin kuvvetlendiği görülmektedir. Ekonominin dışa açıklık derecesinin yüksekliği ve mali zayıflıkların (fiscal-vulnerabilities) varlığı, stratejinin düzenli bir biçimde terkedilmesinde rol oynamaktadır. Sürpriz bir biçimde, finansal piyasaların etkinliği ve derinlik arzemesi stratejiden çıkışın maliyetlerini azaltıcı bir rol oynamamaktadır.¹³⁶

Döviz kuru hedefleme stratejisinin finansal krizle sonuçlanmasının ardından, kriz öncesi enflasyonun görece düşük olduğu ülkelerde katı kur rejimlerine nazaran esnek (floating) kur rejimlerine geçişin nominal istikrarı daha hızlı sağladığı gözlenmiştir. Kriz sonrası esnek kur rejimini tercih eden ülkeler para politikası

¹³⁵ Barry Eichengreen, P.Masson et al., "Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange Rate Flexibility", **Essays in International Finance**, No.213, April 1999, pp.24-25. Döviz kurunun değişimi, önemli ölçüde dış dengenin sürdürülebilirliği ve denge döviz kuru tahminlerine bağlıdır. Ancak, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda denge kur tahmini değerini saptamak oldukça tartışmalı bir konudur. Bu bağlamda kura ilişkin pek çok dengenin (multiple equilibria) varlığı krizin öngörülmesini ve uygun çıkış zamanının tayinini güçleştirmektedir. Literatürde, döviz piyasasının uzun dönemli yapısal dengesinden uzak oluşu ve makroekonomik dengeleri (iç ve dış) yansıtmaması döviz kuru uyumsuzluğu (currency misalignment) olarak ifade edilmektedir.

¹³⁶ Rupa Duttagupta and I.Ötker-Robe, "Exit from Pegged Regimes: An Empirical Analysis", **IMF Working Paper**, No.147, July 2003, p.31 ve Ahmet Aşıcı and C.Wyplosz, "The Art of Gracefully Exiting from a Peg", **The Economic and Social Review**, vol.34, No.3, Winter 2003, p.226

hedefleme stratejisi olarak tüm koşulları yerine getirilmiş olmasa da belirli düzeylerde uygulama özellikleri olan enflasyon hedeflemesine geçmişlerdir.¹³⁷

Bu açıklamalar ışığında döviz kuru hedefleme stratejisinden çıkarılan dersler şöyle sıralanabilir:

İlk olarak fiyat istikrarının sağlanması sürecinde hem kur taahhüdünün hem de enflasyon hedefinin aynı anda gerçekleştirilmesi mümkün değildir. Sermaye hareketlerinin serbest ve sabit kur sisteminin uygulandığı bir ortamda para politikası etkinliğini kaybetmektedir. Bu sebeple para politikasının yürütülmesinde fiyat istikrarı biricik amaç olmalı, farklı bir nominal çapaya yönelik taahhüt bulunmamalıdır.

İkinci olarak, uygun döviz kuru rejiminin seçimine yönelik olarak yapılan tartışmalarda iki kutuplu (bipolar view) görüşün -köşe çözümlerinin- ağırlık kazandığı görülmektedir. Ancak Arjantin'in para kurulu deneyimi sürdürülemez mali politikaların olduğu bir ortamda katı bir kur taahhüdü ve yeterli döviz rezervi olsa bile kriz yaşanabileceğini göstermiştir.¹³⁸

Üçüncü olarak, döviz kuru hedefleme stratejisinin gelişmekte olan ülkelerde ortaya koyduğu deneyimler ışığında sözkonusu ülkeler için kur rejimi seçimi ikinci derecede önem taşımaktadır. Bu bağlamda sözkonusu ülkelerde uygulanan politikaların kredibilitesi döviz kurundan ziyade, mali, finansal ve parasal kurumların (mali disiplin için ekonomik ve kurumsal çerçevenin oluşturulması, banka-finans kesimin denetim-gözetim süreçlerinin güçlendirilmesi, sürdürülebilir bir para politikası oluşturulması) geliştirilmesine ve ekonominin kurumsal yapısının güçlendirilmesine ağırlık verilmesiyle sağlanabilecektir.¹³⁹

¹³⁷ Bu ülkeler arasında Brezilya, Meksika, Rusya, Kore, Malezya ve Türkiye bulunmaktadır. Andrew G.Berg, M.Stone et al., "Re-establishing Credible Nominal Anchors After a Financial Crisis: A Review of Recent Experience", **IMF Working Paper**, No.76, April2003, p.19

¹³⁸ IMF, **Lessons from the Crisis in Argentina**, Prepared by the Policy Development and Review Department, October 8, 2003, pp.1-87

¹³⁹ Frederic S.Mishkin and Guillermo Calvo, "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries", **NBER Working Paper**, No.P808, June 2003, p.31

b. Amaç Değişkenler Üzerine Hedefleme Stratejileri

Para politikasının yürütülmesinde nihai amaç fiyat istikrarı olsa da uzun vadede Phillips eğrisinin sunduğu ilişkinin geçersiz olduğunun anlaşılması, fiyat istikrarı ile beraber üretimi de istikrarlı kılacak hedefleme stratejisi arayışlarını beraberinde getirmiştir. Bu anlamda, politikaların nihai amaç değişkenler üzerine tanımlanması sonucunda, fiyat istikrarının büyüme ve istihdam artışına da uygun bir makroekonomik ortam sağlaması mümkün olmaktadır.

İki aşamalı politika yapım sürecinde, ara hedef değişken kullanımının yarattığı sorunlar amaç değişkenler üzerine hedef konulmak suretiyle aşılabilmektedir. Bir diğer deyişle, hedefleme stratejisi nihai amaç değişkenlere göre tanımlandığında, nihai amaç değişkenler (enflasyon, nominal gelir) hem operasyonel hedef değişken hem de amaç değişken olarak kullanılmakta ve kısa vadeli hedef ile uzun vadeli amaç değişken arasındaki çatışmalar ortadan kalkmaktadır.

Buna bağlı olarak, amaç değişkenler üzerine hedefleme stratejilerinin birbirinden farklılıkları ve farklı ekonomik ve politik aktörlerle ilişkileri, stratejinin geniş anlamda oluşturduğu iletişim prosedürlerine ve dolayısıyla nihai amaç (hedef) değişkenin şeffaflık, esneklik ve hesap verebilirlik unsurlarını hangi düzeylerde taşıdığına bağlı olarak şekillenmektedir.¹⁴⁰

Bu çerçevede öncelikle, henüz resmi olarak uygulanmasa da, bazı iktisatçılar tarafından enflasyon hedeflemesine alternatif olarak önerilen nominal gelir hedefleme stratejisi ele alınacaktır. Ardından, gerek dünya ekonomisinde ve uluslar arası finansal sistemin işleyişindeki ağırlıkları gerekse stratejilerindeki özgünlükler itibariyle Avrupa Merkez Bankası (ECB) ve Amerikan Merkez Bankası'nın (FED) yaklaşımları incelenerek enflasyon hedeflemesinden ayrıldıkları noktalar belirtilecektir. Böyle bir incelemenin üç sebebi bulunmaktadır:

İlk olarak, gerek ECB gerekse FED'in uyguladıktan stratejiler ve para politikası yürütme biçimlerinin evrimi göz önüne alındığında Bundesbank ve SNB gibi de facto

¹⁴⁰ Houben, p.117

olarak enflasyon hedeflemesi uyguladıkları yönünde yaygın bir görüş birliği vardır. Ancak her iki merkez bankası mevcut yönetimlerinin enflasyon hedeflemesine karşı olduklarını açıkça belirtmeleri, mevcut uygulamalarının hangi yönleriyle enflasyon hedeflemesinden ayrıldığı ve çekincelerinin nelerden kaynaklandığının ortaya konulmasını zorunlu kılmaktadır.

Bu nedene bağlı ve ikinci olarak, her iki merkez bankasının stratejilerinin incelenmesi, özellikle para politikasının şeffaflığına yönelik uygulamaları açısından enflasyon hedeflemesinin temel karakteristiklerinin ne olduğunun ve diğer stratejilerden farklılıklarının net bir biçimde anlaşılması hususunda hedefleme stratejileri ile ilgili olarak çizilen kavramsal çerçeveye ek olarak, zemin hazırlayacaktır.

Üçüncü ve son olarak, her iki merkez bankasının açık bir enflasyon hedefi ilan etmesi ve enflasyon hedeflemesine geçmesi yönünde yapılan öneri (baskı) ve tartışmalar, yeni bir hedefleme stratejisinin seçiminde ve politikaların oluşturulmasında yer alan farklı aktörler arasındaki stratejik etkileşim süreci ve bu sürecin mevcut makroekonomik yapı ile ilişkisinin ortaya konması bakımından özellikle gelişmekte olan ülkelerin hedefleme stratejisi seçiminde önemli dersleri içeren bir laboratuvar işlevi görmesi nedeniyle dikkatle izlenmelidir.¹⁴¹

Belirtilmesi gereken son bir nokta, ECB, FED ve Japonya (G3) merkez bankasının enflasyon hedeflemesine geçmesinin uluslararası finansal sistemin etkinliğini artıracığı ve küresel makroekonomik politikaların koordinasyonuna imkan vereceği yönünde öneriler getirildiğidir. Ancak hem ECB hem de FED'in bu yönde istekli olmamaları özellikle son 20 yıla damgasını vuran makroekonomik politikaların oluşumunda kredibilite unsurunun önemini ortaya koymaktadır. Gerek ECB gerekse FED, para politikası uygulamalarıyla elde ettikleri kredibilite "bonusunu", üretimin

¹⁴¹ Gerek ECB gerekse FED, dünya ekonomisindeki ağırlıkları itibariyle almış oldukları politika kararlarıyla uluslararası finansal sisteme entegre olan tüm gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik dinamiklerini etkilemektedir. Bunun yanında özellikle politikalarını oluşturma sürecinde yaşanan tartışmalar, gelişmekte olan ülkelerde yapılacak olası strateji tercihleri için aydınlatıcı unsurlar içermektedir.

istikrarı ve finansal istikrar gibi diğer politika amaçlarına ulaşmada esnek uygulama yapabilmeyenin sigortası olarak görmektedirler.¹⁴²

Bu bağlamda ikinci bölümde yapılan açıklamaların temel sonucu fiyat istikrarının sağlanmasında aslolanın en uygun strateji seçilse bile esneklik-şeffaflık-kredibilite dengesinin politika uygulamalarında sağlanabilmesidir.

i. Nominal Gelir Hedefleme Stratejisi

Optimal para politikası hedefleme stratejisi, hem fiyat istikrarını hem de üretim istikrarını sağlayacak şekilde dizayn edilmelidir. Bu anlamda nominal gelir hedefleme stratejisi, para politikasının katı bir biçimde fiyat istikrarına odaklanmasının üretimde ciddi istikrarsızlıklara sebep olacağından hareketle 1980'li yılların ortalarından itibaren alternatif bir strateji olarak önerilmektedir.

Nominal gelir hedefleme stratejisi lehine argümanların hareket noktası, parasal geliri istikrarlı tutmanın modern makroiktisadi oluşturan tüm yaklaşımlar tarafından desteklenen bir amaç olmasıdır. Tam parasal nötraltenin kabul edildiği denge modellerinde, nominal gelirin düzgün biçimde artışının sağlanması fiyatların da nominal gelir hedefinin reel denge gelir düzeyine oranı ile tanımlanan bir patikada kalmasını ifade etmekte, dolayısıyla izlenen politikanın sonucu olarak fiyat istikrarına kendiliğinden ulaşılmaktadır. Parasal nötraltenin olmadığı modellerde ise, nominal gelir hedefleme stratejisi para politikasının fiyat düzeyine vuran bir şoka nasıl tepki vermesi gerektiği hususunda "ara durumu tanımlamaktadır. Şok olduğunda, fiyat düzeyinde oluşan artışa karşılık para arzının kısılması fiyat düzeyinin yanı sıra üretimi de düşürecektir. Tersine fiyat düzeyinin hedeflenmesi halinde para politikası fiyat

¹⁴² Mark R.Stone, "Greater Monetary Policy Transparency for the G3:Lessons from Full-Fledged Inflation Targeters", **IMF Working Paper**, No.218, November 2003, p.22. Stone, G3 ülkelerinin tüm unsurlarıyla olması bile belirli düzeyde enflasyon hedeflemesi uygulamaları durumunda kredibilitelerinin artacağını ileri sürmektedir. G3 ülkelerinin enflasyon hedeflemesine geçmesi yönünde öneriler E.Truman, Lars E.O.Svensson, M.Goodfriend, B.Bernanke, F.Mishkin, A.Posen, L.Meyer gibi iktisatçılar tarafından yapılmaktadır. Bu yönde yapılan tartışmaların Japonya ile ilgili boyutları için Minako Fujiki, "Inflation Targeting in Japan-Unconventional Monetary Policy under Deflation: How People Have Argued; Why the BOJ Opposes Adaption", **Center of Japanese Economy and Business**, Working Paper Series, No.219, February 2004, pp.1-72

şokunun tüm etkileri ortadan kalkana kadar daraltılacak ve bu süreçte üretimde ortaya çıkan düşüşler dikkate alınmayacaktır.¹⁴³

Nominal gelirdeki büyüme enflasyon oranı ile reel GSYİH (üretim) büyümesinin toplamından oluşmaktadır. Strateji, reel GSYİH ve enflasyon bileşenlerinin hedeften sapmaları bire-bir değiş-tokuş edilecek şekilde dizayn edilir. Bir diğer deyişle reaksiyon fonksiyonu içerisinde fiyat istikrarı ve üretim istikrarı parametrelerine eşit ağırlık verilir. Buradan hareketle, Svensson'un terminolojisiyle, politika enstrümanı belirlenen zaman ufkunda nominal gelir hedef değerine uygun patikada ayarlanır.¹⁴⁴ Öte yandan nominal gelir hedefi, düzey (level) ve büyüme (growth) oranı itibariyle iki şekilde belirlenebilir. Stratejinin nominal gelire yönelik büyüme hedefi şeklinde dizayn edilmesi, potansiyel üretim düzeyi ya da üretim açığının hesaplanmasına ihtiyaç duymadığı için tercih edilmektedir.¹⁴⁵

Nominal gelir hedefleme stratejisinin temel avantajı, politika yapım sürecinde üretim istikrarına da yer veren esnek bir uygulama biçimine sahip olmasıdır. Nominal gelir hedefi sözkonusu olduğunda, arzulanan üretim büyümesinde herhangi bir azalma nominal gelirden istikrarı sağlamaya yönelik daha gevşek bir para politikasını bir diğer deyişle merkez bankasının enflasyon hedefinde otomatik olarak bir yükselmeyi beraberinde getirir. Özellikle enflasyonun kontrolü ve tahminindeki güçlükler dikkate alındığında nominal geliri istikrarlı kılmayı amaçlayan politikaların makroekonomik performansa daha fazla katkıda bulunacağı ileri sürülmektedir.¹⁴⁶

Sözkonusu strateji üzerine yapılan akademik tartışmalar, kural-stratejinin etkinliği ve ekonomiyi vuran şokların niteliği çerçevesinde, enflasyon hedeflemesine alternatif olabileceği yönünde yapılmaktadır. Daha önce belirtildiği üzere hedefleme stratejisi çerçevesinde; uygulanan kural, etkinlik ilkesi gereği üretimdeki veri bir değişkenliğe

¹⁴³ Hall and Mankiw, p.74

¹⁴⁴ Lars E.O.Svensson, "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule", **IIES Seminar Paper**, No.646, August 1998, p.26

¹⁴⁵ Bennett McCallum and Edward Nelson, "Nominal Income Targeting in an Open Economy Optimizing Model", **Journal of Monetary Economics**, vol.43, Issue3, June 1999, p.555

¹⁴⁶ Stephen Cecchetti, "Inflation Indicators and Inflation Policy", **NBER Working Paper**, No5161, June 1995, p.31

karşılık minimum düzeyde fiyat değişkenliği doğurmalı ve farklı makroekonometrik modellerde tatmin edici bir performans sergilemelidir. Dolayısıyla nominal gelir-enflasyon hedeflemesi arasında yapılan tartışmalarda, model spesifikasyonları ve reaksiyon fonksiyonu içerisindeki parametrelere verilen ağırlık farklılıklarının rol oynadığını ifade etmek gerekir.¹⁴⁷

Enflasyon hedeflemesi yerine, nominal gelirin önerilmesinde, nominal ve reel değişkenler arasındaki karşılıklı etkileşimi kesin bir biçimde ortaya koyacak bir çerçeveden yoksun olunması sebebiyle, enflasyon hedeflemesinin daha güç olması da rol oynamaktadır. Para politikası sadece nominal gelirin büyümesini belirleyebileceğinden büyümenin enflasyon ve üretim arasında ayrıştırılmasının dinamikleri henüz anlayamamıştır. Nominal gelir hedefleme stratejisinin üretimin çok düşük ya da yüksek olmasına enflasyon hedefindeki otomatik uyarılama ile karşılık vermesi enflasyon hedeflemesine nazaran üretimin istikrarında daha başarılı olmasını sağlamaktadır. Ancak bu konuda kesin bir yargıda bulunmak yanıltıcı olabilir. Zira üretimdeki dalgalanmaların ne kadarının potansiyel üretimden ne kadarının üretim açığındaki değişiklikten kaynaklandığını saptamak güçlük arz etmektedir.¹⁴⁸

Nominal gelir-enflasyon hedeflemesi arasındaki tercih ekonomiyi vuran şokların niteliğine bağlı olarak da yapılmaktadır. Fiyat istikrarı ve üretim istikrarı parametrelerine verilen görece ağırlıklar olası bir şok sonucunda hedeflerde sözkonusu olabilecek sapmalara agresif mi yoksa uyumlu (accomodative) mu davranılacağını tayin etmektedir. Enflasyon hedeflemesi durumunda fiyat ve üretim istikrarı arasında bir değiş-tokuş olmasına rağmen nominal gelir hedeflemesinde bire bir değiş-tokuş ilişkisi geçerli olmaktadır. Bu durumda enflasyon yükseldiğinde aynı oranda üretimin büyümesinde düşme gerçekleşmektedir.

¹⁴⁷ Bennett McCallum, "The Alleged Instability of Nominal Income Targeting", **Reserve Bank of New Zealand Working Paper**, No.97-6, August 1997, p.1

¹⁴⁸ Jinill Kim and D.W.Hendevson, "Inflation Targeting and Nominal Income Growth Targeting: When and Why Are They Suboptimal?", **FED International Finance Discussion Papers**, No.719, February 2002, p.32

Üretim ve enflasyonu artıran talep şoklarının varlığında her iki strateji de para politikasının sıkılaşması ve nominal faiz oranlarının yükselmesi şeklinde tepki vererek oluşan etkileri ortadan kaldırmaktadır. Ancak üretimi düşüren ve enflasyonu artıran negatif bir arz şokunun varlığında enflasyon hedeflemesinin performansı fiyat ve üretim istikrarını verilen görece ağırlığa göre ortaya çıkmaktadır. Bunun yanında para politikasının sıkılaşması üretimde daha fazla düşüşü gündeme getirebilir. Nominal gelir hedeflemesi durumunda ise enflasyondaki bir yükselme aynı oranda üretimi azaltmakta, para politikası daha az sıkılaştığından üretimde çok fazla düşüş yaşanmamaktadır.¹⁴⁹

Daha önce değinildiği gibi toplumsal refahın üretim açığı ve enflasyon değişkenliğine bağlı olduğu düşünüldüğünde optimal politika her iki stratejinin nominal değişkenler karşısında reel değişkenlere ne kadar ağırlık verdiğiyle ilgili olarak şekillenmektedir. Bu anlamda yeni gelişen literatürde nominal gelirin Svensson anlamında bir ara hedef değişken (enstrüman kuralı) olarak dizayn edilmesinden ziyade para politikasının nihai amacı olarak (hedefleme kuralı) ele alınmasının daha optimal sonuçlar yaratacağı ileri sürülmektedir.

Esas olarak para politikasının karşılaştığı şoklar, para politikası süreci açısından toplumsal refah üzerinde üretim açığı ve enflasyon değişkenliği arasında bir değiş-tokuş ilişkisi doğurmuyorsa enflasyon hedeflemesi tercih edilmektedir. Buna karşın şoklar bir değiş-tokuş ilişkisi sunuyorsa, nominal gelirin nihai amaç olarak ele alınması toplumsal refah açısından daha tercih edilir bulunmaktadır. Paradoksal bir biçimde toplum enflasyonu ne kadar az tercih ederse ve enflasyon üreten şokların etkileri ne kadar kalıcı olursa enflasyon hedeflemesi o kadar az tercih edilmektedir.¹⁵⁰

Nominal gelir hedefleme stratejisiyle enflasyon hedeflemesi arasındaki tercihin dışı açık küçük ekonomiler sözkonusu olduğunda enflasyon hedeflemesi lehine yapılması gerektiği ileri sürülmektedir. Gelişmiş ekonomilere nazaran dışı açık

¹⁴⁹ Helmut Frisch and Sylvia Staudinger, "Inflation Targeting versus Nominal Income Targeting", **Cesifo Working Paper**, No.301, June 2000, pp.16-17

¹⁵⁰ Henrik Jensen, "Targeting Nominal Income Growth or Inflation?", **The American Economic Review**, vol.92, No.4, September 2002, pp.930-931

gelişmekte olan ülke ekonomilerinde döviz kurları hem fiyatlar genel düzeyi hem de toplam talep ve arz üzerinde doğrudan etkide bulunur. Bu anlamda nominal gelir hedefi altında döviz kurları ve dolayısıyla fiyatlar genel düzeyinde, ekonominin dışa açıklığı ve toplam arzın reel kur hareketlerine duyarlılığına bağlı olarak ciddi dalgalanmalar olabilir. Dolayısıyla nominal geliri istikrarlı kılabacak politikaların etkisi döviz kuru istikrarsızlıklarının fiyatlar ve üretim üzerindeki olumsuz etkisi sebebiyle ortadan kalkmaktadır. Bu nedenle nominal gelir hedefleme stratejisi dışa açık küçük ekonomiler için uygun bir strateji niteliği taşımamaktadır.¹⁵¹

Nominal gelir hedefleme stratejisi, zaman tutarsızlığı probleminden kaynaklanan toplumsal refah kayıplarını minimize etmede tercihe şayan bir nitelik arzetsede de, para politikası için nominal çapa olma yeterliği ve kamuoyu ile iletişim süreçleri açısından geniş anlamda para politikası hedefleme stratejilerinin özellikleri bağlamında enflasyon hedeflemesine nazaran bazı dezavantajlar taşımaktadır.¹⁵²

İlk olarak, nominal gelir hedeflemesi, merkez bankası ve hükümeti potansiyel gelir büyümesi için bir oran açıklamak zorunda bırakır ki sözkonusu büyüme tahminleri kesin olmaktan uzak ve zaman içinde değişken olduğu için ciddi sorunlar yaratacaktır. Böyle bir potansiyel büyüme oranı, kamuoyu tarafından yanıltıcı bir biçimde sabit bir oran olarak algılanabileceği gibi politikacıların (ve diğer politik-ekonomik ajanların) sözkonusu oranı siyasi polemik konusu yapmalarına oranın düşük olması durumunda merkez bankası ya da stratejinin büyüme karşıtı olduğu gerekçesiyle politika uygulamalarına karşı ciddi muhalefet yapmalarına neden olabilir.

İkinci olarak, nominal gelir ile ilgili veriler, enflasyona nazaran düzenli ve sık bir biçimde elde edilememektedir. Ayrıca enflasyon ile kıyaslandığında nominal gelir kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılacak bir büyüklük değildir. Zira nominal ve

¹⁵¹ Alfred V.Guender and J.Tam, "On the Performance of Nominal Income Targeting as a Strategy of Monetary Policy in a Small open Economy", **Journal of International Money and Finance**, vol.23, Issue2, March 2004, p.19

¹⁵² Mishkin, "International Experiences....", pp.36-37. Nominal gelir hedefleri önemli ölçüde politik boyut taşır ve siyasi karar mekanizmasından etkilenir. Bu sebeple hedef tekbaşına merkez bankası tarafından belirlenmemektedir. Houben, p.90

reel gelir karıştırılmaktadır. Bu sebeple, enflasyon beklentileri için bir çapa oluşturulamakta, şeffaflık ve hesapverebilirlik açısından güçlükler taşımaktadır.

Üçüncü olarak, nominal gelir sadece para politikası tarafından değil, maliye politikası ve diğer araçlar tarafından da etkilenmektedir. Bu anlamda merkez bankasının politika uygulamalarını, doğrudan kontrolü altında olmayan bir değişken itibarıyla hesapverebilir kılmak mümkün değildir. Bunun yanında merkez bankası kontrolünde olmayan bir değişkene ilişkin bir hedef açıklamak suretiyle ciddi bir kredibilite riski ile karşı karşıya kalmaktadır.

Dördüncü ve son olarak, stratejinin kısa vadede politika uygulamalarının ihtiyaç duyacağı esnekliği ne kadar taşıdığı şüphelidir. Uzun vadede nominal geliri istikrarlı kılmak mümkün olsa da kısa vadede enflasyon ve üretimde meydana gelebilecek sapmaları telafi edebilecek esnekliği gösterme hususunda bir kanıya varmak güçlük arz etmektedir.

Bu çerçevede nominal gelir hedefleme stratejisi, esas olarak enflasyon hedeflemesi ile aynı ruhu taşısa bile, enflasyon hedeflemesinin sözkonusu stratejinin tüm avantajlarını bünyesinde bulundurmasına rağmen, dezavantajlarının enflasyon hedeflemesi için geçerli olmadığını belirtmek gerekmektedir.

ii. Avrupa Merkez Bankası'nın İki Sütunlu Hedefleme Stratejisi

1 Ocak 1998'de kurulan Avrupa Merkez Bankası (European Central Bank - ECB), Avrupa Birliği üyesi ülkelerin ulusal merkez bankaları ile birlikte Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'ni (European System of Central Banks - ESCB) oluşturmaktadır, 1 Ocak 1999'da Avrupa Parasal Birliği'nin (European Monetary Union - EMU) üçüncü aşamasına geçilmesiyle birlikte EMU'ya üye ülkelerin merkez bankaları para politikası ile ilgili tüm yetkilerini ECB'ye devretmiş böylelikle ECB, Avrupa Birliği içerisinde para politikasının hazırlanması ve yürütülmesinden sorumlu tek yetkili organ haline gelmiştir.¹⁵³

¹⁵³ ECB ile EMU'nun üçüncü aşamasından itibaren ortak para birimi olarak euroyu benimseyen ülkeler Eurosystemi oluşturmaktadır. Eurosystem, Yürütme Kurulu ve Yönetim Konseyi tarafından yönetilir.

ESCB'nin birincil amacı fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Bunun yanında ikincil amaç olarak ESCB, fiyat istikrarına zarar vermeden euro alanında yüksek istihdam ve sürdürülebilir büyümenin sağlanmasına yönelik olarak uygulanan genel iktisat politikalarını desteklemekle yükümlü kılınmıştır.¹⁵⁴

ECB'nin kurulmasının ardından Eurosystem için para politikası hedefleme stratejisinin seçimi, ECB'nin öncülü olan Avrupa Para Enstitüsü (European Monetary Institute- EMİ) tarafından parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi arasında yapılacak seçime ya da bu iki stratejinin kombinasyonuna indirgenmiştir. Bu çerçevede ECB için strateji seçiminde yapılan tartışmalar parasal hedefleme tercihini savunanlarla enflasyon hedeflemesini savunanlar arasında yapılmıştır.¹⁵⁵

Bu tartışmaların neticesinde ECB, Ekim 1998'de temel amacı olan fiyat istikrarının miktar olarak tanımlanması ve söz konusu amaca ulaşmak için mevcut ekonomik değerlendirmeler dahilinde faiz oranı kararlarının dayandırılacağı iki sütunlu (two pillars) hedefleme stratejisini kamuoyuna açıklamıştır. Stratejinin temel çizgileri üç unsurdan oluşmaktadır.¹⁵⁶

1. Fiyat istikrarı, "euro alanında harmonize edilmiş tüketici fiyat endeksine göre yıllık %2'nin altındaki artış" şeklinde tanımlanmıştır. Öte yandan fiyat istikrarının "orta vadede" sürdürüleceği belirtilmiştir.

Yönetim Konseyi, yürütme kurulu üyeleri ile euro alanına dahil ülke merkez bankası başkanlarından oluşur. Konsey, euro alanında uygulanacak para politikasını belirler. Yürütme Kurulu ise, ECB başkanı, başkan yardımcısı ve dört üyeden oluşur. Kurul, Konseyin aldığı kararlara göre para politikasının fiilen uygulayıcısı konumundadır. ECB, **The Monetary Policy of the ECB**, 2004, p.11

¹⁵⁴ ECB, pp.9-10

¹⁵⁵ Claes Berg, "Monetary Policy Strategies for the European Central Bank and their Implementation", **Sveriges Riskbank Working Paper**, No.31, July 1996, p.11. Esas olarak ECB'nin ruhunda Alman iktisadi düşüncesi ve Bundesbank geleneği hakim olduğundan, parasal hedefleme stratejisine güçlü bir "inanç" sözkonusudur. Jörg Bibow, "Investigating the Intellectual Origins of Euroland's Macroeconomic Policy Regime: Central Banking Institutions and Traditions in West Germany After the War", **The Levy Economics Institute Working Paper**, No.406, May 2004, p.30

¹⁵⁶ ECB, pp.55-56

2. Hedefleme stratejisinin ilk sütununu geniş tanımlı bir parasal değişkenin (M_3) büyüme oranını ifade eden bir referans değerinin belirlenmesi oluşturmaktadır. Bu anlamda stratejinin dizaynında paraya önemli bir rol atfedilmiştir.

3. İkinci sütunu, gelecekteki enflasyon görünümünde meydana gelecek değişimlerin euro alanında fiyat istikrarı açısından risk oluşturup oluşturmayacağına dair geniş tabanlı bir değerlendirme (broadly based assessment) oluşturmaktadır.

Hedefleme stratejisinin üç unsuru itibariyle ECB kendisini, ne parasal hedefleme ne de enflasyon hedeflemesi yapan, kendine özgü bir stratejiyi uyguladığı şeklinde kategorize etmektedir.¹⁵⁷

Fiyat istikrarı tanımı içerisindeki "artış" ifadesi ile ECB, sadece enflasyonu değil deflasyonu da önlemeyi amaçladığını vurgulamaktadır. Bir diğer deyişle tanım, nokta ya da aralık olarak bir enflasyon hedefiyle aynı anlamı taşımamaktadır. Buradan ECB'nin %0-2 arasındaki tüm enflasyon oranlarına kayıtsız kalacağı ya da %1 gibi bir enflasyon oranını gerçekleştirmeye çalışacağı anlamı çıkarılmamalıdır. Nitekim ECB'nin stratejinin uygulanmasında orta vadeli enflasyon oranı olarak %2'ye daha yakın enflasyon oranlarını tercih ettiği görülmektedir.¹⁵⁸

Hedefleme stratejisinin ilk sütunu, enflasyonun uzun vadede parasal bir olgu olduğu ve para ile enflasyon arasında uzun vadede bire bir ilişki bulunduğu düşüncesini yansıtmaktadır. Cari parasal büyüklükte referans değerinden sapmalar fiyat istikrarına ilişkin riskleri göstermektedir. Dolayısıyla ECB, referans değerini bir ara hedef değişken gibi rijit-mekanik bir biçimde izlememekte, fiyat istikrarına ilişkin risklerin değerlendirmesinde enformasyon gücü yüksek bir gösterge değişkeni olarak kullanmaktadır.

İkinci sütun, gelecekteki enflasyon görünümünün geniş tabanlı bir değerlendirmesi dahilinde, ilk sütundan elde edilen bilgilerle fiyat istikrarına ilişkin

¹⁵⁷ Ottmar Issing, "The Monetary Policy of the ECB in a World of Uncertainty", A Speech at the Conference on **Monetary Policy-Making under Uncertainty**, 3-4 December 1999, (www.ecb.int, 15.05.2003)

¹⁵⁸ Mads Kieler, "The ECB's Inflation Objective", **IMF Working Paper**, No.91, May 2003, p.5

risklerin paralel analizini ifade etmekte ve para politikasının kısa vadeli oryantasyonu için kullanılmaktadır. ECB bu sütunla, stratejisinin ileriye yönelik doğasına vurgu yapmaktadır. Bu çerçeve dahilinde çeşitli modellere dayalı enflasyon tahminleri, döviz kuru, birim işgücü maliyetleri, maliye politikası göstergeleri, petrol fiyatları, kapasite kullanımı, bono fiyatları ve getiri eğrisi gibi göstergelere dayalı olarak yapılmaktadır.¹⁵⁹

ECB'nin tek bir hedefleme stratejisi yerine iki sütunlu hedefleme stratejisi oluşturmasının temel gerekçesi, euro alanında meydana gelebilecek şokların doğası ve kaynağına bağlı olarak, para politikasının vereceği tepkilerin farklı koşullarda farklı düzeylerde optimallik taşıyabileceği düşüncesidir. Buradan hareketle, iki sütunlu strateji ECB'nin makroekonomik politika ortamında euro alanının ekonomik yapısından kaynaklanan şoklar, sözkonusu şokların yayılması ve para politikası aktarım mekanizmasına bağlı olarak varolan belirsizlikleri yansıtmaktadır.¹⁶⁰

Bu anlamda ilk sütun özellikle finansal piyasalardaki dengesizlikler ve varlık piyasalarında oluşabilecek balonlar (bubbles) için bir sigorta işlevi görmekte, ikinci sütun ise ekonominin arz - talep koşulları, işgücü piyasalarının yapısı, döviz kuru kaynaklı değişimler gibi fiyat istikrarı için risk olabilecek gelişmeleri içermektedir.

ECB'nin hedefleme stratejisi, fiyat istikrarı tanımının yeterince açık olmaması ve özellikle ilk sütunun işlev görmediğinden hareketle gerek akademik çevreler gerekse piyasa aktörleri tarafında yoğun eleştirilere uğramıştır. Bu eleştirilere bağlı olarak ECB'nin enflasyon hedeflemesine geçmesi ve politika uygulamalarında şeffaflığa ve kamuoyu ile iletişime daha fazla ağırlık vermesi yönünde öneriler getirilmektedir.¹⁶¹

¹⁵⁹ Jens R.Clausen and Juergen B.Donges, "European Monetary Policy: The Ongoing Debate on Conceptual Issues", **The World Economy**, vol.24, Issue10, November 2001, pp.1311-1312

¹⁶⁰ Jaeger, p.16

¹⁶¹ Michael J.Artis and Z.Kontolemis, "The European Central Bank and Inflation Targeting", **International Journal of Finance and Economics**, vol.3, Issue1, January 1998, p.28. ECB'nin para politikaları ECB Watchers Group, CESIFO European Economic Advisory ve bu grupların bünyesinde düzenli olarak yapılan seminer, toplantı ve konferanslarda tartışılmakta ve kamuoyuna sunulmaktadır. Esas olarak ECB bünyesinde yer alan iktisatçılar ve ağırlıklı olarak Alman akademisyenler mevcut stratejiyi güçlü bir biçimde savunan grupta yer alırlar. Buna karşın ikinci grupta ECB'nin enflasyon hedeflemesine geçmesini savunan iktisatçılar yer almaktadırlar. Çalışmamızda atıf yapılan yazarlardan ilk grupta O.Issing, V.Gaspar, F.Smets, B.Hayo, J.von Hagen, H.Pill gibi iktisatçılar mevcuttur. İkinci grupta

ECB'nin fiyat istikrarı tanımı, enflasyon hedefine nazaran belirsizlik taşıması ve asimetrik olması itibariyle eleştiriyeye uğramaktadır. Tanımın belirsizliği enflasyon oranı ile ilgili bir alt sınır vermemesinden kaynaklanmaktadır. Buna bağlı olarak üst sınırın kesin bir biçimde %2 olarak belirtilmesine rağmen alt sınır için bir oran ifade edilmemesi tanımı asimetrik yapmaktadır. Bu haliyle ECB'nin fiyat istikrarı tanımı enflasyon bekleyişleri için bir çapa işlevi görecektir yeterlikte değildir.¹⁶²

Svensson, fiyat istikrarının ya bir enflasyon hedefi (%x) ya da enflasyon hedef aralığı (%x-y) şeklinde tanımlandığı takdirde, faiz oranı kararlarının alınmasında, faiz oranlarının düşebileceği alt sınır engelinin aşılabileceğini ve euro alanında deflasyonist bir spiral oluşmasının engelleneceğini, bunun yanında nominal ücretlerin aşağıya doğru esnek olmamasının vereceği zararlardan sakınılabileceğini belirtmektedir.¹⁶³

Fiyat istikrarının bir enflasyon hedefi şeklinde tanımlanmaması ve kesin bir zaman ufku belirlenmemesi, ECB'nin politikaları ile ilgili kamuoyu ve Avrupa Parlamentosu'na olan hesap verme sorumluluğunu zedelemektedir. ECB fiyat istikrarı için "orta vade"ye atıfta bulunarak kendisini eleştirilerden kurtarmaktadır. Bir enflasyon hedefi açıklamayarak, kamuoyu ve diğer aktörlerin "orta vade"yi beklemek suretiyle kendisini değerlendirmesini beklemekte ancak geçmişte alınan kararların belirli bir zaman gecikmesi ile değerlendirilmesi hesap verme sorumluluğunun yerine gelmemesini beraberinde getirmektedir.¹⁶⁴

Fiyat istikrarı tanımına ilişkin belirsizlik aynı zamanda ECB'nin uyguladığı politikaların kamuoyu ve piyasa aktörleri tarafından öngörülmesi ve anlaşılmasında

ise Lars E.O.Svensson, C.Wyplosz, P.Bofinger, G.Tabellini, M.Artis, S.Honkapohja, A.Siebert, P.de Grauwe gibi iktisatçılar yer almaktadır.

¹⁶² Lars E.O. Svensson, "How Should the Eurosystem Reform its Monetary Strategy", February 2003, p.1. (www.princeton.edu/Svensson)

¹⁶³ Svensson, "How Should the.....", pp.2-3. ECB'nin fiyat istikrarı tanımının alt sınırına ilişkin belirsizliğin likidite tuzağına yolaçacağı yönündeki eleştirilerin ampirik olarak doğrulanmadığı ileri sürülmektedir. Nitekim ECB, ilk 4 yılında enflasyonu %1.95'ler düzeyinde ancak tutabilmiştir. Jürgen von Hagen and B.Hofmann, "Macroeconomic Implications of Low Inflation in the Euro Area", **North American Journal of Economics and Finance**, vol.15, Issue1, March 2004, p.8

¹⁶⁴ Charles Wyplosz, "The Strategy Review", Briefing Notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Second Quarter 2003, p.5. (www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/default_en.htm, 17.07.2003)

sorunlar yaratmakta ve sağlıklı iletişim prosedürleri oluşturulmasını engellemektedir. Genel olarak faiz oranlarının artışı yönündeki kararlar piyasalar tarafından başarılı bir biçimde öngörülmesine rağmen, faiz oranlarının azalışı yönündeki kararlar büyüklük ve zamanlama açısından öngörülememektedir.¹⁶⁵ Fiyat istikrarının enflasyon hedefi ya da aralığı olarak belirlenmemesi, orta vadeli enflasyon projeksiyonlarında (tahminlerinde değil) enflasyon oranının %2'nin ne kadar altına indiğinde faiz oranlarının azaltılacağı ya da fiyat istikrarı sağlanırken üretim istikrarına ne kadar ağırlık verileceği sorularını yanıtızsız bırakmaktadır. Haliyle, ECB'nin politikaları ile ilgili olarak, enflasyona daha duyarlı ancak deflasyona daha-az duyarlı (büyüme karşıtı) şeklinde yargıların oluşmasına zemin hazırlanmış olmaktadır.¹⁶⁶

Hedefleme stratejisi ile ilgili diğer eleştiriler, ilk sütunda yer alan cari parasal büyüklük ile referans değeri arasındaki sapmaların gelecek enflasyon görünümü ve fiyat istikrarı için uygun bir gösterge olmadığını ortaya koyan çalışmalara dayanmakta sözkonusu çalışmaları Yeni Neoklasik Sentez yaklaşımı dahilinde paranın, aktarım mekanizmasındaki rolünün azalması da desteklemektedir. Bu anlamda ilk sütunun tamamen tasfiye edilmesi ve parasal göstergelerden elde edilecek bilgiler de dahil olmak üzere ekonomiye ilişkin tüm bilgilerin para politikasının yönlendirilmesinde kullanıldığı enflasyon tahminlerinin oluşturulması ve enflasyon hedeflemesine geçilmesi önerilmektedir.¹⁶⁷

ECB iki sütunlu hedefleme stratejisine yöneltilen eleştiriler karşısında ilk kez Aralık 2002'de mevcut strateji ile ilgili ciddi bir değerlendirme yapacağını açıklamıştır.

¹⁶⁵ Kieler, p.12, Buna mukabil, Yönetim Konseyi toplantılarının ardından, para politikası ile ilgili alınan faiz oranı kararlarının ilanından sonra, sözkonusu duyuruların piyasa faiz oranları üzerinde herhangi bir volatilité yaratmadığı ve piyasaların ECB faiz oranlarını oldukça kesin öngördükleri ifade edilmektedir. Vitor Gaspar, G.P.Quiros and J.Scilic, "The ECB Monetary Policy Strategy and the Money Market", **ECB Working Paper**, No.69, July 2001, p.19

¹⁶⁶ ECB, üretim açığına gelecek enflasyonun göstergesi olarak tepki vermektedir. Buna bağlı olarak orjinini oluşturan Bundesbank'a nazaran, Taylor kuralı çerçevesinde üretim istikrarına daha fazla ağırlık verdiği ortaya konulmaktadır. Bernd Hayo and B.Hofmann, "Monetary Policy Reaction Functions: ECB versus Bundesbank", **ZEI Working Paper**, No.B-24, 2003, p.6

¹⁶⁷ Stefan Gerlach and Lars E.O.Svensson, "Money and Inflation in the Euro Area: A Case for Monetary Indicators?", **Journal of Monetary Economics**, vol.50, Issue5, July 2003, p.1670 ve Lars E. O.Svensson, "A reform of the Eurosystem Monetary Policy Strategy is Increasingly Urgent", May 2002, p.6 (www.princeton.edu/Svensson, 20.02.2003)

Bu çerçevede Mayıs 2003'de 1999 yılının başından bu yana uygulamış olduğu para politikasını gözden geçirerek yeni stratejinin temel çizgilerini açıklamıştır.

1. Fiyat istikrarı tanımı ve yıllık %2'lik düzey aynen korunmuş ancak tanıma "%2'nin altında ancak bu düzeye yakın" ifadesi eklenmiştir. Böylelikle alt sınır ile ilgili yapılan eleştirilere bir cevap verilmeye çalışılmıştır.

2. İki sütunlu strateji korunmakla birlikte, daha önce ilk sütünü oluşturan ve paraya atfedilen önemli rolü yansıtan yaklaşımın parasal analiz adı altında ikinci sütunu oluşturacağı ve M₃ referans değerinin birçok parasal ve kredi göstergelerinden biri olacağı belirtilmiştir. Bu anlamda ilk sütunda ekonomik analiz adı altında gelecekteki enflasyon görünümünün geniş tabanlı bir değerlendirmesi yapılacak ikinci sütunda ise parasal analizden elde edilen bilgiler ilk sütuna ilişkin verilerle karşılaştırılarak (cross-checking) fiyat istikrarına ilişkin riskler kontrol edilecektir.

Yeni strateji, iki sütunlu yapıyı korumasına karşın, değerlendirme aşamasında yer alan göstergelerin sırası değişmiştir. ECB yeni stratejinin "iki sütunlu stratejinin 4 yıl boyunca başarılı olması sebebiyle onaylandığını ve bir değişimden çok mevcut stratejiye açıklık kazandırmayı ifade ettiğini" belirtmektedir. Öte yandan stratejinin enflasyon hedeflemesinden farklı olduğu özellikle vurgulanmaktadır.¹⁶⁸

ECB'nin yeni açıkladığı strateji, daha önce yapılan eleştiri ve tartışmaların yoğunluğunda herhangi bir azalışı beraberinde getirmemiştir. Fiyat istikrarı tanımının belirsizliğin azalmasına katkıda bulunduğu belirtilmekle beraber, enflasyon hedeflemesine geçilmemesi eleştirilmektedir. Bu bağlamda, ECB'nin içsel politika süreçlerinde her merkez bankasının yapmış olduğu işlemleri daha karmaşık bir biçimde ifade ettiği ileri sürülmektedir.¹⁶⁹

¹⁶⁸ ECB, The ECB's Monetary Policy Strategy, Press Release, 8 May 2003, (www.ecb.int, 15.05.2003) ve Ottmar Issing, "Evaluation of the ECB's Monetary Policy Strategy", **BIS Review**, July-August 33/2003, pp.1-4

¹⁶⁹ Lars E.O.Svensson, "In the Right Direction, but not Enough: The Modification of the Monetary Policy Strategy of the ECB", May 2003, p.5 (www.princeton.edu/Svensson, 27.06.2003) ve Wyplosz, p.6

Bu yönüyle stratejide enflasyon tahminlerine yer verilmemesine bağlı olarak, ECB'nin faiz oranı kararlarının kamuoyu ve piyasalar tarafından anlaşılması ve öngörülmesinde şeffaflığa pek hoş bakmadığı (hostile) söylenebilir. Nitekim modern para politikası uygulamalarının içeriğinde fiyat ve üretim istikrarının uygun bir bileşimi amaçlanmasına rağmen ECB, yeni açıkladığı stratejide de ikincil amacına dair herhangi bir ifadeye bulunmayarak euro alanındaki genel iktisat politikalarını desteklemekteki belirsiz tavrını sürdürmektedir.¹⁷⁰

Bunların karşısında parasal analizin ikinci sütuna alınmasının, parasal göstergelerin enflasyon üzerindeki etkilerinin uzun dönemde ortaya çıkacağı sebebiyle stratejinin başarı şansının artırdığı ve iki sütunlu stratejinin ECB'ye euro alanıyla ilgili makroekonomik gelişmelere tepki verme esnekliği sağladığı sebebiyle devamını vurgulayanlar da mevcuttur.¹⁷¹

Bu yapılan tartışmalar ışığında belirtilmesi gereken son nokta, ECB'nin politikalarının enflasyon hedeflemesi uygulamaya doğru bir evrim süreci içerisinde olduğudur. Ancak ECB'nin özellikle şeffaflık açısından gösterdiği tutum, sözkonusu evrimin tamamlanması için önemli bir mesafenin varlığını ortaya koymaktadır.

iii. Amerikan Merkez Bankası'nın Gizil Nominal Çapalı Hedefleme Stratejisi

Amerikan Merkez Bankası Federal Reserve (FED), para politikasının herhangi bir nominal çapa ve bu çapaya yönelik açık bir taahhüt olmaksızın, ulaşılması arzulanan nihai amaç doğrultusunda yürütülmesi ve makroekonomik istikrarın sağlanması açısından başarılı ve önemli bir örneğini oluşturmaktadır. FED, açık bir hedefleme stratejisi ortaya koymadan örtük (implicit) bir nominal çapanın varlığında uzun vadede enflasyonu kontrol altına almaya çalışmaktadır.

¹⁷⁰ Wyplosz, p.7 ve Peter Bofinger, "An Assessment of the Recent Review of the ECB's Monetary Policy Strategy", Briefing Paper for the European Parliament, May 2003, p.3. ECB, stratejisini değerlendireceğini belirttiği 2002 sonundan yeni stratejinin açıklandığı Mayıs 2003'e kadar iktisatçılara stratejisiyle ilgili değerlendirmeleri içeren bir çalışma hazırlamış ancak bu sürecin içeriğini kamuoyu ile paylaşmamıştır. Bunun yanında sözkonusu değerlendirme çalışmasının yeni stratejiye yansımalarını söylemek güçtür. ECB, **Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy**, (Ed. Ottmar Issing), November 2003

¹⁷¹ Hagen and Bröckner, pp.25-26

FED'in temel amaçları, 1977 yılında yapılan düzenleme ile "maksimum istihdam, fiyat istikrarı ve ılımlı uzun dönem faiz oranlarını sağlayacak şekilde para politikasının yürütülmesi" olarak tanımlanmıştır. FED'in temel amaçlarına yönelik olarak rakamsal bir hedef belirlememesi, amaçların uzun vadede birbirleriyle uyumlu olmasına karşın kısa vadede doğabilecek olası uyumsuzlukların varlığına bağlı olarak değerlendirilmektedir. Bunun yanında 1987 yılından beri görevde olan FED başkanı Alan Greenspan'ın fiyat istikrarı tanımının operasyonel tanım olarak politika yapım sürecinde dikkate alındığı vurgulanmaktadır.¹⁷²

FED, para politikasını enflasyon bekleyişleri ve para politikasındaki -uzun süreli gecikmeleri dikkate alacak şekilde ileriye yönelik bir bakış açısı ve önleyici politika müdahalelerinin (preemptive strike) oluşturduğu bir yaklaşımla yürütmektedir. Böyle bir yaklaşım, ekonomide enflasyonist baskılar ortaya çıktığında, temel politika enstrümanı olan kısa vadeli faiz oranlarının (federal funds rate) fiyat artışlarının momentum kazanmasını önleyici olarak yükseltilmesini ifade etmektedir. Zira, bir kez enflasyonist sürece izin verildiğinde, enflasyon bekleyişleri ücret-fiyat sözleşmelerine girmektedir. Para politikasının uzun süreli gecikmelere sahip olduğu düşünüldüğünde, enflasyon ivme kazandıktan sonra para politikasının sıkılaşması ve enflasyonu dizginlemek daha güç olmaktadır. Bu nedenle enflasyon bekleyişleri katılaşmadan bugünden politika tedbirlerinin alınması gerekmektedir.¹⁷³

FED'in para politikasının yürütülmesinde herhangi bir nominal çapa olmaksızın sadece "gereğini yapma" (just do it) şeklinde nitelenen yaklaşımı lehine temel argüman gösterdiği başarıya atfedilerek ortaya konulmaktadır. FED, 1980'de iki haneli enflasyondan 1991'de %3 enflasyon oranına inildikten sonra önleyici müdahaleleri içeren yaklaşımı başarı ile uygulamıştır. Şubat 1994 ile Ocak 1995 arasında enflasyon yükselmediği halde kısa vadeli faiz oranlarını önleyici adımlar dahilinde aşamalı olarak yükseltmiştir. İzleyen genişleme döneminde işsizlik oranı 1960'lardan bu yana ilk kez

¹⁷² Patricia Pollard, "A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve"**FED of St.Louis Review**, vol 85 No. 1, January - February 2003, p.20

¹⁷³ Mishkin, "International Experiences.....", p.27

%5'e düşmüş ve ekonomi genişlemesine rağmen enflasyon oranı %2'ye yakın gerçekleşmiştir. Bu anlamda Amerikan ekonomisinin 1990'lı yıllarda olağanüstü bir makroekonomik performans gösterdiği vurgulanmaktadır.¹⁷⁴

FED'in para politikası uygulamalarındaki başarısı fiyat istikrarının sağlanması sürecinde üretimde ciddi dalgalanmalar yaratmamış ve dezenflasyon sürecinin maliyetlerini azaltmıştır. Burada belirtilmesi gereken önemli bir nokta, FED'in başarısının aynı zamanda para politikasının modern dogmalarından olan para politikasındaki değişimlerin ekonominin yalnızca talep yanını etkileyeceği düşüncesinin de sorgulanmasına yol açtığıdır. Bu anlamda, fiyat istikrarına geçiş sürecinde para politikasının istikrarı, özel kesimin para politikasındaki yönelimleri öğrenme düzeyinin artmasına bağlı olarak beklentilerini daha az geriye yönelik oluşturmaya neden olmaktadır. Bir diğer deyişle para politikası fiyat istikrarı doğrultusunda yürütüldükçe özel kesimin beklentilerini nihai amaç doğrultusunda oluşturmaya söz konusu olmakta ve böylelikle ekonominin arz yanını para politikasındaki yönelimlere daha esnek cevap vermekte, ekonominin esnekliği artmaktadır. FED, bu yönüyle, ECB'ye yöneltilen büyüme karşıtı eleştirilerine maruz kalmamaktadır.¹⁷⁵

M. Goodfriend, FED'in mevcut yaklaşımını örtük enflasyon hedeflemesi olarak tanımlamakta ve 1990'lı yıllarda sağlanan makroekonomik performansı son 20 yılda – FED'in aşamalı ve örtük bir biçimde uygulamaya koyduğu enflasyon hedeflemesi prosedürlerine atfetmektedir. Bu bağlamda; 1979-1987 P. Volcker'in başkanlığı döneminde başlayan dezenflasyon süreci, 1987'den günümüze A. Greenspan tarafından 1994 yılına kadar aşamalı olarak düşük enflasyona yönelik kredibilitenin inşası ve daha sonra örtük enflasyon hedeflemesi ve fiyat istikrarına geçiş süreciyle beraber ele alındığında fiyat istikrarı amacına yönelik enflasyon hedeflemesi prosedürlerinin

174 Gregory N. Mankiw, "U.S. Monetary Policy During the 1990's", **NBER Working Paper** No.8471, September 2001, p.52. Mankiw, ABD ekonomisinin gösterdiği başarılı performansta, para politikasının enflasyona yönelik olarak faizleri agresif bir biçimde kullanmasının yanı sıra, ekonominin arz yanında (gıda ve enerji fiyatları) belirgin bir şokun yaşanmaması ve enformasyon teknolojisindeki ilerlemelere bağlı olarak sağlanan verimlilik artışlarının (yeni ekonomi)rol oynadığını belirtmektedir.

175 Tamim Bayoumi and J.Sheggeri, "Monetary Magic? How the FED Improved the Flexibility of the U.S. Economy?", **IMF Working Paper** No.24, February 2004, pp.4-5

FED'in uygulamalarının özünde bulunduğu ileri sürülmektedir. FED, Goodfriend'e göre fiyat istikrarını enflasyon hedeflemesi uyguladığını belirtmekten ziyade fiilen örtük bir biçimde uygulayarak (just doing it) sağlamıştır.¹⁷⁶

Esas olarak resmi bir nominal çapanın olmaması ve şeffaflığa yönelik eksiklikler nedeniyle FED'in yaklaşımı enflasyon hedeflemesinden farklı olarak değerlendirilmektedir. Bu anlamda mevcut yaklaşımın gelecekte aynı performansı gösterebilmesi açısından bazı dezavantajları sözkonusudur.¹⁷⁷

İlk olarak FED'in yaklaşımı şeffaflık açısından eksiklikler içermektedir. FED'in politikaları ile ilgili ağız kapalı (close-mouthed) davranışı finansal piyasalarda dalgalanmalara yol açmakta, üreticileri ve genel kamuoyunu enflasyon ve üretimin gelecekte alacağı değerlere ilişkin belirsizliğe sürüklemektedir. Bunun yanında politika yapım sürecinin yeterince açık olmaması FED'in Kongre'ye ve genel kamuoyuna yönelik hesap verebilirliğini zayıflatmaktadır. Zira FED'in performansını değerlendirecek önceden belirlenmiş açık bir hedef bulunmamaktadır.

İkinci olarak politikaların başarısı, merkez bankası yönetiminde yer alan kişi ya da kişilerin tercihleri, yetenekleri ve güvenilirliklerine aşırı bağımlıdır. FED'in mevcut başkanı Greenspan ve Federal Açık Piyasa Komitesi (Federal Open Market Committee-FOMC) üyeleri kamuoyu ve piyasalar nezdinde önemli bir güven ve prestije sahiptirler. Ancak mevcut başkan ve yönetimin süreç içerisinde değişmesi sözkonusu olduğunda, yeni yönetimin aynı uygulamaları sürdüreceğinin herhangi bir garantisi bulunmamaktadır. FED ileride farklı bir ekonomik ve politik düzlemde genişlemeci

176 Marvin Goodfriend, "Inflation Targeting in the United States?", **NBER Working Paper** No.9981, September 2003, pp.5-14 Goodfriend, FED'in örtük enflasyon hedeflemesi uyguladığına yönelik yargısını, Greenspan'ın 1989 yılında yapmış olduğu fiyat istikrarı tanımını operasyonel tanım olarak değerlendirmek suretiyle 1990'lı yılların ortalarından itibaren FED tarafından dikkate alınan çekirdek enflasyonun (PCE inflation) %1-2 aralığında kalması ile güçlendirmektedir. Bunun yanında yeni Neoklasik Sentez dahilinde yapılan çalışmalarda, Greenspan döneminde FED'in reaksiyon fonksiyonunda sadece enflasyonun hedef değeri etrafında istikrarının dikkate alındığı, üretim açığının ise (üretim istikrarının) gelecek enflasyonun öngörülmesinde bir gösterge olarak kullanıldığı ortaya konulmaktadır. Bu anlamda FED'in katı bir enflasyon hedefleyici olduğu ileri sürülmektedir. Efram Castelnovo and Paolo Surico, "What Does Monetary Policy Reveal About Central Bank's Preferences?", **Economic Notes**. vol.32, No.3, 2003, p.353

177 Mishkin, "International Experiences.....", p.28

politika izlemesine yönelik baskılarla karşılaşabilir ve zaman tutarsızlığı sorunu yaşanabilir. Nitekim 1970'li yıllarda para politikası uygulamalarından çıkarılan dersler bu konudaki endişeleri haklı çıkarmaktadır.

Üçüncü olarak, mevcut yaklaşım para politikasının performansının değerlendirilmesi açısından demokratik işleyiş süreçleriyle uyumsuzluk göstermekte ve hesap verebilirlik açısından zafiyet taşımaktadır. Kuşkusuz bağımsız ancak hesap verme yükümlülüğü olan bir merkez bankası ve kurumsal çerçevesi çizilmiş para politikası demokratik işleyiş açısından daha uygundur. Ancak mevcut yaklaşımda para politikasının aşırı kişiselleşmesi ve belirli bir teknisyen-elit grubun inisiyatifine bırakılması, siyasi sorumluluğun seçilmiş kişilerde olması nedeniyle eleştirilere uğramaktadır.

Bu eleştiriler çerçevesinde FED'in gelecekte ne tür bir para politikası uygulaması gerektiği hususunda tartışmalar yapılmaktadır. Bu konuda yapılan tartışmaların ECB'nin enflasyon hedeflemesine geçmesi yönünde yapılan tartışmalardan temel farkı, FED bünyesinde gerek mevcut yönetimde gerekse FOMC üyeleri içerisinde enflasyon hedeflemesini açıkça savunanların düşüncelerinin kamuoyu tarafından bilindiğidir. Bu anlamda FED ECB'ye nazaran daha şeffaf bir politika yapım sürecine sahiptir.¹⁷⁸

FED'in enflasyon hedeflemesine geçmesi yönünde getirilen önerilerin temel çizgileri şöyle sıralanabilir:

İlk olarak, daha önce belirtildiği üzere, enflasyon hedeflemesine geçişin FED'in son 20 yılda geliştirmiş olduğu para politikası uygulamalarının ruhuna uygun bir tercih olacağı savunulmaktadır. Bu anlamda hem mevcut uygulamaların sürekliliği ve uyumu hem de kredibilitenin kurumsal hale gelmesi sağlanacaktır.¹⁷⁹

178 FED'in başkan, başkan yardımcısı ve beş üyeden oluşan Güvernörler Kurulu (Board of Governors) içerisinde Ben Bernanke açık bir biçimde FED'in enflasyon hedeflemesine geçmesi yönünde gerek yayınları gerekse konuşmaları ile öncülük yapmaktadır. Benzer şekilde FED Richmond başkanı Al Broddaus ve FED Philadelphia başkanı Anthony Santomero, FOMC içerisinde Bernanke paralelinde görüşler ileri sürmektedir. Ben Bernanke, "Constrained Discretion and Monetary Policy ", **BIS Review**, January-February 5/2003, p. 8 ve Anthony M. Santomero, "Flexible Commitment or Inflation Targeting for the U.S.?" **FED of Philadelphia Business Review**, Third Quarter 2003, p.7

179 Goodfriend, p.25. Genel olarak FED için enflasyon hedeflemesi öneren ve bu görüşü paylaşan iktisatçılar arasında M.Goodfriend, B.Bernanke, F.Mishkin, E.Truman, B.McCallum, A.Posen, L.Meyer öncülük yapmaktadır.

İkinci olarak, enflasyon hedeflemesi ile politika uygulamalarının şeffaflığı ve piyasa aktörleri tarafından öngörülebilirliği sağlanarak para politikasının etkinliğinde bir artış sağlanacaktır. Para politikası ile nelerin yapıp nelerin yapılamayacağını açık bir biçimde anlaşılması aynı zamanda zaman tutarsızlığı sorununu ortadan kaldıracaktır.¹⁸⁰

Üçüncü olarak, açık bir enflasyon hedefi ve bu hedefe ulaşmak için belirli bir zaman ufku sözkonusu olduğunda FED'in, uygulamaları ile ilgili Kongre'ye hesap verme sorumluluğu açısından bir çerçeve oluşacağı gibi performansının değerlendirilmesi imkanı da doğacaktır. Buna bağlı olarak para politikası idaresinin aşırı kişiselleşmesinin önüne geçilerek FED'in fiyat istikrarına olan bağlılığı kişilerden bağımsız kurumsal süreçlere yerleştirilecektir.¹⁸¹

Dördüncü olarak, enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle özellikle toplam talepte ve finansal piyasalarda meydana gelebilecek şokların yanında varlık fiyatlarında oluşabilecek balonlara karşı daha etkin politika müdahalelerinde bulunulabileceği ileri sürülmektedir.¹⁸²

Bu argümanlar karşısında FED'in mevcut yaklaşımını sürdürmesi gerektiğini düşünenler esas olarak iki argüman ileri sürmektedirler. İlk olarak FED'in yeni bir stratejiye geçmesi mevcut uygulamalarıyla elde ettiği kredibilitenin kaybedilmesine

180 Bu yargı özellikle 1970'li yıllarda yaşanan enflasyon deneyiminin yeniden yaşanabileceği kaygısıyla savunulmaktadır. Ancak, bu görüşe ABD'de işsizliğin zaten doğal oranın altında olduğu ve FED'in hiçbir zaman işsizliği doğal oranın üzerine çıkarmaya istekli olmadığı düşüncesi ile karşı çıkmaktadır. Willem Thorbecke, "Inflation Targeting and the Natural Rate of Unemployment", **The Levy Economics Institute, Policy Note**, 2004/1, p.4

181 Esas olarak bu yargı A.Greenspan'e yönelik eleştiriler etrafında ileri sürülmektedir. Goodfriend, Kongre ile FED arasındaki mevcut ilişkinin "ne sen sor ne ben söyleyeyim" (don't ask don't tell) şeklinde muğlak bir yapı içerdiğini ve FED'in performansını değerlendirecek uygun bir hesap verme çerçevesine ihtiyaç olduğunu belirtmektedir. Goodfriend, p. 16, Bunun yanında Kongre Birleşik Ekonomi Komitesi (Joint Economic Committee) FED'in son 20 yılda uyguladığı politikalarla fiyat istikrarı ve enflasyon hedeflemesi için uygun bir yaklaşıma sahip olduğundan hareketle, FED 'in enflasyon hedeflemesi uygulamaları gerektiğini yaptığı çalışmalarla Kongre'ye önermektedir. Jim Saxton, "Inflation Targeting Goals for the Federal Reserve", May 2002, pp. 1-12 (Kongre Ortak Ekonomi Komitesi'nin bu konudaki öneri ve çalışmalarına www.house.gov/jec adresinden ulaşılabilir.)

182 Bu görüş FED'i özellikle finansal piyasalarda oluşan balonlara müdahale etme hususunda gerekli politika tedbirlerini almadığı yönünde eleştiren iktisatçılar tarafından (Stephen Cecchetti) dile getirilmektedir.

neden olabilir. Bu sebeple uzun yıllardır uygulanan ve belirli bir evrim süreci geçiren politikaların sağladığı başarı ortada iken daha formel bir stratejiye geçişin herhangi bir gereği olmadığı ileri sürülmektedir (if it ain't broke why fix it?).¹⁸³

İkinci olarak, yeni bir stratejiye geçiş ile FED'in mevcut strateji çerçevesinde sahip olduğu esnekliğin farklı politika uygulamaları gerektiren şoklar ya da dengesizlikler karşısında- arz şokları, finansal piyasa dengesizlikleri gibi -kaybedileceği ileri sürülmektedir. Bu anlamda para politikası ile ilgili mevcut amaçları dahilinde FED, fiyat istikrarına üretimin istikrarından daha fazla ağırlık verebilir. Dolayısıyla para politikasının diğer amaçlarıyla ilgili (gelecekte üretimin ve istihdamın düzeyi) olarak piyasa aktörlerinin kafası karışabilir. Dolayısıyla yeni stratejiden beklenen şeffaflık işlevini tam olarak yerine getirmeyebilir.¹⁸⁴

FED, 1995 ve 1996 yıllarında FOMC toplantıları çerçevesinde para politikası için bir enflasyon hedefinin belirlenmesini tartışmıştır. Bu tartışmalar neticesinde hakim olan görüş esas olarak enflasyon hedeflemesi aleyhine sürülen ilk argüman etrafında şekillenmiştir. Bu bağlamda mevcut para politikası yaklaşımının sürdürülmesi ve fiyat istikrarı için Greenspan'ın yapmış olduğu tanımın operasyonel tanım olarak dikkate alınması benimsenmiştir. Nitekim mevcut FED yönetimi içerisinde başkan Greenspan'ın yanı sıra üç üye açık bir biçimde enflasyon hedeflemesine geçişi benimsememektedir. Greenspan, FED'in örtük bir nominal çapanın varlığında fiyat istikrarını başarıyla

183 Glenn Rudebusch and Carl E. Walsh "U.S. Inflation Targeting: Pro and Con", **FED of San Francisco Economic Letter**, No.98-18, May 1998, p.2. "If it ain't broke why fix it?" şeklinde ifade edilen görüş özellikle Benjamin Friedman, Janet Yellen gibi muhafazakar iktisatçılar tarafından savunulan ve FED içerisinde de destek bulan hakim yaklaşımı oluşturmaktadır. Bunun yanında Milton Friedman, merkez bankalarının enflasyonun parasal bir olgu olduğunu fark etmeleri sonucunda başarıya ulaştıklarını dolayısıyla aslolanın uygun stratejiden ziyade doğru olan teoriyi izlemek olduğunu belirtmektedir. Bu yönüyle, enflasyon hedeflemesi merkez bankalarının sorumluluk alanlarının belirlenmesi ve hesap verme çerçevelerinin oluşturulması açısından belirli bir çekiciliğe sahip olsa da henüz merkez bankaları için en uygun para politikası içeriğine sahip değildir. Milton Friedman, "Inflation targets are not a necessity yet are highly attractive", **The International Economy**, Winter 2004, p.25

184 Willem Thorbecke, "A Dual Mandate for the Federal Reserve, The Pursuit of the Price Stability and Full Employment", **The Levy Economics Institute, Public Policy Brief** No.60, 2000, pp.20-21 A. Greenspan enflasyon hedeflemesinin geçirdiği evrim dikkate alındığında daha esnek politika uygulamalarının ağırlık kazandığını ve bu yönelimin aslında FED ve ECB nin uygulamalarının başarılı olduğunu doğruladığını ifade etmektedir. Alan Greenspan, "Risk and Uncertainty in Monetary Policy", **BIS Review** January -February 2004, p.7

sağladığı ve üretimin istikrarı için gerekli esnekliği gösterdiğinden hareketle, açık bir enflasyon hedefinin benimsenmesinin zaten mevcut politikalarda içerildiğini ve böyle bir adımın FED'in yasal prosedürleri açısından uygun olmadığını düşünmektedir.¹⁸⁵

Gerek FED bünyesinde gerekse farklı aktörler tarafından yapılan tartışmalar ve alternatif önerilerin gerisinde, FED'in para politikası uygulamalarında başarısız olduğuna yönelik argümanlar değil bilakis mevcut yönetim sonrasında para politikasının fiyat istikrarı ve kredibilite açısından elde ettiği kazanımların belirli bir hedefleme stratejisi ve açık bir nominal çapa ilan etmek suretiyle kurumsallaştırılmasına yönelik arayışlar yatmaktadır.

Kuşkusuz böyle bir tavrın benimsenmesi doğası gereği politik olmak durumundadır. Son yıllarda FED tarafından özellikle para politikasının şeffaflığına yönelik olarak atılan adımlar,¹⁸⁶ ECB'ye nazaran FED'in politikalarının piyasalar tarafından öngörülmesi ve anlaşılmasına daha fazla önem verdiğinin açık bir göstergesidir. Bu yönüyle FED, enflasyon hedeflemesini örtük bir biçimde uygulayarak esneklik, şeffaflık ve kredibilite arasında uygun bir bileşimi temel amaçlarına ulaşabilmek için politikalarına başarı ile yansıtılmaktadır.

185 William T.Gavin, "The FOMC in 1995: A Step Closer to Inflation Targeting?", **FED of St.Louis Review**, September - October 1996, pp.1-19 Bu anlamda mevcut FED yönetimi enflasyonun sadece enflasyon hedefleyen merkez bankalarında değil tüm dünyada düşüş içerisine girdiğini ve sözkonusu stratejiye geçilerek merkez bankasının kredibilitesinin nasıl etkileneceğinin açık olmadığını ileri sürmektedir.Greenspan, "Risk and Uncertainty...", p.7., Edvard Gramlich, "Inflation Targeting", **BIS Review** January-February 3/2000, pp.1-7, Donald L. Kohn, "Comments on Marvin Goodfriend's "Inflation Targeting in the United States?", At the NBER Conference on Inflation Targeting, January 25, 2003

186 FED, faiz oranı kararlarını hemen piyasalara duyurmakta ve beş yıl aryla FOMC toplantı tutanaklarını yayınlamaktadır.

III. BÖLÜM: ENFLASYON HEDEFLEMESİ: TEORİK YAPI, OPERASYONEL DİZAYNI VE STRATEJİK GEREKLİLİKLERİ

Bretton Woods sisteminin yıkıldığı 1970’li yılların başından günümüze gerek iktisat teorisindeki gelişmeler gerekse merkez bankalarının para politikası uygulamalarından elde ettiği deneyimler, para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olması gerektiği hususunda geniş bir uzlaşmayı ortaya koymaktadır. Bu uzlaşma, tartışmaların para politikasının fiyat istikrarına uygun bir biçimde dizayn edilmesi ve yürütülmesine odaklanmasının yanı sıra enflasyon hedeflemesinin teorik temellerini de ifade etmektedir.

Bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi; para politikasının fiyat istikrarı amacına uygun bir biçimde dizayn edilebilmesi için gerekli olan açık bir hedef ve bu hedefin ve dolayısıyla para politikasının kredibilitésinin sağlanması için gerekli olan merkez bankasının bağımsızlığı, şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi kurumsal unsurları ve taahhüt mekanizmalarını kendi bünyesinde bir araya getirmektedir. Bu yapı; stratejinin, para politikasının günümüzde ulaştığı düzeyi yansıtan bir doğaya sahip olmasına karşılık gelmektedir.

Stratejinin doğasına yönelik bu saptama, enflasyon hedeflemesinin açıklanmasına yönelik farklı yaklaşımları ve stratejinin diğer stratejilere nazaran daha fazla talepkar bir çerçeve sunmasını beraberinde getirmektedir. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin teorik yapısına yönelik açıklamalar, stratejinin kural-ihhtiyarılık dikotomisinde kendisini konumlandığı yerden hareketle kredibilités-esneklik dengesinin katı ya da esnek hedefleme biçimine bağlı olarak nasıl sağlanacağını ve değiş-tokuş ilişkilerini ele almaktadır. Enflasyon hedeflemesi altında para politikasının yürütülmesi ise, kredibilités-esneklik dengesinin sağlanması amacıyla stratejinin operasyonel olarak nasıl dizayn edileceği ve para politikası karar alma sürecindeki değişmelere bağlı olarak vereceği politika tepkilerini incelemektedir.

Buna mukabil, enflasyon hedeflemesinin genel karakteristikleri itibariyle açıklanması, ağırlıklı olarak stratejinin uygulanabilirliği ile ilgili gereklilikler üzerinde durmakta ve bu gereklilikler enflasyon hedeflemesinin operasyonel dizaynı ve para politikasının yürütülme biçimi üzerinde belirleyici olmaktadır. Bu bağlamda stratejinin merkez bankasının bağımsızlığı, şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi yasal-kurumsal unsurları yanında enflasyon hedeflemesinin uygulanacağı politika ortamının ekonominin iç ve dış dengesinin görünümü ve makroekonomik istikrar açısından fiyat istikrarı ve diğer amaçlar arasındaki çatışma durumları incelenmektedir.

Bu çerçevede enflasyon hedeflemesinin teorik yapısı, operasyonel dizaynı ve stratejik gereklilikleri yukarıda ortaya konulan farklı açıklama biçimlerine uygun bir çerçevenin çizilmesine bağlı olarak ele alınacaktır. Böyle bir çerçeve aynı zamanda, enflasyon hedeflemesinin ne düzeyde talepkar bir strateji olduğunun anlaşılmasına imkan vererek enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği ile ilgili tartışmalara zemin hazırlayacaktır.

A. Para Politikasının Temel Prensipleri ve Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi, düşük ve istikrarlı bir enflasyona ulaşmayı ve bunu sürdürülebilir kılmayı arzulayan bir ülkede para politikasının temel amacının fiyat istikrarı olması gerektiği yönünde literatürde oluşan entelektüel-teorik ve ampirik birikimin ürünüdür. Bu anlamda sözkonusu birikim, para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olması gerektiği yönünde varılan dört temel uzlaşma noktasını ifade etmektedir:

1. Para arzındaki bir artış orta vadeden uzun vadeye kadar nötrdür bir diğer deyişle parasal genişlemenin üretim veya işsizlik üzerinde nihai bir etkisi yoktur, sadece fiyatları etkiler. Dolayısıyla merkez bankaları uzun vadede sadece enflasyon hedefini (fiyat istikrarını) gözetmelidirler.

2. Enflasyon hem kaynakların etkin dağılımı hem de uzun dönemli sürdürülebilir büyümenin sağlanması açısından önemli maliyetler oluşturmaktadır.

3. Para kısa dönemde nötr değildir - zira kısa vadede ücret ve fiyatlar yapışkandır- bu anlamda para politikası üretim ve işsizlik gibi bir dizi reel değişken üzerinde önemli

kısa vadeli etkilere sahiptir. Ancak bu etkilerin doğası ve/veya büyüklüğü, kendilerini gösterecekleri zaman ufku ve ekonominin diğer bölümlerine yansımaları hususu yeterince açıklığa kavuşmuş değildir.

4. Para politikası enflasyon üzerinde süresi belirsiz bir gecikme ile etkili olmakta ve enflasyon üzerindeki etkisi değişkenlik göstermektedir. Bu iki faktör merkez bankalarının dönem bazında enflasyonu kontrol edebilme gücünü azaltmaktadır.¹

Enflasyon hedeflemesini savunanlar tarafından sözkonusu dört uzlaşma noktasına ilave edilen beşinci bir uzlaşma noktasından söz etmek mümkündür. Buna göre merkez bankasının para politikası uygulamasında ihtiyari biçimde davranma olanağına sahip olması para politikasına enflasyonist bir eğilim kazandırmaktadır. Daha önce incelenen dinamik zaman tutarsızlığı argümanı çerçevesinde, uygun bir taahhüt tekniğinin geliştirilmemiş olması durumunda merkez bankasının düşük enflasyon hedefinin kredibilitesi sağlanamamaktadır.

Zaman tutarsızlığı argümanı, para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarını sağlamak olması gerektiği üzerindeki uzlaşmaya bağlı olarak, fiyat istikrarına uygun para politikası hedefleme stratejilerinin dizaynı ve yürütülmesi yönündeki arayışların temelini oluşturmaktadır. Son yirmi yılda optimal para politikalarının dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili olarak yapılan tartışmaların üç temel nokta üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir:

1. Phillips eğrisinin modern versiyonu çerçevesinde fiyat istikrarı ile üretim istikrarı arasındaki en uygun bileşimin – optimal para politikasının – sağlanması

2. Optimal politikanın zaman tutarsızlığı sorunu çerçevesinde hem enflasyon hem de üretimde meydana gelebilecek dalgalanmaları azaltabilmek için uygun taahhüt mekanizmalarının geliştirilmesi

3. Para politikası temel enstrümanının herhangi bir istikrarsızlık yaratmadan nasıl kullanılacağını ortaya koyan para politikası kurallarının belirlenmesi²

¹ Paul R.Masson, S.Sharma and M.A.Savastano, “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”, **IMF Working Paper** No.130, October 1997, pp.5-6

Sözkonusu üç temel sorun etrafında yapılan araştırmaların, daha önce incelendiği üzere, Yeni Klasik ve Yeni Keynesgil iktisatçılar arasında bir uzlaşıyı ve para politikasının teorik çerçevesiyle uygulama süreçleri arasında bir köprüyü ifade eden Yeni Neoklasik Sentez yaklaşımı dahilinde şekillendiği görülmüştür. Bu anlamda Yeni Neoklasik Sentez yaklaşımı yukarıdaki üç temel sorunun çözümü ve fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olarak enflasyon hedeflemesini temel politika reçetesi olarak ileri sürmektedir.³

Yukarıda belirtilen uzlaşı noktaları ve optimal para politikalarının dizaynı ve yürütülmesi yönünde geliştirilen yaklaşımlar üzerine bina edilen enflasyon hedeflemesi, öncelikle, literatürde ve uygulamada para politikası ile ilgili teorik-ampirik gelişmelere uygun bir hedefleme stratejisi olması ve sözkonusu gelişmeleri bünyesinde barındırması itibariyle önem kazanmaktadır. Bu çerçevede gerek iktisatçılar gerekse merkez bankacılar arasında para politikasının temel prensipleri ve kurumsal özellikleri hususunda varılan uzlaşının temel çizgileri şöyle sıralanabilir:⁴

Temel Prensipler:

- Fiyat istikrarı ekonominin sağlıklı işlemedi için önemli faydalar sağlanmaktadır.
- Maliye politikası para politikası ile birlikte uyumlu çalışmalıdır.
- Zaman tutarsızlığı kaçınılması gereken önemli bir sorundur.
- Para politikası ileriye yönelik bir biçimde yürütülmelidir.
- Politika yapıcılar demokrasinin işleyişinin bir gereği olarak hesapverebilir olmalıdır.
- Para politikası sadece fiyat istikrarı ile değil üretim istikrarı ile de ilgilenmelidir.

² William T.Gavin, "Inflation Targeting: Why it Works and How to Make it Work Better", **FED of St.Louis Working Paper** No.027, September 2003, p.8

³ Yeni Neoklasik Senteze uygun bir model çerçevesi için Robert G. King and A.L.Wolman, "Inflation Targeting in a St.Louis Model of the 21st Century", **Fed of St.Louis Review**, vol.78 No.3, May-June 1996

⁴ Frederic S.Mishkin, "What Should Central Banks Do ?", **Fed of St.Louis Review**, vol.82 No.6, November – December 2000, pp.1-11

- Finansal krizler ve finansal istikrarsızlıklar üretimde ciddi azalışları beraberinde getirmektedir.

Kurumsal Özellikler

- Para politikasının uzun vadede öncelikli hedefi fiyat istikrarı olmalıdır.
- Fiyat istikrarının sağlanmasında açık bir nominal çapa kullanılmalıdır.
- Merkez bankası politikalarını oluşturma açısından amaç bağımlı(goal dependence) olmalıdır.
- Merkez bankası politika araçlarını seçmede enstrüman bağımsızlığına sahip olmalıdır.
- Merkez bankası politika uygulamalarında hesapverebilir olmalıdır.
- Merkez bankası politika uygulamalarında şeffaflığa ve kamuoyu ile iletişim prosedürlerine önem vermelidir.
- Merkez bankası fiyat istikrarına destek sağlamak amacıyla finansal istikrar amacına da sahip olmalıdır.

Para politikasının dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili olarak ortaya konulan temel prensipler ve kurumsal özelliklere ait çerçeve, ilk olarak 1989 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesinin "yeni" bir hedefleme stratejisi olup olmadığına dair tartışmaları beraberinde getirmektedir.

Esas olarak uygulamada yer alan merkez bankacılar, parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi şeklinde 1970'li yıllardan bu yana gelişen hedefleme stratejilerine ait temel çizgi içerisinde; enflasyon hedeflemesinin, geçmiş hedefleme stratejilerinden radikal bir kopuştan ziyade, sözkonusu çizginin kendi içerisinde meydana gelen ve II. bölümde incelenen evrime bağlı olarak varılan noktayı ifade ettiğini belirtmektedirler. Bu anlamda enflasyon hedeflemesi, merkez bankacılar açısından para politikasının yürütülmesinde henüz denenmeyen nominal çapayı

oluşturmakta ve daha önce denenen hedefleme stratejilerinin güçlü yanlarının korunduğu ancak handikaplarının ortadan kaldırıldığı bir stratejiyi ifade etmektedir.⁵

Bunun yanında enflasyon hedeflemesinin entelektüel – tarihsel kökenleri A. Marshall (1887), K. Wicksell (1898) ve ardından I. Fisher ve J.M. Keynes (1923)'in çalışmalarında, para politikası için temel bir standard oluşturmaya yönelik olarak fiyat endekslerinin oluşturulması ve hedeflenmesi yönündeki çabalara kadar geri götürülmektedir.⁶ Buna bağlı olarak İsveç'in 1930'lu yılların başında “fiyat düzeyi hedeflemesi” şeklinde oluşturduğu para politikası stratejisinin temel prensipleri ve kurumsal özellikleri itibariyle sözkonusu çalışmalar neticesinde oluşturulduğu ve dolayısıyla günümüzde enflasyon hedeflemesinin para politikasının yürütülmesinde “yeni “bir çerçeveyi ifade etmediği ileri sürülmektedir.⁷

Bu argümanlara karşıt olarak Bernanke ve Mishkin, enflasyon hedeflemesinin, özellikle para politikasının günümüzde vardığı düzey ve uygulama biçimini yansıtmaması ve geçmişten farklı olarak şeffaflık ve hesapverebilirliğe yapmış olduğu güçlü vurgular dahilinde “yeni “bir hedefleme stratejisi olduğunu vurgulamaktadırlar. Bu yönleriyle enflasyon hedeflemesi gelecekte tüm merkez bankalarının uygulayabileceği ortak ve sistematik bir para politikası çerçevesi sağlamaktadır.⁸

Öte yandan enflasyon hedeflemesi ile özellikle parasal hedefleme arasındaki ayrımın “semantik” içeriğe sahip olduğuna ve sadece farklı değişkenlere ait enformasyonlara ağırlık vermeleri sebebiyle de enflasyon hedeflemesinin “yeni” bir içeriğe sahip olmadığı ve bu anlamda tüm ara hedefleme stratejileri arasında “temel bir

⁵ Gabriel Sterne, “Inflation Targets in a Global Context”, **10 Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges**, Fourth Annual Conference of the Central Bank of Chile, Santiago, November 30- December1, 2000, p.5, Örneğin İngiltere Merkez Bankası başkanı Mervyn King'e göre enflasyon hedeflemesi para teorisi ve politikası ya da para politikası aktarım mekanizması açısından yeni bir görüşü ifade etmemektedir.Mervyn King, “Challenges for Monetary Policy: New and Old”, iç.**New Challenges of Monetary Policy**, FED of Kansas, August 26-28 1999, p.32

⁶ Andrew G.Haldane, “ On Inflation Targeting in the United Kingdom”, **Scottish Journal of Political Economy**, vol.45, No.1, February 1998, p.2

⁷ Claes Berg and Lars Jonung, “Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931-1937”, **Journal of Monetary Economics**, vol.43 no.3, June 1999, pp.526-551

⁸ Ben S.Bernanke and Frederic S.Mishkin, “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, **Journal of Economic Perspectives**, vol.11 No.2, Spring 1997, p.98

eşdeğerlik teoremi”nin varlığına da işaret edilmektedir. Bu argümanlar dahilinde enflasyon hedeflemesinin izlerini tarihsel deneyim sürecinde ve diğer hedefleme stratejilerinin teknik karakteristiklerinde bulmak mümkündür.⁹

Bernanke ve Mishkin, diğer hedefleme stratejileri ile enflasyon hedeflemesi arasındaki temel farkın, yukarıda ortaya konulan para politikasının temel prensipleri ve kurumsal özelliklerini tek bir hedefleme stratejisi çatısı altında ortaya koyması olduğunu belirtmektedir. Buna bağlı olarak enflasyon hedeflemesi para politikasını nihai amaç üzerine inşa etmek suretiyle tüm iktisadi ajanların para politikası ile nelerin yapılıp yapılamayacağını ya da para politikasından nelerin beklenip beklenemeyeceğini kavradıkları bir para politikası çerçevesi ortaya koymaktadır.¹⁰

Bu çerçevede enflasyon hedeflemesi gerek para politikası teorisi gerekse para politikası uygulamaları açısından geçmiş deneyimleri içermekle beraber modern para politikası nosyonlarını bünyesinde barındıran “yeni” bir hedefleme stratejisini ifade etmektedir.

B. Enflasyon Hedeflemesi: Kavramsal Çerçeve ve Teorik Yapı

Herhangi bir hedefleme stratejisinin tanımını yapmak, her tanımda olduğu gibi, belirli bir açıklık – anlaşılabilirlik ve kesinlik yanında belirli düzeyde sınırlandırmayı da beraberinde getirmektedir. Ancak hedefleme stratejileri, daha önce ele alındığı gibi, gerek nominal çapa olarak temel aldıkları makroekonomik değişkenler gerekse sözkonusu çapanın gerektirdiği farklı kurumsal taahhüt mekanizmaları nedeniyle belirli bir tanımdan ziyade belirli bir kavramsal çerçeve ile ortaya konulmaktadır.

Bu yönüyle, enflasyon hedeflemesinin önemli bir özelliği literatürdeki gelişiminin yaklaşımın çeşitli ülkeler tarafından uygulanmasından ve belirli bir deneyim kazanılmasının ardından 1990’lı yılların sonu ve 2000’li yılların başından itibaren yoğunlaşmış olmasıdır. Ülkelerin farklı uygulamaları ve farklı yazarlar tarafından

⁹ Haldane, p.4

¹⁰ Bernanke and Mishkin, p. 101

enflasyon hedeflemesinin farklı unsurlarının ön plana çıkarılarak ele alınması belirli bir kavramsal çerçevenin oluşturulması yönünde güçlükleri beraberinde getirmektedir.¹¹

Bu güçlüklerin önemli bir boyutunu, enflasyon hedeflemesinin, esas olarak uygulamadaki merkez bankacıların birikimlerini yansıtan bir kökene sahip olması ve literatürün aynı zamanda teknisyen nitelikli merkez bankacıların çalışmaları tarafından da beslenmesi oluşturmaktadır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin ortaya konması, literatürdeki farklılıklara paralel olarak para politikasının uygulamadaki teknik boyutlarını yansıtan çalışmaların düzeyi açısından da belirli sınırlamaları beraberinde getirmekte ve sözkonusu sınırlamalar özellikle gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesini anlaması ve adaptasyonu açısından sorun yaratmaktadır.

Nitekim, bu güçlükleri yansıtır bir biçimde, literatürün ve para politikası uygulama sürecinin teknik özelliklerine bağlı olarak kullanılan terminolojide de belirli farklılıklar oluşmuştur. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi katı-esnek, tam-kısmi, doğrudan-dolaylı, açık-gizli (ya da örtük) gibi çeşitli niteliklemlerle tanımlanmakta ve tanımlardaki bu çeşitlilik hangi ülkelerin enflasyonu hedefledikleri yönünde yapılacak bir sınıflandırmayı da güçleştirmektedir.

Bu argümanlar dahilinde, enflasyon hedeflemesinin belirli bir kavramsal çerçevesini ortaya koyabilmek için öncelikle genel çerçevede yapılan tanımlamalar ele alınarak yaklaşımın temel özellikleri sıralanacaktır. Ardından sözkonusu temel özellikler ışığında, enflasyon hedeflemesinin teorik yapısı, daha önce incelenen para politikası uygulama sürecinin teknik-teorik boyutları ve hedefleme stratejilerinin özelliklerine ait terminolojiye uygun bir biçimde katı ve esnek enflasyon hedeflemesi ayırımına göre ele alınacaktır.

1. Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı ve Para Politikasındaki Yeri

Para politikası hedefleme stratejisi olarak on beş yıllık bir uygulama geçmişine sahip olmasına karşın, enflasyon hedeflemesinin nasıl tanımlanacağı ve hangi ülkelerin

¹¹ Bu yargı enflasyon hedeflemesini konu alan gerek erken tarihli gerekse son tarihli hemen hemen tüm çalışmalarda vurgulanmaktadır. **Inflation Targets**, (eds.) Leonardo Leiderman and Lars E.O.Svensson, London: Center for Economic Policy Research, 1995, pp.11-18 ve Edwin M.Truman, **Inflation Targeting**, Washington: Institute of International Economics, October 2003, pp.5-9

enflasyon hedeflemesi uyguladıklarının belirlenmesi hususunda literatürde ortak bir görüşün bulunmadığı görülmektedir. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesinin kendi evrimi içerisinde hareketle belirli ayırt edici karakteristiklerinin oluşmasına bağlı olarak ortak bir tanım çerçevesinin çıkarılması mümkündür.

Esas olarak enflasyon hedeflemesinin tanımlanmasında iki temel sorun ile karşılaşmaktadır.

İlk sorun, enflasyonun ve buna bağlı olarak fiyat istikrarının, para arzı ve döviz kuru gibi bir ara hedef değişken olmaktan ziyade her ülkenin ulaşmayı arzuladığı nihai bir politika amaç değişkeni olmasından kaynaklanmaktadır. İkinci sorun, hedefleme stratejisinin adaptasyonu açısından, ülkelerin enflasyon hedeflemesinin farklı unsurlarını farklı dönemlerde uygulamaya koymalarından kaynaklanmaktadır. Bir diğer deyişle her ülke, enflasyon hedeflemesini özellikle şeffaflık ve operasyonel karakteristikler açısından farklı düzeylerde/biçimlerde uygulamakta ve stratejilerinin uygulama sonuçları ve deneyimlerine bağlı olarak süreç içerisinde olgunlaştırmaktadırlar. Bunda enflasyon hedeflemesinin henüz kendi evrim süreci içerisinde olması ve ülkelerin bu evrim sürecinin farklı aşamalarında enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmeleri de rol oynamaktadır.

Para politikası hedefleme stratejileri incelenirken tartışıldığı gibi “eğer bir merkez bankası enflasyonu hedef aldığını söylüyorsa o merkez bankasının enflasyon hedeflemesi uyguladığı söylenebilir” şeklinde bir kendini tanımlama (self-declaration) kabul edilebilir. Ancak böyle bir tanım enflasyon hedefi açıklamanın, enflasyon hedeflemesi uygulaması için ne kadar gerek ve yeter şart olduğuna bağlı olarak problem oluşturmaktadır. Bazı merkez bankaları enflasyon hedefine sahip olmalarına rağmen, enflasyon hedeflemesinin farklı unsurlarını taşımamaktadırlar. Öte yandan bazı merkez bankaları, enflasyon hedeflemesinin hemen hemen tüm unsurlarına sahip olmalarına rağmen kendilerini enflasyon hedeflemesi yaptıkları şeklinde kategorize etmemektedirler.

Bu anlamda enflasyon hedeflemesini, para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğu kabulüne dayandığından hareketle, sadece fiyat istikrarını amaçlayan para politikası şeklinde tanımlamak mümkün değildir. Bu durum,

fiyat istikrarı, rakamsal bir enflasyon hedefi şeklinde operasyonel hale getirilerek tanımlansa bile geçerlidir. Zira, incelendiği üzere, fiyat istikrarının para politikasının temel amacı olduğu hususunda genel bir uzlaşma mevcuttur. Aksi halde tüm başarılı merkez bankalarının enflasyon hedefleyici, başarısız olanlarında enflasyon hedefleyici olmadığı şeklinde yanlış bir sonuç ortaya çıkabilir.¹²

Nitekim, daha önce incelenen Bundesbank, SNB, ECB ve FED'in para politikası stratejileri esas olarak fiyat istikrarını amaçlamalarına ve açık ya da örtük rakamsal bir enflasyon hedefine sahip olmalarına rağmen enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanmamaktadır. Bu bağlamda söz konusu merkez bankaları fiyat istikrarı amacı ve enflasyon hedefleriyle, esas olarak para politikası ile nelerin yapıp nelerin yapılamayacağını anlaşılmaması ve uygulama performanslarının değerlendirilmesi için bir kriteri ortaya koymaktadırlar.

a. Enflasyon Hedeflemesinin Genel Karakteristikleri İtibariyle Tanımı

Fiyat istikrarı amacı ve rakamsal enflasyon hedefinin varlığının enflasyon hedeflemesi uygulandığı yönünde bir anlamı doğurmaması karşısında, belirgin bir tanım yapabilmek için enflasyon hedeflemesinin temel karakteristiklerinin ortaya konması gerekir. Bu konuda ülkelerin enflasyon hedeflemesini farklı düzeylerde uygulamalarına bağlı olarak çeşitli iktisatçılar ve merkez bankacılar tarafından farklı karakteristikler ortaya konarak genel bir liste dahilinde tanımlama yapılmaktadır.¹³

i. Bernanke vd. Tarafından Yapılan Enflasyon Hedeflemesi Tanımı

Literatürde enflasyon hedeflemesinin genel bir çerçevede tanımı Bernanke vd. tarafından şöyle yapılmaktadır:

Enflasyon hedeflemesi, enflasyon oranı için yıllık ya da daha fazla bir *zaman ufkunu* içeren resmi bir *rakamsal hedefin* (ya da hedef aralığının) kamuoyuna ilan

¹² Otmar Issing, "Inflation Targeting: A View from the ECB", iç. **Inflation Targeting: Prospects and Problems**, Fed of St. Louis Review, vol.86, no.4, July-August 2004, p.169

¹³ Örneğin Hans Genberg enflasyon hedeflemesinin para politikasının amaçlarının belirtilmesinden başka bir içeriğe sahip olmadığını belirterek çok genel bir tanım yapmaktadır. Hans Genberg, "Inflation Targeting- The Holy Grail of Monetary Policy?", **HKIMR Working Paper** No.2, January 2002, p.2

edildiği ve *fiyat istikrarının* para politikasının *nihai ve öncelikli amacı* olduğu bir *para politikası çerçevesidir*. Enflasyon hedeflemesinin diğer karakteristikleri arasında para otoritelerinin para politikasının yönü ve geleceğine ilişkin planları ve amaçları ile ilgili olarak kamuoyu ile güçlü bir *iletişim prosedürü ve şeffaflığa* dayalı politika süreçleri oluşturmaları yanında sözkonusu amaçlara ulaşmak için merkez bankasının *hesapverebilirliğini* sağlayıcı mekanizmaların bulunması yer almaktadır.¹⁴

Yukarıdaki tanım çerçevesinde bakıldığında, enflasyon hedeflemesinin rakamsal bir enflasyon hedefinin ilanı ve fiyat istikrarı amacının önceliğinden daha öte bir içeriğe sahip olduğu görülmektedir. Bu tanımda açık olarak belirtilmese de, enflasyon hedeflemesini savunanlar tarafından dile getirilen önemli bir karakteristik, stratejinin fiyat istikrarı dışında kalan üretim istikrarı ve finansal istikrar gibi amaçları gözardı etmediği ve bu amaçlarla ilgili olarak ta kamuoyu ile güçlü bir iletişim ve şeffaflık sürecine sahip olduğudur.¹⁵

Enflasyon hedeflemesi, hedefe ulaşım ulaşmama konusunda aktif bir değerlendirme (evaluation) sürecine sahip olması itibariyle diğer hedefleme stratejilerinden ayrılmaktadır. Zira para politikasının sahip olduğu şeffaflık ve kamuoyu ile iletişime verilen önem stratejinin temel çekirdeğini oluşturan unsurlardan biridir. Bu anlamda gerek fiyat istikrarı dışındaki amaçlar gerekse enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi ile ilgili şeffaflık süreçlerinin strateji bünyesinde ön plana çıkması optimal para politikalarının dizayn edilmesinde yeni bir ortodoksinin oluştuğu şeklinde nitelendirilmektedir.¹⁶

ii. Diğer İktisatçıların Enflasyon Hedeflemesi Tanımları

Bernanke vd. tarafından yapılan tanıma paralel olarak Mishkin, Hebbel ve Tapia ve Ito ve Hayashi tarafından çeşitli ülke deneyimleri çerçevesinde yapılan tanımların temel özellikleri Tablo 1’de görülmektedir. Merkez bankasının bağımsızlığı hemen

¹⁴ Ben S.Bernanke, Thomas Laubach et al., **Inflation Targeting: Lessons from International Experience**, Princeton: Princeton University Press, 1999, p.4

¹⁵ Truman, p.13

¹⁶ Jon Faust and Dale W.Henderson, “Is Inflation Targeting Best-Practice Monetary Policy?”, iç.**Inflation Targeting: Prospects and Problems**, p.119

hemen tüm tanımlarda enflasyon hedeflemesinin bir karakteristiği olarak belirtilmesine karşın, enflasyon hedeflemesine geçiş ile birlikte aynı anda bağımsızlığı sağlayıcı düzenlemelerin yapılmadığından hareketle, sözkonusu özellik ayırteğici bir nitelikten ziyade para politikasının modern unsurlarından biri olarak ta değerlendirilmektedir.¹⁷

Öte yandan Tablo 4’te yer alan tanımlarda bazı karakteristikler enflasyon hedeflemesinin tanımlanmasında belirgin bir biçimde vurgulanmazken örtük olarak ilgili yazarlar tarafından sözkonusu karakteristiklerin kabul edildiği görölmektedir. Örneğin para politikasının operasyonel değişken olarak enflasyon tahminlerini kullanması Ito ve Hayashi tarafından belirgin bir biçimde vurgulanmasına rağmen Hebbel ve Tapia her ülkenin bu kriteri sağlamadığından hareketle örtük olarak sözkonusu karakteristiğe vurgu yapmaktadırlar.

Bu çerçevede enflasyon hedeflemesinin genel bir biçimde tanımlanmasından hareketle gerçek enflasyon hedefleyicilerin belirgin bir biçimde vurgulanan ortak karakteristikleri şöyle sıralanabilir:

1. Para politikasının öncelikli ve nihai amacına yönelik kurumsal taahhüt. Belirtildiği üzere fiyat istikrarı yanında diğer amaçlarda enflasyon hedeflemesi yapan ülkeler tarafından dikkate alınarak strateji esnek bir biçimde uygulanmaktadır.

2. Açık bir rakamsal enflasyon hedefi. Genel olarak enflasyon hedefleyiciler hedefe ulaşma süresi ve olası sapmaları içeren bir zaman ufku belirtmektedirler.

3. Para politikasının formüle edilmesinde yüksek düzeyde şeffaflığa yer verilmesi. Enflasyon hedefleyiciler düzenli olarak ekonomideki gelişmeler ve enflasyon ile ilgili raporlar yayınlamaktadırlar. Genel olarak, bu raporlar merkez bankasının enflasyon tahmini GSYİH büyümesi ve diğer makroekonomik değişkenlere de yer vermektedir.

4. Hesapverebilirlik mekanizmaları. Enflasyon hedefleyiciler sıklıkla, merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşamaması durumunda hükümete mektup yazması ya da belirli bir açıklama getirmesi şeklinde düzenlemelere yer vermektedirler.¹⁸

¹⁷ Thorarinn G. Petursson, “ New Focuses in Central Banking: Increased Independence, Transparency and Accountability”, **Monetary Bulletin**, Central Bank of Iceland, No.4, 2001, p.50

¹⁸ Kenneth N. Kuttner, “The Role of Policy”, p. 96

Tablo 4
Enflasyon Hedeflemesinin Temel Karakteristikleri

| Temel Karakteristikler | Bernanke vd. (1999) | Mishkin (2000) | S.Hebbel ve Tapia (2002) | Ito ve Hayashi (2004) |
|--|------------------------|-------------------------|-----------------------------|--------------------------|
| Para politikasının birincil ve öncelikli amacı olarak fiyat istikrarına yönelik kurumsal taahhüt | Evet | Evet | Örtük Olarak Evet | Evet |
| Açık bir rakamsal enflasyon hedefinin ilanı | Evet | Evet | Evet | Evet |
| Enflasyon hedefi için belirli bir zaman ufku (orta vade) | Evet | Evet | Örtük Olarak Evet | Örtük Olarak Evet |
| Operasyonel değişken olarak enflasyon tahminlerinin kullanılması | Açık Değil | Örtük Olarak Evet | Örtük Olarak Evet | Evet |
| Para politikasının yönü ve geleceği ile ilgili yüksek düzeyde şeffaflık ve iletişim prosedürleri | Evet | Evet | Evet | Evet |
| Merkez bankasının politikaları ile ilgili hesapverebilirlik mekanizmaları | Evet | Evet | Evet | Evet |
| Merkez bankasının enstrüman bağımsızlığı | Evet | Evet | Evet | Evet |
| Para politikasının yürütülmesinde mümkün olan tüm enformasyonun kullanılması | Örtük Olarak Evet | Evet | Açık Değil | Açık Değil |
| Merkez bankasının enflasyonu tahmin etme ve reaksiyon gösterme kapasitesi | Örtük Olarak Evet | Örtük Olarak Evet | Evet | Örtük Olarak Evet |

Kaynak: Bernanke et al., p.4, Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", **The American Economic Review**, vol.90 No.2, May 2000, p.105, Klaus Schmidt-Hebbel and Matias Tapia, "Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation Targeting Countries", **Banco Central de Chile Working Papers** No.166, June 2002, p.1, Takatoshi Ito and Tomoko Hayashi, "Inflation Targeting in Asia", **HKIMR Occasional Paper**, No.1, March 2004, p.7'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Enflasyon hedeflemesinin bir çerçevesinin ortaya konması ya da en azından enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının diğerlerinden ayırt edilebilmesi için yukarıdaki dört yapıtaşının varlığının aranması gerektiği söylenebilir. Yine de vurgulanması gereken önemli bir nokta her ülkenin bu dört temel yapıtaşını benzer biçimde ya da düzeyde kullanmadığıdır.

b. Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Karakteristikleri İtibariyle Tanımlanması

Enflasyon hedeflemesi genel bir çerçevede tanımlanmaktan ziyade para politikası uygulama sürecinin teknik boyutları ve operasyonel özelliklerine dayalı olarak tanımlanmaktadır. Özellikle Svensson tarafından geliştirilen argümanlar enflasyon hedeflemesini kural (kredibilite)- ihtiyarilik (esneklik) spektrumunda para politikası kuralı şeklinde tanımlayarak, sözkonusu stratejinin para politikası içerisindeki yeri ile ilgili tartışmalara zemin oluşturmaktadır.

i. Masson vd. Tarafından Yapılan Enflasyon Hedeflemesi Tanımı

Masson vd. tarafından yapılan tanımda enflasyon hedeflemesinin özellikle operasyonel açıdan dört temel karakteristiğe sahip olduğu belirtilmektedir:

1. İleriye yönelik olarak enflasyon oranı için açık bir rakamsal hedef
2. Diğer hedeflere nazaran enflasyon hedefinin para politikasının öncelikli (diğer hedeflerden üstün) amacı olduğunun açık ve belirsizliğe yer vermeyecek bir biçimde ortaya konması
3. Gelecek enflasyona dair çeşitli makroekonomik değişken ve göstergelerden elde edilen bilgilerin enflasyon tahminlerinin oluşturulmasında kullanıldığı bir enflasyon tahmin modeli

4. Enflasyon tahminlerinin temel operasyonel değişken olduğu ve temel politika enstrümanının enflasyonist baskılara yönelik değerlendirmeler çerçevesinde kullanıldığı ileriye yönelik bir para politikası uygulama prosedürü.¹⁹

Bu tanım çerçevesinde hareket edilmesi, enflasyon hedeflemesinin, özellikle merkez bankacı teknisyenlerin gelişmiş makroekonomik modeller ve ekonometrik teknikleri kullandığı bir hedefleme stratejisi şeklinde tanımlanmasını beraberinde getirmektedir. Nitekim birçok merkez bankası bu tarz modelleri doktora düzeyinde eğitime sahip olan araştırmacıları tarafından geliştirmekte ve başarılı sonuçlar elde etmektedir. Ancak böyle bir tanımlama merkez bankasının aldığı kararların rasyonel temellerinin ve para politikası oluşum süreci ve para politikasının yönü ve geleceğine dair yapılacak açıklamaların açık bir biçimde kamuoyu tarafından anlaşılması açısından kredibilite riskini taşımaktadır.

ii. Svensson'un Enflasyon Hedeflemesi Tanımı

Svensson, genel tanımlara nazaran daha az talepkar davranan bir biçimde enflasyon hedeflemesini üç temel karakteristik çerçevesinde tanımlamaktadır:

1. Tercihen rakamsal ya da hedef aralığı biçiminde orta vadeli bir enflasyon hedefi. Rakamsal enflasyon hedefi spesifik bir fiyat indeksini ifade etmektedir. Enflasyon hedefine ulaşmak (fiyat istikrarı) para politikasının birincil önceliği olmasına rağmen strateji, üretim açığına istikrarlı kılabilmek için diğer amaçlara da (üretim istikrarı) yer vererek esnek bir biçimde uygulanır. Öte yandan parasal büyüme ya da döviz kuru için herhangi bir hedefe yer verilmemelidir.

2. Para politikası kuralı olarak enflasyon tahmin hedeflemesi. Para politikası temel enstrümanı ile enflasyon arasında varolan gecikmeleri ortadan kaldırabilmek için enflasyon tahminlerinin öncelikli rol oynadığı ve koşullu enflasyon tahminine dayalı olarak temel politika enstrümanının rakamsal enflasyon hedefine göre ayarlandığı para politikası karar alma süreci oluşturulmalıdır. Bu prosedür, üretim ve üretim açığı ile ilgili tahminleri de gözardı etmemelidir.

¹⁹ Masson vd., p.9

3. Yüksek düzeyde şeffaflık ve hesapverebilirlik. Merkez bankası hedefine ulaşma konusunda hesap verebilir kılınmalı ve enflasyon tahminleri ve politika kararlarının temel güdülerini açıklayan para politikası raporlarını şeffaf ve açık bir biçimde kamuoyu ile paylaşmalıdır.²⁰

Svensson'un tanımı Masson vd. tarafından yapılan tanıma nazaran enflasyon hedeflemesinin teknik içeriğinin anlaşılması ve değerlendirilmesine daha fazla imkan vermenin yanı sıra daha önce incelenen para politikası uygulama sürecine ait literatüre de uygun düşmektedir.

Öte yandan Svensson, enflasyon hedeflemesinin geçirdiği evrime paralel olarak ve birçok ülkenin günümüzde kendisini enflasyon hedefleyici olarak tanımlaması nedeniyle daha kapsamlı ve ciddi bir tanımı gerektirdiğini belirtmektedir. Bu anlamda yukarıda belirtilen üç maddeye özellikle enflasyon hedeflemesinin kurumsal taahhüt mekanizmalarını eklemektedir:

4. Açık (ve tercihen yasal düzlemde- mandate) para politikasının fiyat istikrarına odakli olarak yürütüleceğinin ortaya konması

5. Merkez bankasının özellikle temel politika enstrümanını kullanma açısından bağımsız olması

6. Merkez bankasının yasal olarak belirlenmiş amacına ulaşmak hususunda hesap verebilir kılınması²¹

c. Enflasyon Hedeflemesinin Para Politikasındaki Yeri

Enflasyon hedeflemesinin para politikası teorisi içindeki yerini ortaya koyabilmek için Bernanke vd. tarafından yapılan genel tanımla Svensson tarafından yapılan tanım, operasyonel karakteristikleri vurgulayan kriterler çerçevesinde Tablo 5 aracılığıyla karşılaştırılabilir. Tablo 5 aynı zamanda farklı ülke uygulamalarının özellikleri ve

²⁰ Lars E.O.Svensson, "Inflation Targeting: Should it be Modeled as an Instrument Rule or a Targeting Rule?", **NBER Working Paper** No.8925, May 2002, p.2

²¹ Svensson,, "Inflation Targeting: Should it....", p.2

literatürde yer alan farklı görüşlerin ve temel tartışma noktalarının hangi karakteristikler dahilinde oluştuğunun bir çerçevesini veren niteliğe sahiptir.

Esas olarak, Bernanke vd. enflasyon hedeflemesini bir kuraldan ziyade bir para politikası çerçevesi –stratejisi (framework) olarak değerlendirmektedir. Öte yandan Svensson enflasyon hedeflemesini politika kuralı şeklinde tanımlamaktadır. Ancak Bernanke vd. ile Svensson arasındaki farklılık geleneksel kural-ihtiyari dikotomisinden ziyade enflasyon hedeflemesinin yürütülme biçimi (implementation) bağlamında önem kazanmaktadır. Bu bağlamda öncelikle enflasyon hedeflemesinin geleneksel dikotomi çerçevesindeki yerinin ortaya konması gerekir.

Tablo 5
Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Karakteristikleri

| Operasyonel Karakteristikler | Bernanke vd. (1999) | Svensson |
|--|---------------------|-----------------------------------|
| Para politikasının birincil amaç olarak fiyat istikrarı | Evet | Evet |
| Açık bir rakamsal enflasyon hedefinin ilanı | Evet | Evet |
| Orta vadeli enflasyon hedefi | Evet | Evet |
| Yüksek düzeyde şeffaflık ve iletişim prosedürleri | Evet | Evet |
| Para politikası kuralı | Açık Değil | Evet-Enflasyon tahmin hedeflemesi |
| Enflasyon ve üretim açığı tahminlerinin yayınlanması | Açık Değil | Evet |
| Enflasyon hedefinin hükümet tarafından belirlenmesi (amaç bağımlılığı) | Evet | Açık Değil |
| Enstrüman bağımsızlığı | Evet | Evet |

Kaynak: Bernanke et al., p.4 ve Svensson, “Inflation Targeting: Should it...”, p.2’den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Enflasyon hedeflemesini katı-zorlayıcı bir kural çerçevesinde değerlendirenlerin temel argümanı, stratejinin üretimin istikrarı vb. diğer amaçları hiç dikkate almadığı ve

bu anlamda katı (strict) bir uygulama sunması nedeniyle enflasyon hayranı (inflation nutters) merkez bankalarına uygun olduğudur.. Bu yaklaşım para politikası kurallarını Kyland-Prescott-Barro-Gordon çizgisi dahilinde ele almaktadır.²²

Bernanke ve Mishkin'e göre enflasyon hedeflemesini klasik bir politika kuralı olarak tanımlamak iki önemli eleştiriyi beraberinde getirir. İlk olarak, para politikasının enflasyon dışında başka bir amacının olmadığı fikri merkez bankacılar, kamuoyu ve akademisyen-iktisatçılar tarafından pek destek bulmayacaktır. Buna bağlı olarak, merkez bankalarının üretim, istihdam, döviz kuru gibi değişkenleri dikkate alması enflasyon hedeflemesinin kural olarak algılanması sonucunda olumsuz makroekonomik sonuçların doğmasını beraberinde getirecektir.²³

Nitekim, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler düşük ve istikrarlı enflasyonu başarmaları ve sürdürmelerine rağmen dezenflasyonun düşük üretim-istihdam maliyetlerine neden olduğuna dair yeterince ampirik kanıt bulunmamaktadır. Bu bağlamda para politikası kuralının adaptasyonu ile artan kredibilitenin dezenflasyonun reel maliyetlerini azaltacağı argümanı enflasyon hedeflemesi için geçerli olmamaktadır.

Bu çerçevede enflasyon hedeflemesi, teknik olarak, merkez bankasına basit ve mekanik bir kural gibi uygulama prosedürü sunmamaktadır. Bilakis, ekonominin çeşitli yapısal modelleri ve mümkün olan tüm enformasyonun değerlendirildiği, “her şeye bak” (look at everything) şeklinde nitelendirilebilecek ve tek bir hedefe odaklanmayı gerektirmeyen bir politika çerçevesi sunmaktadır. Bunun yanında, orta vadeden uzun vadeye uzanan enflasyon hedefi, merkez bankalarına istihdam ve döviz kuru gibi değişkenleri dikkate alabilecekleri ya da ihtiyari davranabilecekleri bir manevra alanı temin etmektedir.

Bernanke vd., bu anlamda enflasyon hedeflemesini ; para politikasının esnekliğini kaybetmeden belirli bir kavramsal çerçeve ve doğasında var olan disipline edici etkiyle

²² Benjamin M.Friedman, “The Use and Meaning of Words in Central Banking: Inflation Targeting, Credibility and Transparency”, **NBER Working Paper** No. 8972, June 2002, p.9

²³ Bernanke and Mishkin, p. 105

beraber, hem kural hem de ihtiyari uygulamalara atfedilen avantajları bünyesinde barındıran “sınırlandırılmış ihtiyarılık” (constrained discretion) nitelemesiyle karakterize etmektedirler.²⁴

Sınırlandırılmış ihtiyarılık, politika kuralının katılığı ile ihtiyari politikaların özünde varolan disiplin eksikliği arasında bir dengeyi ifade etmektedir. Bu bağlamda, merkez bankası ekonominin işleyişi ile ilgili eksik bilgi ortamının ve politika gecikmelerinin varlığı dahilinde kısa vadede oluşabilecek rahatsızlıkların üretim ve istihdam üzerindeki etkilerini ortadan kaldırma imkanına kavuşmaktadır. Bununla birlikte, para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin belirli bir gecikme ile ortaya çıkmasına bağlı olarak, uzun vadeli nihai amacı olan enflasyona (fiyat istikrarı) yönelik tahhüdünü korumakta ve olası enflasyonist baskıları önceden müdahale ile ortadan kaldırmaktadır. Dolayısıyla sınırlandırılmış ihtiyarılık politikaların ileriye yönelik bir bakış açısı ile yürütülmesini de temsil etmektedir.²⁵

Enflasyon hedeflemesi, bu yönüyle, bir politika kuralı gibi merkez bankasının niyetleri ve eylemleri ile ilgili olarak şeffaflığı sağlamakta ve esnek uygulama imkanı sunarak kısa vadede hedeften meydana gelebilecek sapmalara karşı politika tepkileri verebilmeyi mümkün kılmaktadır. Öte yandan uzun vadeli enflasyon hedefinin varlığı ekonomi için bir nominal çapa işlevi görmekte ve politika uygulamalarının şeffaflığına bağlı olarak oluşturulan hesap verebilirlik mekanizmalarıyla merkez bankasının – ya da politika yapımcıların- kısa vadeli eylemlerinin uzun vadeli sonuçlarını dikkate almasını ve politikalarını ileriye yönelik bir bakış açısı ile yürütmelerini sağlamaktadır.²⁶

Bernanke vd.'ne nazaran Svensson enflasyon hedeflemesini, Tablo 2 çerçevesinde ortaya konan operasyonel karakteristikler ve stratejinin yürütülmesi açısından, politika kuralı olarak tanımlamaktadır. Esas olarak bu yöndeki tartışmalar genel çerçeveden ziyade enflasyon hedeflemesinin nasıl modelleneceği yönünde yapılmakta, optimal politikanın niteliği ve enflasyon hedeflemesinin mükemmel uygulama biçimine yönelik

²⁴ Bernanke et al., p. 22

²⁵ Ben S.Bernanke, “Constrained Discretion and Monetary Policy”, p.2

²⁶ Ben S.Bernanke, “A Perspective on Inflation Targeting”, **BIS Review**, No.15, March 2003, p.2

çabaları oluşturmaktadır. Bu yönüyle Svensson, Woodford, McCallum, Kuttner, Faust ve Henderson, Gali çerçevesinde gelişen literatür esas olarak enflasyon hedeflemesinin (en uygun biçimde) nasıl yürütülmesi gerektiğini ortaya koyan teknik-operasyonel boyutları ele almaktadır.

Bu tartışmalar dahilinde enflasyon hedeflemesinin tanımlanması daha önce para politikası kural tipleri açıklanırken incelendiği gibi zaman tutarsızlığı argümanının ötesinde – özellikle Woodford’un zaman sınırsız perspektifi bağlamında- yaklaşımları içermektedir. Tartışmalar enflasyon hedeflemesinin, ekonomide geçerli olan koşullara, enstrüman ayarlarının tanımlandığı önceden belirlenmiş bir formüle dayalı olarak mı (enstrüman kuralları) yoksa bir amaç fonksiyonu ve bir makro model dahilinde her periyod yeniden optimizasyon yaparak mı (hedefleme kuralı) yürütüleceği şeklinde iki ana ekseninde gelişmektedir.

Esas olarak para politikası uygulama sürecine ait teknik literatür dahilinde merkez bankasının bir enflasyon hedefine sahip olması, belirli bir zaman ufkunda enflasyonun hedef değerine uygun şekilde temel politika enstrümanının ayarlanmasını dolayısıyla reaksiyon fonksiyonunun minimizasyonunu ifade etmektedir. Ancak enflasyon hedefinin varlığı bu durumda bile merkez bankasını her dönem ihtiyari bir biçimde yeniden optimizasyon yapma konusunda serbest bırakmaktadır. Bu anlamda enflasyon hedefinin varlığı ve merkez bankasının temel politika enstrümanını serbestçe kullanması Bernanke vd.’nin “sınırlandırılmış ihtiyarilik” kavramsallaştırmasıyla örtüşmektedir.

Faust ve Henderson, bu çerçevede, Svensson’un kural tanımıyla Bernanke vd. tarafından yapılan tanım arasında görünürde varolan çelişkinin ortadan kalktığını ifade etmektedirler. Svensson basit bir biçimde genel tanımdan bahsetmekte ancak hedefleme kuralı çerçevesinde merkez bankasının temel politika enstrümanını serbestçe kullanmasının-ihtiyari davranış biçiminin-nasıl bir kural olarak ifade edileceğini ortaya koymaktadır. Bu anlamda belirtilmesi gereken önemli husus, Svensson tipi kuralın zorlayıcı-katı bir kural ile herhangi bir ilgisinin olmadığıdır.

Faust ve Henderson, kuralın kurumsal bir taahhüt mekanizması çerçevesinde ifade edilmesiyle günlük politika uygulamaları arasında ikili bir ayırımın yapılması gerektiğini ifade etmektedir. Eğer, zorlayıcı – katı bir kural varsa, sözkonusu ayırım

kuralın izlenmesi şekline dönüşmektedir. Eğer politika yapıcılarının değerlendirmeleri önemliyse kurumsal taahhüt mekanizmaları ve günlük politika uygulamaları karşılıklı etkileşim içindedir ancak birbirlerinden açıkça ayrılmalıdırlar. Bu anlamda alternatif politika kurallarının performans analizi stratejinin kurumsal dizaynına katkıda bulunurken, günlük politika uygulamalarına ilişkin çalışmalar ihtiyari davranışların optimal bir biçimde nasıl uygulanacağını ortaya koymaktadır. Bu argümanlar dahilinde enflasyon hedeflemesi klasik anlamda ihtiyariliğin uygulandığı bir hedefleme stratejisi olarak değerlendirilmektedir.²⁷

Belirtilmesi gereken önemli bir nokta, enflasyon hedeflemesinin tanımlanması ile ilgili teknik literatürün uygulama ile tam olarak örtüşmediğidir. Bu anlamda Truman, enflasyon hedeflemesinin politika kuralından (reaksiyon fonksiyonundan) hem daha fazla hem de daha az noktayı ifade ettiğine dikkat çekmektedir. Strateji politika kuralından daha fazla anlama sahiptir zira şeffaflık, hesapverebilirlik gibi unsurları bünyesinde barındırmaktadır. Buna mukabil, politika kuralından daha az bir içeriğe sahiptir zira merkez bankasının davranışlarını model belirsizliği vb. nedenlerle kesin bir biçimde tanımlamak mümkün değildir. Bu yönleriyle enflasyon hedeflemesi eklektik bir içeriğe sahiptir.²⁸

Ancak, enflasyon hedeflemesinin tanımlanması ve nasıl modellenmesi gerektiği üzerine teknik literatür, bir yönüyle stratejinin farklı politika kuralları karşısında etkinliğinin değerlendirilmesine imkan verirken diğer yönüyle özellikle enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının fiyat istikrarı-üretim istikrarı tercihleri ve aralarındaki değiş-tokuş ilişkilerine teorik olarak ışık tutmakta ve optimal politikaların tartışılmasına zemin hazırlamaktadır.

Tüm bu tanımlar ve açıklamalar çerçevesinde değerlendirildiğinde, yeni bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin iki temel özelliğinin literatürde ve uygulamada ön plana çıktığı görülmektedir. Enflasyon hedeflemesi,

²⁷ Faust and Henderson, p. 119

²⁸ Truman, p. 14

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

ii. Para politikasının yapım sürecine belirli bir disiplin ve hesapverebilirlik mekanizması temin ederek, politikaları sistematik bir çerçeveye oturtmaktadır.²⁹

2. Enflasyon Hedeflemesi Modeli

Enflasyon hedeflemesi, esas olarak rakamsal bir enflasyon hedefinin ilanı ve hedefe ulaşmak için gerekli olan kurumsal taahhüt mekanizmalarını ifade etmektedir. Enflasyon hedefi, stratejinin operasyonel dizaynı ve para politikasının yürütülme biçimini belirlemekte ve merkez bankası bünyesinde içsel politika yapım ve karar alma sürecini oluşturmaktadır. Şeffaflık, iletişim ve hesapverebilirlik gibi kurumsal mekanizmalar ise, stratejinin ekonomi-politik boyutu yanında (kredibilite, hükümet ya da mali otorite ile ilişkiler gibi) hedefe yönelik içsel politika yapım ve karar alma sürecinin kamuoyuna ve iktisadi ajanlara sunulma biçimini içermektedir.

Enflasyon hedeflemesi modeli, II.bölümde ortaya konan para politikası analizi ve faaliyet süreçlerine uygun kavram ve terminolojiye bağlı olarak reaksiyon fonksiyonlarından hareketle ele alınmaktadır. Reaksiyon fonksiyonu aracılığıyla, öncelikle ekonominin nominal çapası olan orta vadeli enflasyon hedefi oluşturulmaktadır. Bu yönüyle fonksiyon, enflasyon bekleyişlerinin kontrol altına alınması ve düşük enflasyona yönelik kurumsal taahhüt mekanizmalarının oluşturulması görevini görmektedir. İkinci olarak, optimal politikayı ifade eden fiyat istikrarı (enflasyon hedefi) ve üretim istikrarı amaçlarına ulaşabilmek için ekonomiyi vuran farklı şoklar sözkonusu olduğunda temel politika enstrümanının nasıl ayarlanması gerektiğini ortaya koymaktadır.

Daha önce belirtildiği üzere ekonominin nasıl çalıştığının ortaya konması hususunda Yeni Neo-Klasik Sentez çerçevesinde geniş bir uzlaşının varlığı sözkonusudur. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi ve reaksiyon fonksiyonu, IS eğrisi, Phillips Eğrisi ve temel politika enstrümanını tanımlayan eşitlik olmak üzere üç eşitliğe

²⁹ Bernanke et al., p. 23

bağlı olarak ekonominin tanımlandığı koşullarda incelenir. Böyle bir inceleme aynı zamanda enflasyon hedeflemesinin operasyonel dizaynı ve kurumsal taahhüt mekanizmaları arasında bağ kurmaktadır.

Buna karşın ekonomiyi oluşturan üçüncü eşitliğin nasıl tanımlanacağı tartışma konusu olmaktadır. Reaksiyon fonksiyonundan hareketle, temel politika enstrümanının kurala bağlı olarak mı yoksa ihtiyari olarak mı kullanılacağı ya da ne tür bir kural çerçevesinde tanımlanacağı bir yönüyle enflasyon hedeflemesinin nasıl tanımlanması gerektiği ile de ilgilidir. Bu sebeple enflasyon hedeflemesi modeli, merkez bankasının temel politika enstrümanını ihtiyari olarak kullandığı duruma göre ele alınacak, para politikası kuralları ile enflasyon hedeflemesi arasındaki ilişkilere daha sonra değinilecektir.

a. Enflasyon Hedeflemesi Tipi ve Kredibilite

Enflasyon hedeflemesi teorisi çerçevesinde katı ve esnek enflasyon hedeflemesinin ne olduğunun anlaşılması, politika yapıcıların optimal politikaların oluşturulmasında fiyat istikrarı ve üretim istikrarı arasındaki tercihlerini de ortaya koymaktadır.

i. Katı ve Esnek Enflasyon Hedeflemesi

Svensson (1997) tarafından geliştirilen modele³⁰ göre, ekonomi Phillips eğrisi (toplam arz), IS eğrisi (toplam talep) ve merkez bankasının kayıp (reaksiyon) fonksiyonu olmak üzere üç eşitlik ile tanımlanabilir.

Toplam arzı oluşturan ilk eşitlikte, enflasyon pozitif ilişki içinde olduğu üretim açığındaki değişmelere bir dönemlik (1 yıllık) gecikme ile tepki verir:

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \alpha y_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

³⁰ Lars E.O.Svensson, “ Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets”, **European Economic Review**, vol 41 no.6, June 1997, p. 1115

Toplam talebi oluşturan ikinci eşitlikte üretim açığı bir dönem önceki değerine pozitif, ex post reel faiz oranına negatif bir biçimde yine bir dönemlik gecikme ile bağlıdır:

$$y_t = \beta_1 y_{t-1} - \beta_2 (i_{t-1} - \pi_{t-1}) + \eta_t \quad \beta_1 < 1 \quad (2)$$

Burada, $\pi_t = p_t - p_{t-1}$, t döneminde enflasyon oranını, y_t üretim açığını, i_t merkez bankası temel politika enstrümanını (nominal faiz oranı) ve ε_t ve η_t ise sırasıyla toplam arz ve toplam talep şoklarını ifade etmektedir.

Modelde, temel politika enstrümanındaki değişimler üretim açığını bir dönemlik, enflasyonu ise iki dönemlik gecikme ile etkilemektedir. Nominal faiz oranı ile enflasyon arasındaki gecikme (lag), kontrol gecikmesi ya da kontrol ufkunu ifade etmektedir.

$$i_t \uparrow \Rightarrow y_{t-1} \downarrow \Rightarrow \pi_{t+2} \downarrow \quad (3)$$

Merkez bankasının enflasyon hedefi π^* olarak alındığında, optimal para politikası, nominal faiz oranının, kısa dönemde enflasyon ve üretimdeki dalgalanmalara yönelik olarak merkez bankasının tercihlerini ifade eden kayıp fonksiyonunu her dönem minimize edecek şekilde ayarlanmasını ifade eder.

$$L_T = \frac{(\pi_t - \pi^*)^2}{2} + \frac{\lambda y_t^2}{2} \quad \lambda y_0 \quad (4)$$

Burada λ , enflasyonun (π_t) uzun dönem hedefi (π^*) etrafında istikrar kazanmasına bağlı olarak, üretimin doğal üretim düzeyi etrafında istikrar kazanmasına verilen ağırlığı ifade etmektedir. Bir diğer deyişle λ , merkez bankasının kayıp fonksiyonunda üretim istikrarına verilen ağırlığı gösterir. Eğer $\lambda=0$ ise para politikasının tek amacı var demektir ve yalnızca enflasyon (fiyat istikrarı) merkez bankasının kayıp fonksiyonuna girmektedir. λ pozitif ise para politikasının birden fazla amacı var demektir ve üretim açığı da (üretim istikrarı) kayıp fonksiyonunda yer alır.

$\lambda=0$ olduğunda merkez bankası yalnızca fiyat istikrarına odaklanmakta ve üretimdeki dalgalanmaları dikkate almamaktadır. Bu durumda optimal para politikası

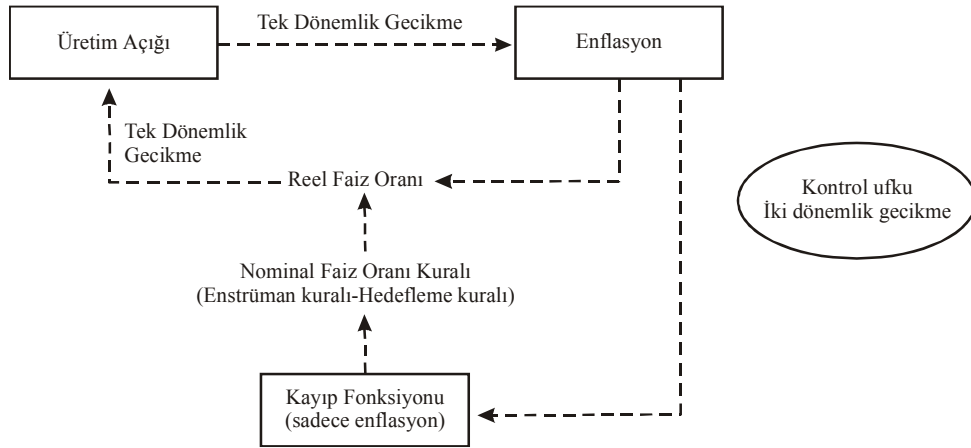
nominal faiz oranını iki yıllık enflasyon tahmini (π_{t+2}), enflasyonun hedef değerine eşit olacak şekilde ayarlanmasını ifade eder.

$$\pi_{t+2} = \pi^*$$

Böylece merkez bankası iki yıllık enflasyon tahminini ara hedef olarak kullanmakta ve tahmin değerini uzun dönem enflasyon hedefine ulaştıracak şekilde nominal faiz oranını ayarlamaktadır. Eğer enflasyon tahmini hedef değer üstünde (altında) ise merkez bankası kısa vadeli nominal faiz oranını artıracak (düşürecek) şekilde davranır. Svensson merkez bankasının kayıp fonksiyonunda sadece enflasyonun yer aldığı ve üretimdeki dalgalanmaların dikkate alınmadığı bu durumu “katı enflasyon hedeflemesi” olarak tanımlamaktadır³¹ (Şekil 8).

Eğer $\lambda > 0$ ise, merkez bankası fiyat istikrarı yanında üretimin istikrarını da dikkate almaktadır. Bu durumda optimal para politikası merkez bankasının iki yıllık enflasyon tahminini uzun dönem enflasyon hedefine aşamalı olarak ulaşacak şekilde nominal faiz oranını ayarlamasını ifade eder. Bir diğer deyişle, iki yıllık enflasyon tahmini, uzun dönem enflasyon hedefinin ve bir yıllık enflasyon tahmininin ağırlıklı ortalaması olacaktır:

$$\pi_{t+2} = c\pi^* + (1-c)\pi_{t+1} \quad (6)$$

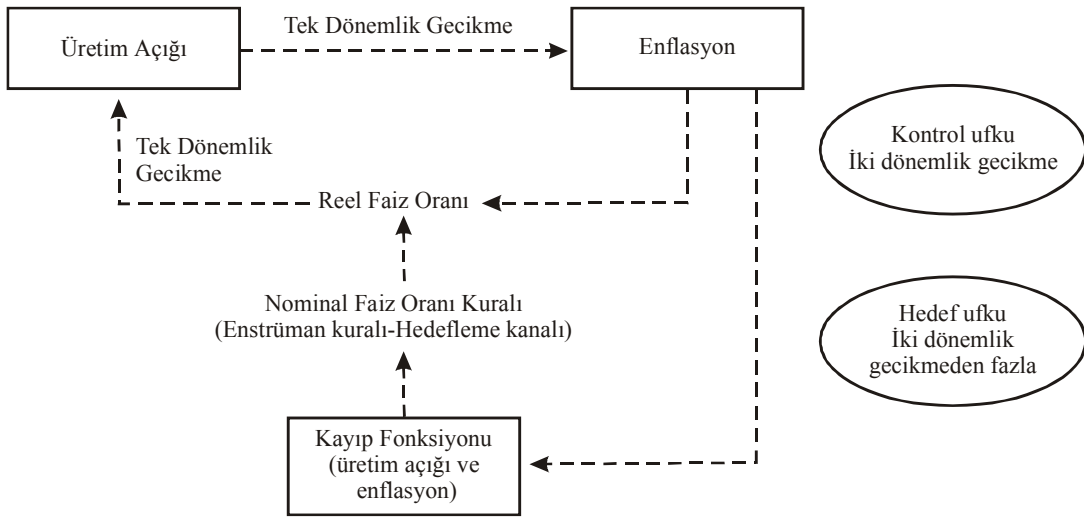


Şekil 8. Katı Enflasyon Hedeflemesi

³¹ Lars E.O.Svensson, “Inflation Targeting: Some Extensions”, *Scandinavian Journal of Economics*, vol.101 No.3, September 1999, p.340

Burada c katsayısı enflasyonun uzun dönem hedefine yönelik uyumlama oranıdır ve 0'dır. Nominal faiz oranı enflasyon tahmini uzun dönem enflasyon hedefine aşamalı olarak ulaşacak şekilde ayarlanıyorsa fiyat istikrarının sağlanması sürecinde üretimde dalgalanma yaşanmasını sağlamak (c katsayısını küçültmek) mümkün oluyor demektir. Buna bağlı olarak üretim istikrarına verilen ağırlık artıkça, enflasyon tahmininin uzun dönem enflasyon hedefine uyum süresi uzamaktadır. Svensson, merkez bankasının kayıp fonksiyonunda enflasyon yanında üretim açığının da yer aldığı ve üretimdeki dalgalanmaların da dikkate alındığı bu durumu “esnek enflasyon hedeflemesi” olarak tanımlamaktadır (Şekil 9).³²

Esas olarak üretimde meydana gelen dalgalanmalar, nominal faiz oranının ayarlanmasını iki sebeple etkilemektedir. İlk olarak, katı enflasyon hedeflemesi durumunda bile merkez bankasının kayıp fonksiyonunda üretimin istikrarına verilen belirli bir ağırlığın olduğudur. Zira, gelecek enflasyon tahmininin yapılmasında üretim açığı enformasyon değeri itibariyle dikkate alınmaktadır. Bu anlamda enflasyonun kontrolü ancak üretim açığının manipülasyonu ile mümkün olmaktadır.



Şekil 9. Esnek Enflasyon Hedeflemesi

³² Svensson, “Inflation Targeting: Some.....”, p.341

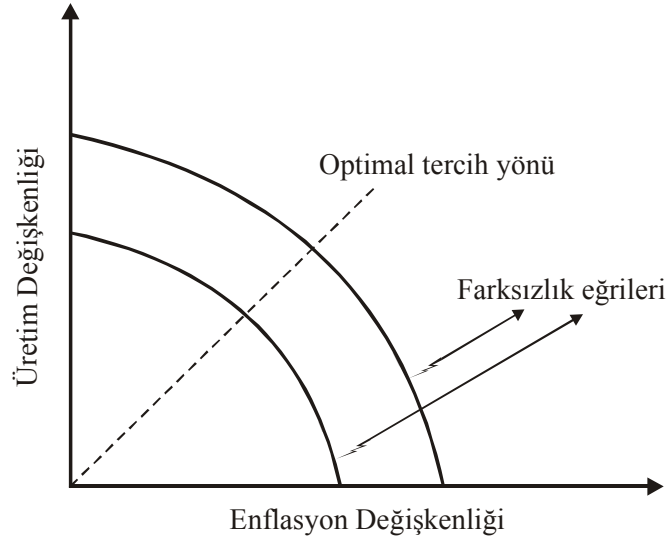
İkinci olarak, politika yapıcılar üretimde meydana gelebilecek dalgalanmalar ve reel kesimin istikrarı hususuna önem vermektedirler. Buna bağlı olarak, uzun dönem enflasyon hedefine ulaşmak için nominal faiz oranını aşamalı bir biçimde ayarlamakta ve dezenflasyonun üretim-istihdam maliyetlerini zamana yaymaktadırlar. Dolayısıyla para politikası üretimin potansiyel üretim düzeyinden sapmalarına tepki vermek suretiyle aktivist bir biçimde uygulanmaktadır.³³

ii. Katı-Esnek Enflasyon Hedeflemesi Tercih ve Taylor Eğrisi

Katı ve esnek enflasyon hedeflemesi arasındaki tercih, üretim değişkenliği ve enflasyon değişkenliği arasındaki değiş-tokuş ilişkisini ortaya koyacak şekilde de gösterilebilir. Üretim-enflasyon değişkenlikleri arasındaki değiş-tokuş ilişkisi faiz oranındaki değişmelerin enflasyon ve üretimi farklı gecikmelerle etkilemesi nedeniyle ortaya çıkmaktadır.

Merkez bankasının fiyat istikrarı ve üretim istikrarına yönelik tercihleri, üretim değişkenliği ve enflasyon değişkenliğinin eksenlerde yer aldığı bir şekil ile temsil edilebilir (Şekil 10). Şekilde yer alan farksızlık eğrileri aynı toplumsal refah kaybı düzeylerini temsil eden farklı üretim-enflasyon değişkenliği kombinasyonlarının geometrik yerini ifade etmektedir.

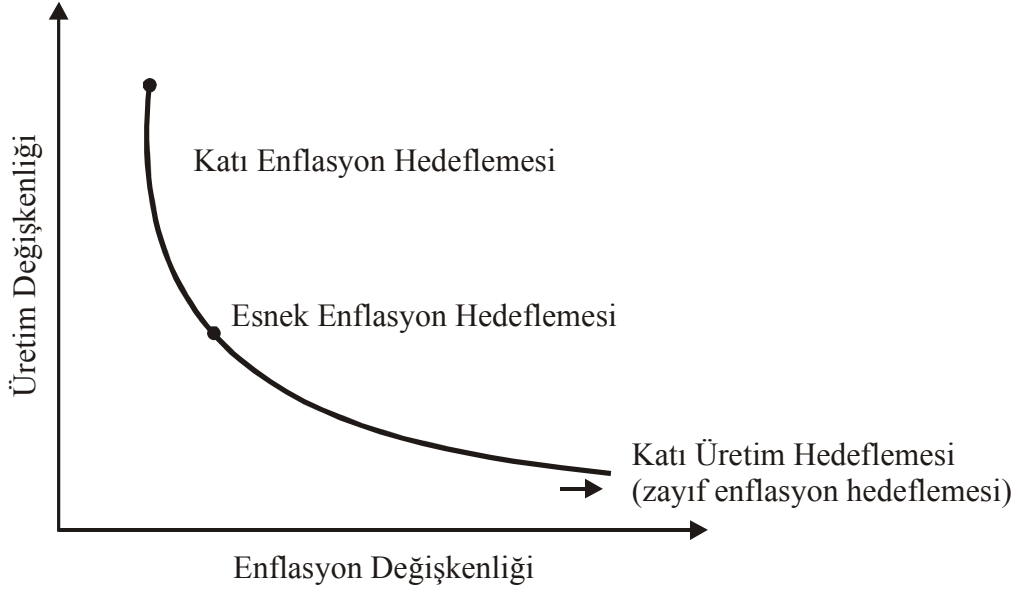
³³ Frederic S.Mishkin, "The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy", **International Finance**, vol 5 no.2, July 2002, p.217



Şekil 10. Merkez Bankasının Tercihleri

Daha önce ele alınan Taylor eğrisi yardımıyla katı ve esnek enflasyon hedeflemesini göstermek mümkündür (Şekil 11). Enflasyon ve üretim değişkenliği eksenlerinin kesiştiği yer, enflasyonun uzun dönem hedef değerine eşit olduğu ve üretim açığının 0 olduğu noktayı temsil etmektedir. Bu nokta, para politikası aktarım mekanizmasının karmaşık doğası ve gecikmelerin varlığı, beklenmeyen şoklar, enflasyonun kontrolündeki güçlükler ve belirsizlik karşısında ulaşılamayacak kombinasyonu göstermektedir. Öte yandan Taylor eğrisi üzerindeki her nokta para politikasının elde edebileceği en etkin ve ulaşılabilir üretim-enflasyon değişkenliği kombinasyonlarının geometrik yerini vermektedir.³⁴

³⁴ Lars E.O.Svensson, "Monetary Policy and Real Stabilization", iç.**Rethinking Stabilization Policy**, FED of Kansas, August 29-31 2002, p.269



Şekil 11. Üretim Değişkenliği ve Enflasyon Değişkenliği Arasındaki Değiş-Tokuş İlişkisi

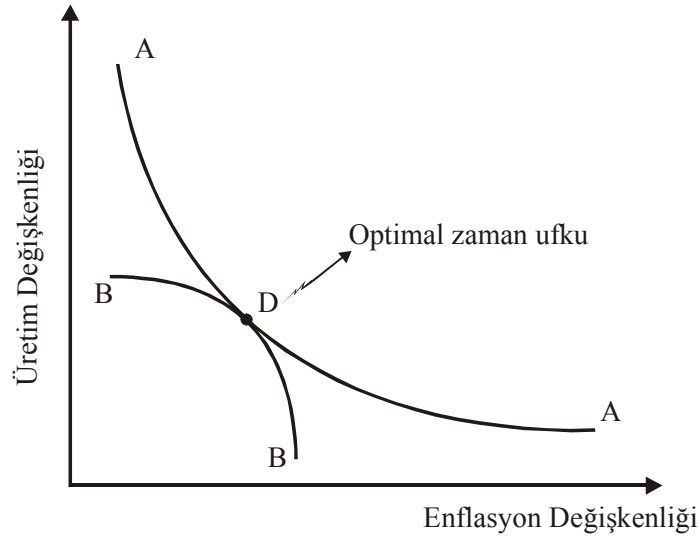
Katı enflasyon hedeflemesini tercih eden bir merkez bankası, esnek enflasyon hedeflemesine göre daha az enflasyon değişkenliğine karşılık daha yüksek üretim değişkenliği elde etmektedir. Zira bu tarz bir merkez bankası enflasyonist baskılara karşılık daha aktivist bir tavır almaktadır. Buna mukabil üretim istikrarına daha fazla ağırlık veren bir merkez bankası düşük bir üretim değişkenliğini daha yüksek enflasyon değişkenliği ile elde etmekte ve bu durumda ekonomi nominal çapasını kaybetme tehlikesi ile karşılaşmaktadır.

Esnek enflasyon hedeflemesi ise iki uç tercih arasında bir dengeyi temsil eder. Merkez bankasının kayıp fonksiyonunda üretim istikrarına belirli bir ağırlık vermesi enflasyon değişkenliğinde bir artışa rağmen üretim değişkenliğini azaltmaktadır. Bu anlamda üretim istikrarına belirli bir ağırlık verilerek enflasyon hedeflemesinin esnek

bir biçimde uygulanması, katı enflasyon hedeflemesine nazaran makroekonomik performansı artırmaktadır.³⁵

Kuşkusuz politika yapıcıların üretim-enflasyon değişkenliği arasında bir değiş-tokuş ile karşılaşmaları durumunda verecekleri tepki, sözkonusu değişkenliklerin toplumsal refah maliyetlerine bağlı olarak oluşmaktadır. Refah maliyetlerinin boyutu ise hedefin zaman ufku ya da dezenflasyonun hızı tarafından tayin edilmektedir. Kısa vadeli bir hedef ufku- daha hızlı bir dezenflasyon- enflasyonun hedef değerinden sapması durumunda oluşan kayıpları azaltırken üretimi daha fazla istikrarsız kılacaktır (vice versa).

Bu durumda üretim-enflasyon değişkenliğinin azaltılabilmesi için optimal hedef ufkunun belirlenmesi gerekmektedir. Geometrik olarak optimal hedef ufku Taylor eğrisi ile farklı üretim-enflasyon değişkenliği kombinasyonlarında aynı toplumsal refah kaybını veren farksızlık eğrilerinin kesiştiği noktada saptanacaktır (Şekil 12 D noktası).³⁶



Şekil 12. Merkez Bankasının Tercihlerine Bağlı Olarak Optimal Zaman Ufku

³⁵ Guy Debelle, “Inflation Targeting and Output Stabilization”, **Reserve Bank of Australia Discussion Paper** No.08, 1999, p.8 ve Svensson, “Monetary Policy and Real

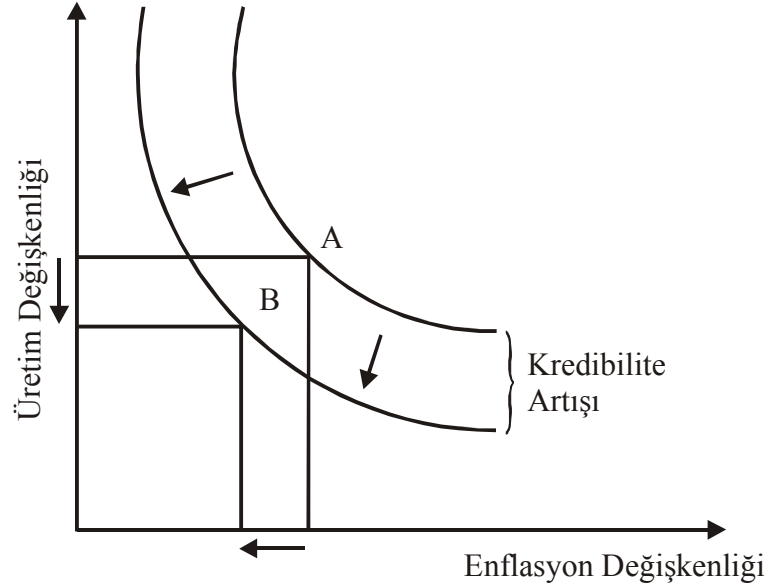
³⁶ Andrew Haldane, “Designing Inflation Targets”, iç.**Monetary Policy and Inflation Targeting**, p. 95

iii. Enflasyon Hedeflemesi ve Kredibilite

Merkez bankasının kayıp fonksiyonunda üretim istikrarına verilecek uygun ağırlığın belirlenmesinde bir diğer deyişle üretim-enflasyon değişkenliğinin toplumsal refah açısından uygun bir düzeyde gerçekleşmesinde önemli bir nokta enflasyon beklentilerinin uzun dönem enflasyon hedefi doğrultusunda oluşturulması ve bu bağlamda para politikasının kredibilitesidir. Taylor eğrisinde orijine doğru bir azalma dolayısıyla enflasyon değişkenliğinde bir azalmanın daha az üretim değişkenliği sağlanarak elde edilmesi merkez bankasının politika aksiyonlarının kredibilitesine bağlı olarak gerçekleşmektedir.³⁷

Enflasyon hedefinin olduğu durumda, hedefin kredibilitesi özel kesimin enflasyon beklentileriyle enflasyon hedefi arasındaki fark olarak ölçülmektedir. Özel kesimin ücret ve fiyat sözleşmeleri geleceğe yönelik enflasyon beklentilerinden güçlü bir biçimde etkilenmektedir. Enflasyon beklentilerindeki değişimler hem para politikasının geçmiş performansını içermeleri hem de reel faiz oranlarını (ve açık ekonomide döviz kurlarını) etkilemeleri sebebiyle enflasyon ve üretimde dalgalanmalara yol açabilir. (beklentiler kanalı) Bu anlamda beklentilerdeki volatilitenin artması temel politika enstrümanını istikrarsızlaştırarak (instrument instability) üretimde dalgalanmalara yol açmak suretiyle Taylor eğrisini sağ yukarıya doğru kaydırabilir (Şekil 13).

³⁷ DeBelle, “Inflation Targeting and.....”, p.9 ve Svensson, “Monetary Policy and Real,”, p.271



Şekil 13. Üretim Değişkenliği-Enflasyon Değişkenliği Değiş-Tokuş İlişkisi ve Para Politikasının Kredibilitesi

Bunun karşısında enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefi ile uyumlu olması Taylor eğrisini sol aşağıya doğru kaydıracaktır (Şekil 12). Zira enflasyon hedefi ile uyumlu beklentiler fiili enflasyonun hedef enflasyona doğru yol almasında güçlü bir eğilimi ve aynı zamanda para politikasının daha az aktivist kullanımını temin etmektedir. Bu anlamda faiz oranları ve üretimde de daha az dalgalanma gerçekleşecektir.

Esas olarak başlangıç enflasyonunun yüksek olduğu ve belirli bir dezenflasyon sürecinin gerektiği durumda enflasyon beklentileri yüksek ve kredibilite düşüktür. Bu sebeple yeni oluşturulmuş bir enflasyon hedefleme stratejisi söz konusu olduğunda merkez bankası kayıp fonksiyonunda enflasyona daha fazla ağırlık vererek hızlı bir biçimde dezenflasyonu gerçekleştirmek suretiyle katı bir enflasyon hedeflemesi uygulayabilir (Şekil 13 A noktası).

Dezenflasyon sürecinin ilerleyen aşamalarında merkez bankasının kredibilitesini inşa etmesi enflasyon değişkenliğinde veri bir azalmayı daha az üretim değişkenliği ile elde edeceği B noktasına yönelmesini ve para politikasını daha esnek bir biçimde kullanabilmesini sağlamaktadır. Bunun yanında bir kez enflasyon hedefinin kredibilitesi sağlandığında, fiyat istikrarından geçici (transitory) sapmalar iktisadi ajanlar tarafından

sürekli sapma olarak algılanmayacaktır. Haliyle düşük enflasyona yönelik kredibilitenin sağlanmasının ardından merkez bankası faiz oranlarının istikrarına (interest rate smoothing) daha fazla ağırlık verebilecektir.³⁸

Merkez bankasının kayıp fonksiyonunda üretim istikrarına verilecek uygun ağırlık düzeyinin ne olduğu yönündeki tartışmaların bir boyutunu, özellikle zaman tutarsızlığı ve kredibilite sorunları oluşturmaktadır. V. Gaspar ve F. Smets, üretim-enflasyon değişkenliği arasında bir değiş-tokuş olsa bile, üretimi potansiyel üretim etrafında istikrarlı kılmaya yönelik para politikalarının istikrar eğilimi (stabilization bias) taşıyacağı sebebiyle enflasyon değişkenliğinin artacağını ortaya koymaktadırlar. Bu bağlamda çözüm olarak Rogoff tipi muhafazakar bir merkez bankasının üretime daha az ağırlık vererek fiyat istikrarını daha öncelikli olarak gerçekleştirmesi önerilmektedir.³⁹

Bunun yanında üretim açığının ölçülmesi yönündeki güçlükler ve Svensson modelinin ilk eşitliğinde yer alan y_t nin yeterince açık olmaması ve geleneksel üretim açığı ölçümlerinden farklı olması, üretim istikrarına verilecek ağırlık hususunda belirsizlik yaratmaktadır. Üretim istikrarına daha fazla ağırlık verilmesiyle, iktisadi ajanların merkez bankasının üretimin potansiyel üretimin altına düşmesini telafi edeceği yönünde oluşabilecek bekleyişler, ücret-fiyat artışlarına neden olarak enflasyon oranının daha yüksekte oluşmasına ve kredibilite kaybına neden olabilir. Bu sebeplerle, para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğunun belirli bir yasal çerçeveye oturtulması gerekmektedir.⁴⁰

Buna mukabil, esnek enflasyon hedeflemesi uygulaması çerçevesinde, üretim istikrarına belirli bir ağırlık vererek daha olumlu enflasyon performansının elde edildiği yönünde gerek akademisyen-iktisatçılar gerekse merkez bankacılar arasında geniş bir uzlaşma sözkonusudur. Üretim açığının aynı zamanda gelecek enflasyonun bir belirleyicisi olması da katı enflasyon hedeflemesine nazaran esnek enflasyon

³⁸ Debelle, "Inflation Targeting and.....", p.9 ve Svensson, "Monetary Policy and Real", p.272

³⁹ Vitor Gaspar and Frank Smets, "Monetary Policy, Price Stability and Output Gap Stabilization", **International Finance**, vol 5 no.2, July 2002, p. 198

⁴⁰ Mishkin, "The Role of Output Stabilization in the Conduct.....", pp.217-218

hedeflemesinin performansını artırmaktadır. Ayrıca merkez bankaları enflasyon hedeflemesinin operasyonel karakteristikleri dahilinde (hedefin rakamsal ya da band olarak belirlenmesi, orta vade ufku, fiyat endeksinin niteliği) yukarıda belirtilen sakıncalara çözüm getirebilmektedirler.⁴¹

Bu çerçevede, esnek enflasyon hedeflemesine bağlı olarak üretim istikrarına verilecek ağırlık, temel politika enstrümanı olan faiz oranlarının düzeyi ve hedefleme sürecinde dezenflasyonun hızını tayin etmektedir.

b. Açık Ekonomi Enflasyon Hedeflemesi

Dışa açık bir ekonomide enflasyon hedeflemesinin incelenmesi, merkez bankasının fiyat istikrarı ve üretim istikrarı tercihinin yanı sıra döviz kurunun da analize dahil edilmesini gerektirmektedir.

Burada önemli olan, merkez bankasının politika aksiyonlarında kur istikrarına ne kadar ağırlık verdiği ve buna bağlı olarak döviz kurundaki dalgalanmalara katı ve esnek enflasyon hedeflemesi çerçevesinde temel politika enstrümanı aracılığıyla nasıl tepkide bulunduğudır. Açık ekonomi koşullarında döviz kurundaki değişmelerin enflasyon hedeflemesi açısından önemi üç yönden ele alınmaktadır:⁴²

İlk olarak, döviz kuru para politikası aktarım mekanizmasının önemli bir unsurunu oluşturmaktadır. Reel döviz kuru, yurtiçi ve yurtdışında üretilen malların nispi fiyatlarını belirlemek suretiyle yurtiçi mallara olan iç ve dış talebi ve dolaylı olarak ta enflasyonu etkiler. Bunun yanında döviz kurunun enflasyon üzerindeki doğrudan etkisi, TÜFE içinde yer alan ithal mallarının ulusal para cinsinden fiyatlarını etkilemek suretiyle ortaya çıkmaktadır. Doğrudan etki toplam talep üzerindeki dolaylı etkiye nazaran daha kısa bir gecikme ile oluşur. Öte yandan döviz kurundaki değişmeler üretimde kullanılan çeşitli ara mallarının ulusal para cinsinden fiyatları ve tüketici

⁴¹ John H. Green, “Inflation Targeting: Theory and Policy Implications”, **IMF Staff Papers**, vol. 43 No.4, December 1996, p.794, Svensson, “Monetary Policy and Real

⁴² Lars E. O. Svensson, “Open Economy Inflation Targeting”, **Journal of International Economics**, Volume 50, Issue 1, February 2000, p.158

fiyatlarındaki değişmeye bağlı olarak nominal ücretleri de etkileyerek toplam arz aracılığıyla da dolaylı olarak enflasyonu etkilemektedir.

İkinci olarak, döviz kuru bizatihi kendisi bir varlık fiyatı olduğundan, iktisadi ajanların bekleyişlerini ve para politikasının ileriye yönelik doğasını yansıtmaktadır. Politika yapıcılar, iktisadi ajanların para politikasında meydana gelen değişmelere yönelik bekleyişlerini hemen döviz kuruna yansıtmaları ve bunun da gelecek enflasyonu etkilemesi nedeniyle, kur değişmelerini dikkate almak durumundadırlar.

Üçüncü olarak, döviz kuru yurtiçi ve yurtdışı faiz oranı farklılıklarını yansıtmamanın yanı sıra dış şokların ekonomiye aktarımında ve enflasyon üzerindeki etkilerinin ortaya çıkmasında tayin edici rol oynamaktadır. Bunun yanında, yabancı yatırımcıların enflasyon hedefinin kredibilitesi ve borç stoğunun sürdürülebilirliği gibi ülke içi faktörlere yönelik bekleyişleri ve risk primleri döviz kuru tarafından sinyallenir. Bu anlamda döviz kuru para politikası temel enstrümanındaki değişmeleri ve ekonomiyi vuran dış şokları belirlediğinden, kur istikrarı açık ekonomide enflasyon hedeflemesinin önemli bir boyutunu oluşturmaktadır.

Ball (1998, 2000) ve Svensson (2000) tarafından geliştirilen modeller⁴³ dahilinde açık ekonomi enflasyon hedeflemesi üç eşitliğe bağlı olarak ele alınmaktadır:

$$y_t = \phi y_{t-1} - \beta_{t-1} - \alpha e_{t-1} + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$\pi_t = \pi_{t-1} + \delta y_{t-1} - \gamma \Delta e_t + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$\Delta e_t = r_t - r^* + \varepsilon_3 \quad (3)$$

Modelde y üretim açığını, r reel faiz oranını, e reel döviz kurunu (daha yüksek e kurdaki değer artışını temsil etmektedir) ve π de enflasyonu göstermektedir. ε_1 , ε_2 , ve ε_3 , ise şokları temsil etmektedir. Tüm değişkenler denge değerlerinden sapmalar dahilinde tanımlanmakta ve tüm katsayılar pozitif değer almaktadır.

⁴³ Laurence Ball, "Policy Rules for Open Economies", **NBER Working Paper**, No.6760, October 1998, p. 3

Açık ekonomide toplam talebi (IS) oluşturan ilk eşitlikte üretim, reel faiz oranı ile reel döviz kurundaki gecikmelere ve talep şokuna bağlıdır. Döviz kurundaki değer kaybı net ihracattaki artış aracılığıyla üretimde tek dönemlik gecikme ile artış sağlamaktadır.

İkinci eşitlik açık ekonomide toplam arzı (Phillips Eğrisi) temsil etmektedir. Enflasyondaki değişme (π_t), üretim ve döviz kurundaki değişmelere bağlıdır. Öte yandan döviz kurundaki değişmelerin TÜFE içinde yer alan ithal malları fiyatlarına tam olarak yansıdığı (complete pass-through) kabul edilmektedir.

Üçüncü eşitlik faiz oranı ve döviz kuru arasında ilişki kurmaktadır. (faiz paritesi koşulu) Faiz oranlarındaki yükselme, sermaye girişlerini teşvik etmekte ve döviz kuru değerlenmektedir. Döviz kurunun yabancı yatırımcıların bekleyişleri, yurtdışı faiz oranları gibi belirleyicileri ε_3 tarafından içerilmektedir.

Modelin temel özelliği, politika aksiyonlarının enflasyonu iki kanaldan etkilemesidir. Sıkı para politikası üretimi ve enflasyonu Phillips eğrisi aracılığıyla dolaylı olarak azaltmanın yanı sıra kurdaki değerlenmeyle enflasyonu doğrudan düşürmektedir. İlk ve üçüncü eşitlikteki gecikmeler ilk kanalın tek dönemlik gecikme ile çalışmasını temsil eder: para politikasının sıkılaşması r ve e 'yi aynı anda yükseltmekte ancak sözkonusu değişkenlerin üretimi etkilemesi için tek dönem ve üretimin enflasyonu etkilemesi için de tek dönem daha geçmesi gerekmektedir. Ancak döviz kuru değişmelerinin enflasyon üzerindeki doğrudan etkisi tek dönemlik gecikme ile olmaktadır. Bu anlamda kurdaki değişmelerin doğrudan enflasyona etkisi en hızlı çalışan kanalı temsil etmektedir.⁴⁴

i. Yurtiçi Enflasyon- TÜFE Hedeflemesi Tercih

Açık ekonomi enflasyon hedeflemesi modeli çerçevesinde merkez bankası, önceki kısımda verilen standart reaksiyon fonksiyonundan hareketle, enflasyonun uzun dönem hedef değerinden, üretim açığının ise potansiyel üretim düzeyinden sapmalarını minimize edecek şekilde temel politika enstrümanını ayarlayacaktır. Ancak açık

⁴⁴ Ball, "Policy Rules for Open...", p. 4

ekonomi koşullarında, döviz kuru değişmelerinin katı-esnek enflasyon hedeflemesi ve dolayısıyla yurtiçi enflasyon-Tüfe hedeflemesi tercihini ve bu tercihin üretim-enflasyon değişkenliği arasındaki değiş-tokuş ilişkisini nasıl etkilediğini ortaya koymak gerekmektedir.

Döviz kurundaki değişmelerin üretim-enflasyon değişkenliği arasındaki değiş-tokuş ilişkisi açısından önemi, öncelikle kur değişmelerinin ekonominin farklı sektörlerini farklı düzeylerde etkilemesinden kaynaklanır. Yukarıdaki modelde, döviz kurunun doğrudan işleyen kanalı enflasyon üzerindeki etkisini hızlı bir biçimde gösterdiğinden, faiz oranlarında kurdaki dalgalanmaların enflasyon üzerindeki etkisini elimine edecek düzeyde bir değişme ve dolayısıyla üretimde ciddi bir değişkenlik sözkonusu olmaktadır.

Esas olarak kur değişmeleri, dış ticarete konu olan malları (traded goods) üreten sektörler ile dış ticareti yapılamayan malları (non-traded goods) üreten sektörleri farklı hızda ve düzeyde etkilemektedir. Bu bağlamda, döviz kuru değişmelerinin dış ticarete konu olan malları üreten sektörleri daha fazla etkilemesi nedeniyle, reaksiyon fonksiyonu içerisinde yer alan enflasyon hedefini tanımlayan endeksin içeriğinin değiştirilmesi ile üretimdeki değişkenliğin azaltılması mümkün olmaktadır.⁴⁵

Enflasyon hedefi, TÜFE cinsinden tanımlandığında, endeks yurt içinde üretilen malların enflasyonu (yurtiçi enflasyon – domestic inflation) ve ithal malların enflasyonu olmak üzere iki kısımdan oluşmaktadır. Reaksiyon fonksiyonu içerisinde yer alan enflasyon hedefinin yurt içinde üretilen malları kapsayan endeks cinsinden tanımlanması sonucunda (domestic inflation targeting-yurt içi enflasyon hedeflemesi), fonksiyon şöyle yazılabilir:

$$L_T = \frac{\left(\pi_t^N - \tilde{\pi}^N \right)^2}{2} + \frac{\lambda y_t^2}{2} \quad (4)$$

⁴⁵ Kai Leitemo, “The Choice of Monetary Policy Regime for Small Open Economies”, iç. **Inflation Targeting and Monetary Policy**, Kai Leitemo, Norges Bank Doctoral Dissertation in Economics, No.2, 2002, pp.4-5

Bu durumda üretimdeki değişkenliğin azalması, yukarıdaki modelin üçüncü eşitliğinden hareketle incelenebilir. Ülkenin uyguladığı iktisat politikalarına olan olası bir güven kaybı sonucunda yoğun bir kısa vadeli sermaye çıkışı yaşanması (ϵ_3 'te bir azalma) nominal döviz kurunun değer kaybına yol açacaktır. Kurdaki değer kaybının hemen görülen etkisi, ithal malları fiyatlarının yükselmesidir. Bunun yanında dış ticarete konu olmayan malları üreten sektörler üretim süreçlerinde ithal ara malı girdi kullanıyorlarsa, sözkonusu sektörlerde de enflasyonist baskı yaşanacak ve fiyatlar yükselecektir.

Eğer TÜFE enflasyonu hedefleniyorsa kısa vadeli faiz oranlarında kurdaki değer kaybını telafi edecek bir yükselme ve üretim değişkenliğinde bir artış yaşanacaktır. Tersine, merkez bankası yurtiçi enflasyonu hedefliyorsa, faiz oranları daha az miktarda artarak uyum gösterecek ve hem üretim hem de yurtiçi enflasyonda daha az değişkenlik yaşanacaktır. Ancak yurtiçi enflasyon ve üretim değişkenliğindeki azalış karşısında reel döviz kuru ve TÜFE'nin daha fazla dalgalanma göstermesi sözkonusu olmaktadır.⁴⁶

Bu analize bağlı olarak TÜFE hedeflemesi ile yurtiçi enflasyon hedeflemesi üretim enflasyon değişkenliği açısından bir seçimi doğurmaktadır. Enflasyon değişkenliğinde döviz kuru kökenli artışlara tepki verilmesi üretim değişkenliğini, kurdaki değişimleri dikkate almamak enflasyon değişkenliğini artırmaktadır.⁴⁷

Clarida, Gali ve Gertler yurtiçi enflasyon hedeflemesinin TÜFE hedeflemesine nazaran tercih edilmesini, TÜFE hedeflemesi sözkonusu olduğunda reel döviz kurunda nispi fiyatların ayarlanması için gerekli olan esnekliğin sağlanamamasına bağlı olarak açıklamaktadır. Yurtiçi enflasyon hedeflemesi nispi fiyatların üretimi potansiyel üretim düzeyi etrafında tutmasını sağlayacak şekilde reel döviz kurunda esnekliğe imkan

⁴⁶ Pierre Richard Agenor, "Monetary Policy Under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting", iç. **10 Years of Inflation Targeting: Designs, Performance and Challenges**, p.18

⁴⁷ Guy Debelle and J.Wilkinson, " Inflation Targeting and the Inflation Process: Some Lessons from an Open Economy", **Reserve Bank of Australia Discussion Paper**, No.1, 2002, p.4

vermektedir. Bu anlamda döviz kurunda ve TÜFE’de dalgalanma olsa bile üretim istikrarı sağlanmaktadır.⁴⁸

Esas olarak TÜFE ve yurt içi enflasyon hedeflemesi arasındaki tercihi ve buna bağlı olarak temel politika enstrümanının ne kadar agresif kullanılacağını- katı veya esnek hedefleme tercihini - belirleyen temel faktörler, ekonominin dışa açıklığı ve ekonomiye vuran şokların doğasıdır. Ekonominin dışa açıklık derecesi IS eğrisinin yapısal parametrelerini etkilemektedir. Ekonomiye vuran şokların kalıcı (persistence) ya da geçici olması ise para politikasının ileriye yönelik doğası dahilinde geleceğe yönelik enflasyon beklentilerini tayin etmektedir. Bu faktörlere bağlı olarak katı-esnek yurt içi enflasyon hedeflemesi ile katı – esnek TÜFE hedeflemeleri farklı performans sergilemektedir.⁴⁹

Yurtiçi enflasyon hedeflemesi durumunda ekonomi döviz kuruna yönelik şoklardan ziyade arz veya talep şoklarıyla karşılaştığında, faiz oranlarında önemli düzeyde ayarlamalar gerekmekte ve döviz kuru ve TÜFE enflasyonunda büyük dalgalanmalar yaşanmaktadır. Dolayısıyla TÜFE enflasyonunu hedeflemek döviz kuru şoklarının telafisi için faiz oranları ve üretimde ciddi değişkenlikler yaratırken, yurtiçi enflasyonu hedeflemek arz ve talep şoklarını telafi etmek için döviz kurunda ciddi dalgalanmaları gündeme getirmektedir.⁵⁰

Svensson’un çalışmasına göre esnek yurtiçi enflasyon hedeflemesi katı yurtiçi enflasyon hedeflemesine nazaran yurtiçi ve TÜFE enflasyonunda daha fazla değişkenliğe yol açmasına rağmen üretimde daha az değişkenlik doğurmaktadır. Ancak

⁴⁸ Richard Clarida, Jordi Gali and M. Gertler, “ Optimal Monetary Policy in Open versus Closed Economies: An Integrated Approach”, **The American Economic Review**, vol.91, No.2, May 2001, p. 249 Bu argüman enflasyon hedeflemesinin esnek döviz kuru rejimi ile birlikte uygulanması gerektiğini ileri süren görüşlerin temelini oluşturmaktadır. Esas olarak enflasyon hedeflemesine hangi kur rejiminin uygun olduğu konusu, tartışmalara konu olmaktadır.Bu tartışmaların özellikle küçük ve dışa açık ekonomilerde enflasyon hedeflemesinin uygulanması açısından önemli politika yansımalarına ileride değinilecektir.

⁴⁹ Alfred V. Guender, “Optimal Discretionary Monetary Policy in the Open Economy: Choosing between CPI and Domestic Inflation as Target Variables”, **Bank of Finland Discussion Paper** No.12, 2003, pp.8-9

⁵⁰ Agenor, “Monetary Policy Under Flexible.....”, p.19

bu durumda reel döviz kuru ve reel faiz oranı daha yüksek değişkenlik göstermektedir. Buna mukabil, Svensson, esnek TÜFE hedeflemesinin katı TÜFE hedeflemesine nazaran TÜFE’de daha fazla değişkenlik doğurmasına karşın yurtiçi enflasyon, üretim açığı, reel döviz kuru ve reel faiz oranını daha istikrarlı kılması nedeniyle diğer stratejilere nazaran tercih edilmesi gerektiği sonucuna ulaşmaktadır.⁵¹

Ekonomiyi vuran şokların geçici olması durumunda ise esnek yurtiçi enflasyon hedeflemesi esnek TÜFE hedeflemesine nazaran daha olumlu performans sergilemektedir. Şokların kalıcı olması durumunda esnek TÜFE hedeflemesi, esnek yurtiçi enflasyon hedeflemesine nazaran üretimi daha fazla istikrarlı kılmaktadır. Bu bağlamda optimal politikanın temel niteliğinin fiyat istikrarını üretimde ciddi değişkenliklere yol açmadan sağlamak olduğu hatırlandığında, esnek TÜFE hedeflemesinin tercih edilme nedeni üretim istikrarında sağlanan başarılı performanstır.⁵²

Kuşkusuz, ekonomide uygulanan kur rejiminin de şokların üretim-enflasyon değişkenliği üzerindeki etkilerini belirleyici niteliği bulunmaktadır. Teorik olarak, enflasyon hedeflemesi fiyat istikrarını öncelikli amaç edindiğinden kur istikrarına öncelik veren sabit kur rejiminin enflasyon hedefiyle birlikte uygulanması mümkün değildir. Parrado’nun çalışmasında ekonomiyi vuran şokların reel kökenli ve dış kaynaklı olması durumunda esnek döviz kurları, nominal şoklar sözkonusu olduğunda ise yönetimli dalgalanma (managed floating) rejiminin tercih edilmesi gerektiği ortaya konmaktadır. Esnek kur rejimi altında yurtiçi faiz oranları ile yurt dışı faiz oranları arasındaki bağ koptuğundan dış kaynaklı şoklar döviz kurunda değer kaybı yaratmakta ve TÜFE enflasyonu üzerinde etkide bulunmaktadır. Öte yandan üretim değişkenliği esnek kur rejiminde yönetimli dalgalanmaya nazaran daha azdır zira şoka uyum TÜFE ile değil hızlı bir biçimde nominal kurdaki değer kaybı ile gerçekleşmektedir.⁵³

⁵¹ Svensson, “Open Economy.....”, p. 180

⁵² Guender, ““Optimal Discretionary Monetary....”, p. 51

⁵³ Eric Parrado, “Inflation Targeting and Exchange Rate Rules in an Open Economy”, **IMF Working Paper** No.21, February 2004, p.21

ii. Döviz Kuru Değişmelerinin Üretim-Enflasyon Değişkenliği Üzerindeki Etkisi

Kapalı ekonomi koşullarında, merkez bankası talep şoklarını faiz oranlarını yükseltmek suretiyle üretim ve enflasyonu etkilemeksizin ortadan kaldırmaktadır. Ancak açık ekonomi koşulları söz konusu olduğunda talepte meydana gelen bir şok faiz oranlarını yükseltmek suretiyle giderilememektedir. Zira faiz oranlarındaki yükseliş, döviz kuru aracılığıyla enflasyon üzerinde etkide bulunmaktadır. Dolayısıyla açık ekonomi koşullarında sadece arz şokları sonucunda değil talep şokları ve döviz kuru dalgalanmaları sonucunda da üretim-enflasyon değişkenliği ile karşılaşmaktadır.⁵⁴

Buna bağlı olarak, döviz kuru değişimleri karşısında, temel politika enstrümanının ne yönde ve hangi büyüklükte tepki vereceği hususu, kurlardaki değişimin enflasyona yansımaya derecesine (exchange rate pass-through) bağlıdır.⁵⁵ Açık ekonomi enflasyon hedeflemesi modelinde kur değişmelerinin enflasyona tam olarak yansıdığına dair varsayımın yumuşatılması hem üretim-enflasyon değişkenliği hem de optimal politikaların dizaynı açısından önemli sonuçları beraberinde getirdiğinden üzerinde durmayı gerektirmektedir.

Tam yansımaya varsayımının yumuşatılması iki önemli etkiyi beraberinde getirir. İlk olarak, yansımaya derecesi azaldıkça TÜFE enflasyonunun nominal döviz kuruna yönelik şoklardan etkilenme derecesi azalmaktadır. Zira yansımaya derecesinin azalması döviz kuru kanalının etkinliğini azaltmakta ve ekonomi talep şokları ve döviz kuru dalgalanmaları sonucunda üretim-enflasyon değişkenliği açısından daha düşük bir değiş tokuş ilişkisi ile karşılaşmaktadır. Buna bağlı ve ikinci olarak, TÜFE enflasyonu döviz

⁵⁴ Malin Adolfson, "Monetary Policy with Incomplete Exchange Rate Pass-Through", **Sveriges Riksbank Working Paper** No. 127, 2001, p.23

⁵⁵ Giancarlo Corsetti and P.Pesenti, "International Dimensions of Optimal Monetary Policy", **NBER Working Paper** No. 8230, April 2001, p. 3 Bir ülkenin ulusal parasının değer kaybı ithal malları fiyatlarında yükselmeyi beraberinde getirmektedir. Eğer kurdaki değer kaybının büyüklüğü ile ithal malları fiyatlarındaki değişim aynı ise tam (complete) yansımaya, aynı değilse eksik (incomplete) ya da düşük yansımaya sözkonusudur. Yeni açık ekonomi makroekonomisi literatürü yansımaya derecesindeki düşüklüğü mikroekonomik açıdan eksik rekabetin hakim olduğu piyasalarda farklı fiyatlandırma stratejileri ve nominal rijitliklere bağlı olarak açıklamaktadır. Makroekonomik düzeyde ise mikroekonomik temeller ile para politikası ve farklı enflasyon ortamlarının ilişkisi üzerinde durulmaktadır.

kuru kanalı tarafından doğrudan etkilendiğinden para politikasının TÜFE enflasyonunu kısa vadede istikrarlı kılma yeteneği azalmaktadır.⁵⁶

Öte yandan düşük yansımaya derecesi, nispi fiyatların üretimi potansiyel üretim düzeyi etrafında tutabilmesi için döviz kurunda büyük ölçekli dalgalanmaları gerektirmektedir. Bunun temel nedeni, yansımaya derecesinin ekonomiyi vuran şokların yanı sıra, ithal malları fiyatlarındaki nominal rijitlik derecesine bağlı olmasıdır. Döviz kuru değiştiğinde ithal malların ulusal para cinsinden fiyatları, nominal rijitlikler sebebiyle kurdaki değişmeyi tam olarak yansıtamadığından, nominal rijitlik derecesi arttıkça döviz kuru değişmelerinin ekonomiye yansımaya derecesi azalmakta buna mukabil döviz kuru dalgalanmaları daha fazla olmaktadır.⁵⁷

İthal malları fiyatlarındaki nominal rijitlik, sadece nominal döviz kurunu etkileyen dış kaynaklı şoklara değil (ϵ_3), diğer şoklara da (ϵ_1 , ϵ_2) cevap verilmesini beraberinde getirmektedir. Bu anlamda sadece yurtiçi enflasyon hedeflense dahi ithal malları enflasyonu ve zımni olarak nominal döviz kurunun da istikrarlı kılınması gerekir. Öte yandan ithal malları fiyatlarındaki nominal rijitlik, düşük yansımaya derecesinin döviz kuru kanalının etkinliğini azaltması nedeniyle şoklara uyumun öncelikli olarak toplam talebi etkileyen faiz oranı kanalı aracılığıyla gerçekleşmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla yansımaya derecesi faiz oranlarındaki ayarlamaların büyüklüğünü tayin etmektedir.⁵⁸

Bu çerçevede, döviz kuru değişmelerinin yansımaya derecesi azaldıkça, nominal döviz kurunu etkileyen şokların (risk primi ya da yurt dışı faiz oranlarındaki değişme gibi) üretim ve enflasyon üzerindeki etkisi daha az olmakta ve faiz oranlarında daha küçük ayarlamalar yapma gereği ortaya çıkmaktadır. Ancak, yansımaya derecesinin azalması yurtiçi kaynaklı talep ve arz şoklarının enflasyon ve üretim üzerindeki etkisini artırmakta ve faiz oranlarında daha fazla ayarlama yapmak gerekmektedir.

⁵⁶ Alessandro Flamini, "Inflation Targeting and Exchange Rate Pass- Through", **HEI Working Paper** No.04, June 2004, p.12

⁵⁷ Adolfson, p. 21

⁵⁸ Frank Smets and R. Wouters, "Openness, Imperfect Exchange Rate pass-through and Monetary Policy", **Journal of Monetary Economics**, Volume 49, Issue 5, July 2002, p. 950

Döviz kuru kanalının etkinliğindeki azalış, üretim-enflasyon değişkenliği arasındaki değiş-tokuş ilişkisi açısından ele alındığında, yansımada derecesindeki azalmalar fiyat istikrarı ve üretim istikrarı arasında daha az çatışmayı beraberinde getirmektedir. Talep şokları ve döviz kuru değişimleri, faiz oranlarında ayarlamalara ve buna bağlı olarak kurda değişimlere neden olsa da, yansımada derecesinin düşüklüğü, faiz oranlarının tepkisinin yansımada derecesi kadar olmamasına ve Taylor eğrisinin orijine daha yakın bir yerde konumlanmasına neden olmaktadır.⁵⁹

Düşük yansımada derecesi ve döviz kuru kanalının etkinliğindeki azalış, TÜFE hedeflemesi ve yurtdışı enflasyon değişkenliğini açısından ele alındığında TÜFE istikrarına verilen ağırlık arttıkça üretim-enflasyon değişkenliğinin arttığı görülmektedir. Bir diğer deyişle katı TÜFE hedeflemesi üretim-enflasyon değişkenliğini olumsuz etkilemektedir. Bu sebeple, tam yansımada derecesi sözkonusu olduğunda TÜFE hedeflemesi, yansımada derecesi azaldıkça yurtdışı enflasyon hedeflemesi daha olumlu performans sergilemektedir.⁶⁰

Açık ekonomi enflasyon hedeflemesinde, döviz kuru değişimlerinin enflasyon üzerindeki etkisinin boyutu ve zamanlaması, gerek para politikasının şoklara optimal tepkiler vermesi gerekse enflasyon tahmininin belirlenmesinde önemli rol oynamaktadır. Esas olarak, döviz kuru değişimlerinin yansımada derecesinin azalması, yüksek enflasyondan düşük enflasyona (fiyat istikrarına) geçiş sürecinde ekonominin yapısal dönüşümüne bağlı olarak gerçekleşiyorsa, politika yapıcılarının sözkonusu değişimi enflasyon tahminlerinde dikkate almaları gerekmektedir. Bu bağlamda yansımada derecesindeki azalmanın dikkate alınmamasına bağlı olarak enflasyon tahmininin doğru yapılamaması para politikasının gereğinden fazla sıkılaşmasına (ya da gevşemesine) neden olabilir.⁶¹

⁵⁹ Adolfson, p. 24

⁶⁰ Flamini, p. 21

⁶¹ Benjamin Hunt and Peter Isard, “ Some Implications for Monetary Policy of Uncertain Exchange rate pass-through”, **IMF Working Paper** No. 25, January 2003, p. 33 Yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş sürecinde iktisadi ajanların beklentileri ve firmaların fiyatlama davranışları döviz kurundaki değişimleri daha az dikkate almaktadır. Bunun temel sebebi, yansımada derecesini tayin eden şokların döviz

iii. Enflasyon Hedeflemesi ve Döviz Kuru İstikrarının Sağlanması: Döviz Kuru-Faiz Oranı İlişkisi

Döviz kuru değişmelerine temel politika enstrümanı ile optimal tepkinin verilmesi, kurdaki değişkenliğin maliyetleri ile kuru istikrarlı kılmanın sakıncaları arasında bir dengenin sağlanmasını gerektirmektedir. Bu bağlamda, yukarıdaki açıklamalar dahilinde kur istikrarına ne kadar ağırlık verileceği - merkez bankası reaksiyon fonksiyonunda kur istikrarına yönelik bir terimin yer alıp almayacağı - ve kur değişmelerine nasıl müdahale edileceği ele alınmalıdır.⁶²

Esas olarak kapalı ekonomi modelinde, üretim açığı potansiyel üretim düzeyi etrafında istikrarlı kılındığında enflasyonist eğilim sözkonusu olmamaktadır. Gaspar ve Smets'in kapalı ekonomi modelinin istikrar eğilimi taşıdığı yönündeki eleştirisi hatırlandığında, iktisadi ajanların beklentilerinin ileriye yönelik doğası nedeniyle, merkez bankasının mevcut para politikası ile sözkonusu beklentileri etkilemek suretiyle istikrar eğilimini ortadan kaldırması mümkündür.⁶³

Woodford, para politikasının belirli bir taahhüt mekanizması (kural) çerçevesinde yürütüldüğü durumun ihtiyari olarak yürütüldüğü duruma göre daha uygun bir üretim-

kuru ve fiyatlar üzerindeki etkisinin düşük enflasyon ortamı ve para politikasının kredibilitesinin inşa edilmesine bağlı olarak azalmasıdır. John B. Taylor, "Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms", **European Economic Review**, Volume 44, Issue 7, June 2000, p.1398

⁶² Reaksiyon fonksiyonu içerisinde enflasyon ve üretim açığından farklı bir değişkenin de yer alması fiyat ve üretim istikrarı açısından doğuracağı refah maliyetlerine bağlı olarak incelenmektedir. Smets and Wouters'e göre, ithal malları fiyatlarındaki nominal rijitliğin doğurduğu refah maliyetlerinin minimize edilmesi reaksiyon fonksiyonu içerisinde döviz kuru terimine yer vermenin temel gerekçesidir.. Smets and Wouters, p.979

⁶³ Para politikasının istikrar eğilimi, taahhüt mekanizması (kural) altında para politikası uygulamalarından elde edilen sonuçlar ile ihtiyari para politikası uygulamasından elde edilen sonuçlar arasındaki farkı ifade etmektedir. Merkez bankası belirli bir kural uyguladığında her dönem yeniden optimizasyona dayalı ihtiyari uygulamaya nazaran beklentileri yönlendirebilmekte ve daha optimal sonuçlar elde etmektedir. Ancak daha önce tartışıldığı gibi esasen merkez bankaları sınırlandırılmış bir ihtiyarilik dahilinde hareket ederler. Merkez bankaları fiyat istikrarına yönelik esnek uygulamaları dahilinde faiz oranlarının istikrarını, üretim, kur istikrarı gibi farklı amaçları alternatif bir reaksiyon fonksiyonu oluşturmak -örneğin üretime toplumsal tercihlerden daha az ağırlık vermek- suretiyle gözetebilirler. Bu bağlamda enflasyon hedefinin zaman ufku genişletmek suretiyle farklı amaçların reaksiyon fonksiyonunda yer almasının doğuracağı istikrar eğilimi azaltılabilmektedir. Kirdan Lees, "The stabilisation problem: The case of New Zealand", **Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper** No.8, November 2003

enflasyon değişkenliği doğurmasından hareketle, reaksiyon fonksiyonu dahilinde her dönem yeniden optimizasyona gidilmesinin ancak farklı bir reaksiyon fonksiyonu oluşturmak suretiyle - reaksiyon fonksiyonu içerisinde faiz oranlarının istikrarına (smoothing term) yönelik bir terim eklenmesiyle - taahhüt mekanizmasının olduğu duruma benzer sonuçlar elde edilebileceğini ileri sürmektedir.⁶⁴

Yukarıda incelendiği üzere açık ekonomi koşullarında enflasyon hedeflemesi, döviz kurundaki değişmeleri gidermek amacıyla faiz oranlarında da ayarlama yapmayı gerektirmekte ve üretim-enflasyon değişkenliğini etkilemektedir. Buna bağlı olarak döviz kuru ve faiz oranı istikrarına yönelik terimlerin eklendiği reaksiyon fonksiyonu şöyle yazılabilir:

$$L_t = \pi_t^2 + \lambda y_t^2 + v_r (r_t - r_{t-1})^2 + \mu (e_t - e_{t-1})^2 \quad (4)$$

Burada, v_r merkez bankasının faiz oranlarını istikrarlı kılma düzeyini tayin eden parametreyi, μ ise kur istikrarına verilen göreliliği temsil etmektedir. Belirtilmesi gereken önemli bir nokta, döviz kuru değişmelerine tepki verilmesinin kuru hedeflemekten farklı bir anlam taşıdığıdır. Kuru hedeflemek incelendiği üzere, döviz kurunu nihai politika amacı olarak değerlendirmeyi gerektirirken, ilkinde önemli olan kur değişmelerinin fiyat istikrarı- enflasyon hedefi açısından taşıdığı enformasyonun faiz oranı ayarlamalarında dikkate alınmasıdır.⁶⁵

Döviz kuru değişmelerinin tam yansımaları durumunda, μ 'nin alacağı değer 0 olacaktır. Yansıma varsayımının yumuşatılması ekonominin dışı açıklığı, yansıma derecesinin düzeyi, işgücü arzının esnekliği gibi faktörlere bağlı olarak pozitif ya da negatif değer alacaktır.

Reaksiyon fonksiyonunda λ ve v_r hem esneklik düzeyini hem de para politikasının optimal istikrarını (inertia) temsil etmektedir. Daha yüksek λ ve v_r , enflasyonun hedef değerine aşamalı olarak ulaşacağını ifade eder. Öte yandan daha az λ , daha yüksek v_r 'yi

⁶⁴ Michael Woodford, "Optimal Monetary Policy Inertia", pp.8-9

⁶⁵ Malin Adolphson, "Implications of Exchange Rate Objectives under Incomplete Exchange Rate pass-through", **Sveriges Riksbank Working Paper** No. 135, June 2002, p.19

gerektirmektedir. v_r 'yi istikrarlı kılma güdüsü artıka λ 'nın görelı ağırlığı azalmaktadır. Bu çerçevede para politikasının istikrar eğilimi, düşük üretim istikrarını amaçlayan (Rogoff tipi) merkez bankası ya da faiz oranlarının istikrarını amaçlayan (Woodford tipi) merkez bankası aracılığıyla azaltılabilmektedir.⁶⁶

Faiz oranlarının istikrarı ile kastedilen, faiz oranı ayarlamalarının belirli bir dönem boyunca düşük düzeylerde ve aynı yönde gerçekleşmesi ve aksi yönde ayarlamaların sık olmamasıdır.⁶⁷

Reaksiyon fonksiyonu içerisinde faiz oranlarının istikrarına yönelik terimin bulunması yönünde üç temel argüman ileri sürülmektedir: İlk olarak, reaksiyon fonksiyonları para politikasının günlük uygulamalarının ele alınmasına imkan vermemektedir. Bu anlamda, gerek enflasyon ve üretim açığına yönelik olası hataları içeren data belirsizliği gerekse ekonominin işleyişi ve aktarım mekanizmalarına yönelik model ve parametre belirsizlikleri faiz oranlarının uygun tepki vermesini engellemektedir.

İkinci olarak, merkez bankalarının esnek uygulamaları çerçevesinde, finansal istikrara verdikleri önemi yansıtmaktadır. Zira faiz oranlarındaki dalgalanmalar, para ve döviz piyasalarının işleyişini olumsuz etkilerken borç stoğunun yüksek olduğu ekonomilerde, sürdürülebilirlik problemlerini gündeme getirmektedir.⁶⁸

Üçüncü olarak, iktisadi ajanların bekleyişlerinin ileriye yönelik doğası nedeniyle faiz oranlarındaki düşük ayarlamalar büyük ayarlamalara nazaran para politikasının kredibilitelerini daha olumlu etkilemektedir. Bu anlamda faiz oranlarının belirli bir dönem boyunca istikrarı, koşullarda olası bir değişme olduğunda merkez bankasının vereceği tepkinin piyasalar tarafından ölçülmesine katkıda bulunmaktadır. Bu argüman aynı zamanda şeffaflık ve iletişimin para politikasının yürütülmesindeki önemine de

⁶⁶ Adolfson, "Implications of Exchange Rate.....", p.23

⁶⁷ Brian Sack and Volker Wieland, "Interest Rate Smoothing and Optimal Monetary Policy: A Review of Recent Empirical Evidence", **Journal of Economics and Business**, Volume 52, Issues 1-2, January-April 2000, pp.209-210

⁶⁸ Sack and Wieland, p.210 ve Gabriel Srou, "Why Do Central Banks Smooth Interest Rates?", **Bank of Canada Working Paper** No.17, October 2001, p. 2

vurgu yapmaktadır. Merkez bankasının faiz oranı ayarlamaları iktisadi ajanlara ekonominin geleceğine yönelik aksiyonları hakkında sinyal işlevi görmektedir.⁶⁹

Woodford, yukarıdaki üç temel argümana bağlı olarak, faiz oranlarının aşamalı olarak ayarlanmasının daha düşük üretim-enflasyon değişkenliği doğuracağını ortaya koymaktadır. Uzun vadeli faiz oranları, piyasaların kısa vadeli faiz oranlarına yönelik beklentilerine bağlı olarak oluştuğundan merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarının gelecekte izleyeceği patikayı aşamalı bir biçimde küçük ve aynı yönde ayarlamalarda bulunmak suretiyle (smooth interest rate adjustments) belirleyebilir. Böylelikle hem uzun vadeli faiz oranlarını hem de beklentileri istikrarlı kılarak para politikasının kredibilitesini sağlayabilmektedir.⁷⁰

Döviz kuru değişimleri ile faiz oranının istikrarı arasındaki ilişki, yukarıda incelendiği üzere, kur değişimlerinin yansımaya derecesi ile kurulmaktadır. Düşük yansımaya derecesi, kur değişimlerinin ithal malları fiyatlarına daha az yansımaya anlamına geldiğinden, döviz kuru uzun dönem dengesine aşamalı olarak ulaşacak ve böylelikle enflasyon üzerinde belirli bir gecikme ile etkide bulunacaktır. Dolayısıyla faiz oranlarının tepkisi daha küçük boyutlarda ve daha istikrarlı bir görünüm sergileyecektir. Bu çerçevede reaksiyon fonksiyonunda v_r parametresi, yansımaya derecesinin azalmasına bağlı olarak daha küçük değerler almakta ve faiz oranları daha istikrarlı kılınmaktadır.⁷¹

Öte yandan, reaksiyon fonksiyonu içerisinde döviz kuru teriminin yer alması, kurun uzun dönem denge değerinden sapmalarının, fiyat istikrarını sağlamak için enflasyonun hedef değerinden sapmalarına benzer şekilde, minimize edilmesini gerektirir. Ancak yansımaya derecesi azaldıkça, kur değişimlerinin enflasyon ve üretim üzerindeki etkisi aşamalı olarak ortaya çıktığından, bizzat döviz kurunun kendisi için bir hedef değeri belirleme gereği ortadan kalkmaktadır. Böyle bir durumda kur istikrarına verilecek pozitif bir ağırlık hem nispi fiyatlarda hem de üretimde

⁶⁹ Srouf, p. 2

⁷⁰ Woodford “Optimal Monetary.....”, p.11

⁷¹ Adolfson, “Implications of Exchange Rate.....”, p.17

dalgalanmalara yol açabilecektir. Dolayısıyla para politikasının istikrar eğilimi faiz oranlarının istikrarına yönelik bir terim eklenmesiyle azaltılabildiğinden, döviz kurunun istikrarı enflasyonun hedeflenmesiyle, örtük olarak sağlanmaktadır.⁷²

Bu çerçevede döviz kuru değişmelerine nasıl tepki verileceği yönündeki argümanlar, gerek döviz kurunun geleceği ile ilgili belirsizliğin uygun politika tepkisi vermeyi engellemesi gerekse faiz oranlarının gelecek enflasyona yönelik olarak istikrarlı bir biçimde kullanımının döviz kurunun istikrarını da sağlaması nedeniyle, merkez bankalarının kur değişmelerine müdahale etmemesi yönündedir.⁷³ Burada üzerinde önemle durulan husus döviz kuru değişmelerinin kökeninin ne olduğu ve iktisadi ajanların para politikasının geleceğine ilişkin beklentilerine bağlı olarak enflasyon hedefinin kredibilitesidir.⁷⁴

Döviz kuru değişmelerinin verimlilik artışları, cari işlemler dengesi gibi ekonominin temellerinde (fundamentals) meydana gelen değişmeleri mi yoksa beklentiler ya da toplam talepteki değişmeler gibi parasal faktörlerdeki değişmeleri mi yansıttığı uygun politika tepkisinin verilmesinde belirleyici olmaktadır. Şayet, döviz kurundaki değişmelerin kaynağında parasal faktörler bulunuyorsa ve/veya beklentiler henüz hedef doğrultusunda oluşmamışsa döviz kurunun kısa vadede enflasyon üzerindeki ilk derece (first order effects) etkilerini bertaraf etmek gerekmektedir.

Bununla birlikte, döviz kuru değişmeleri ekonominin temellerinde bir değişmeyi yansıtıyorsa ve/veya beklentiler enflasyon hedefi doğrultusunda oluşmuşsa, döviz kurundaki değişmelerin nispi fiyatları ayarlamasına orta vadede fiyat istikrarını tehdit etmediği müddetçe- ikinci derece etkiler doğmadan- tepki verilmemelidir. Zira kurdaki değişmelerin gerçekten gelecek enflasyon açısından bir tehdit oluşturduğunun anlaşılmasından önce olası bir politika tepkisi enflasyon üzerinde olumsuz etkide bulunabilir. Dolayısıyla, fiyat istikrarı sürecinde yol alan bir merkez bankası, enflasyon

⁷² Svensson, “Monetary Policy and Real,”, p. 272

⁷³ Clarida, Gali and Gertler, “ Optimal Monetary Policy in Open.....”, p.250 ve Kai Leitemo and Ulf Söderström, “Simple Monetary Policy Rules under Exchange Rate Uncertainty”, **Sveriges Riksbank Working Paper** No.122, June 2001, p.23

⁷⁴ Ball, “Policy Rules and External.....”, p.5 ve Debelle and Wilkinson, p. 6

hedeflemesinin erken aşamalarında kurdaki değişmelerin doğrudan etkilerine daha kısa vadeli tepkiler verirken, bekleyişler enflasyon hedefine uygun bir biçimde oluştukça kur değişmelerinin dolaylı etkilerine ve orta vadede fiyat istikrarı için ne anlam ifade ettiğine yönelik olarak politika tepkileri verecektir.⁷⁵

Svensson, orta vadeye odaklanmış esnek enflasyon hedeflemesinin, aşamalı bir biçimde uygulanması ve daha az aktivist olması nedeniyle, faiz oranlarında daha az sıklıkla ayarlamaya yol açtığını ve bu anlamda kur dalgalanmalarının da azalacağını vurgulamaktadır. Dolayısıyla, ileriye yönelik bekleyişlerin enflasyon hedefi doğrultusunda oluşması ve para politikasının kredibilitesindeki artış, döviz kurundaki geçici dalgalanmaları kendi dinamiği içerisinde elimine edebilmektedir. Bu yönüyle orta vadede fiyat istikrarını tehlikeye atmadığı müddetçe ve herhangi bir finansal kriz ortamı yaşanmadıkça para politikasının döviz kurundaki hareketlere herhangi bir tepki vermemesi ve kur değişmeleri ile yaşamayı bilmesi beklenmektedir.⁷⁶

Tüm bu açıklamalar ışığında açık ekonomi enflasyon hedeflemesi, enflasyon hedefinin ne tür bir fiyat endeksi cinsinden tanımlanacağı hakkında stratejinin operasyonel karakteristikleri ile bağ kurmaktadır. Bunun yanında döviz kuru için kendi dinamikleri içerisinde örtük bir istikrarı barındırmakta ve fiyat istikrarı amacı tehlikeye düşmedikçe para politikasının herhangi bir tepki vermemesini öngörmektedir. Bunun temel nedeni merkez bankasının kura yönelik politika tepkilerinin, para politikası için döviz kurunun uzun dönem bir denge hedef değeri olduğu yönünde meydana gelebilecek algılamaların fiyat istikrarı amacının önceliğini ve enflasyon hedefinin

⁷⁵ Adrian Orr, Alasdair Scott and B.White, “The Exchange Rate and Inflation Targeting”, **Reserve Bank of New Zealand Bulletin**, vol.61 No.3, September 1998, pp.189-190

⁷⁶ Svensson, “Monetary Policy and Real”, p. 272 Nitekim döviz kurundaki değişmelerin kökenini ve uygun politika tepkisinin zamanını tayin etmek ve kurun bizi kendisinin bir varlık fiyatı olması nedeniyle dalgalanmalarını ortadan kaldırmak mümkün değildir. Belirtilmesi gereken önemli bir nokta açık ekonomi enflasyon hedeflemesi modelinde tam yansıma varsayımının yanında örtük olarak finansal piyasaların sağlıklı işlediği düşünülmektedir. Ancak sağlıklı makroekonomik ortamların ve sık finansal piyasaların varlığı hem döviz kurunun oynadığı rolü hem de enflasyon hedeflemesinin dinamiklerini etkilemektedir. Bu bağlamda sözkonusu dinamikler ile bağı enflasyon hedeflemesinin stratejik gereklilikleri kurmaktadır.

kredibilitesini tehlikeye atabileceği endişesidir. Döviz kurunun belirlenmesi, bu açıdan, piyasa mekanizmasının işleyiş dinamiklerine bırakılmaktadır.⁷⁷

d. Enflasyon Tahmin Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi, temel politika enstrümanındaki değişmelerin nihai amaç değişkenlerini belirli bir gecikme ile etkilemesi nedeniyle ileriye yönelik bir bakış açısıyla yürütülmektedir. Gecikmelerin varlığı, temel politika enstrümanının t döneminde, t+n dönemine ait enflasyon hedefine yönelik olarak nasıl belirleneceğinin anlaşılmasını gerektirmektedir.

Esas olarak enflasyon hedeflemesinin yürütülmesi, merkez bankalarının enflasyonu tam olarak kontrol edememeleri nedeniyle belirli güçlükleri içermektedir. İlk olarak, mevcut enflasyon, daha önceki döneme ait iktisadi karar ve sözleşmeler tarafından tayin edilmekte ve dolayısıyla merkez bankaları ancak gelecek enflasyonu etkileyebilmektedir. Bu bağlamda uzun ve değişken gecikmelerin varlığı, para politikasının gelecek enflasyonu etkileme gücünü ve temel politika enstrümanına dayalı olarak alınacak iktisadi kararların şeklini tayin etmektedir. İkinci olarak enflasyon, para politikası dışında bekleyişler, ekonomiyi vuran şoklar ve maliye politikasının niteliği gibi farklı unsurlardan da etkilenmektedir. Üçüncü olarak, ekonominin işleyişi, aktarım mekanizmasının dinamikleri ve şokların doğası ile ilgili belirsizlikler enflasyonun tam olarak kontrolünü mümkün kılmamaktadır.⁷⁸

Tüm bu unsurlara bağlı olarak, mevcut para politikası ancak kontrol gecikmesinin ortadan kalkması sonucunda gerçekleşen enflasyona bağlı olarak değerlendirilebilmekte ve para politikasının performansını ölçmek güçlük arz etmektedir. Kuşkusuz, enflasyonu etkileyen farklı unsurların varlığı, enflasyonun hedef değerinden sapması durumunda, söz konusu sapma ile ilgili olarak merkez bankasının hesap verebilirliğini zayıflatmaktadır.

⁷⁷ Mishkin and Savastano, “Monetary Policy Strategies.....”, p. 439

⁷⁸ Svensson, “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring.....”, p. 1116

Svensson, merkez bankasının enflasyonu tam olarak kontrol etme yönünde yaşadığı güçlüklerin, enflasyon tahmininin hedeflenmesi suretiyle aşılabileceğini ortaya koymakta ve bu bağlamda enflasyon hedeflemesini, enflasyon tahmin hedeflemesi (inflation forecast targeting) olarak karakterize etmektedir. Bu durumda merkez bankası belirli bir zaman ufku dahilinde enflasyon tahmin değerini, nihai enflasyon hedefine ulaştıracak şekilde temel politika enstrümanını ayarlamaktadır. Dolayısıyla enflasyon tahmini, nihai enflasyon hedefine ulaşmada bir “ara hedef değişken” olarak işlev görmektedir.

Enflasyon tahmin hedeflemesi, enflasyonun hedef değerinden sapmasını minimize edecek optimal politikaya karşılık gelmektedir. Bu tarz bir politika basit bir biçimde şöyle gösterilebilir:

$$E_t \pi_{t+h} = \pi^* \quad (1)$$

Burada $E_t \pi_{t+h}$, t+h zaman ufku için özel kesim rasyonel beklentileriyle uyumlu enflasyon tahminini, π^* enflasyon hedefini göstermektedir. Enflasyon tahmin hedeflemesini ifade eden para politikası karar alma süreci, ekonominin mevcut ve geleceğe yönelik durumu ve aktarım mekanizmasına ait tüm bilgi setini kullanmak suretiyle enflasyon ve üretim açığına ait tahmin değerlerinin, hedef değerlerinden sapmalarını minimize edecek şekilde temel politika enstrümanının ayarlanmasını içermektedir. Eğer enflasyon tahmini, enflasyon hedefine nazaran yüksekse (düşükse) faiz oranı yükseltilir (düşürülür) Dolayısıyla enflasyon tahmini faiz oranı kararlarının alınmasına temel oluşturmaktadır.⁷⁹

$i^t = \{i_{t+\tau,t}\}_\tau^\infty = 0$, merkez bankasının t dönemine ait alternatif faiz oranı düzeylerini gösterdiğinden hareketle ($i_{t+\tau,t}$, t+ τ , t ≥ 0 dönemi için planlanan faiz oranı düzeyidir) para politikası reaksiyon fonksiyonu yeniden yazılabilir:

⁷⁹ Lars E. O. Svensson, “ How Should Monetary Policy Conducted in an Era of Price Stability ?”, iç. **New Challenges of Monetary Policy**, p. 210

$$L_T = (1 - \delta) \sum_{\tau=0}^{\infty} \delta^{\tau} \left[(\pi_{t+\tau,t} - \pi^*)^2 + \lambda (Y_{t+\tau,t} - \bar{Y}_{t+\tau,t})^2 \right] \quad (2)$$

Burada $\pi_t = \{\pi_{t+\tau,t}\}_{\tau}^{\infty} = 0$ alternatif enflasyon tahminlerini, $Y_t = \{Y_{t+\tau,t}\}_{\tau}^{\infty} = 0$ üretimi, $\bar{Y}_t = \{\bar{Y}_{t+\tau,t}\}_{\tau}^{\infty} = 0$ potansiyel üretim düzeyini temsil etmektedir. Böylelikle reaksiyon fonksiyonu içerisinde hedef değişkenler, tahmin değerleriyle yer değiştirmiştir.

Öte yandan $\pi_{t+\tau,t}$; t+τ dönemindeki enflasyon beklentileri $E[\pi_{t+\tau,t}]$, faiz oranlarının izleyeceği patika i^t , t döneminde merkez bankasının ekonominin bugünü ve geleceğine yönelik olarak sahip olduğu bilgi seti (I_t), ve merkez bankasının ekonomi ile ilgili düşünce ve yargıları (z^t), tarafından tayin edilmektedir. ($\pi_{t+\tau,t} = E[\pi_{t+\tau,t} | i^t, I_t, z^t]$)

Her t döneminde merkez bankası, kendi enflasyon tahmin modelinden hareketle, mevcut bilgi seti (I_t) ve düşüncelerine bağlı olarak (z^t), ulaşılması mümkün olan π^t ve $Y^t - \bar{Y}^t$ tahminleri ve bu tahminlere uygun faiz oranı kombinasyonunu belirlemek suretiyle reaksiyon fonksiyonunu minimize etmektedir. Dolayısıyla mevcut faiz oranı kararları optimal faiz oranı patikasına bağlı olarak şekillenmektedir. Bu prosedür dahilinde mevcut faiz oranının ne olacağına dair karar, t döneminde merkez bankasının sahip olduğu bilgi seti ve ekonomi ile ilgili düşünce ve yargılarının bir fonksiyonu olarak karşımıza çıkmaktadır ($i_t = F(I_t, z^t)$).

Burada temel sorun, mevcut bilgi setine ekonomi ile ilgili yeni bilgiler eklendikçe merkez bankasının enflasyon tahmin hedeflemesi uygulamasında hangi fiyat ya da miktar değişkenlerine tepki (cevap) vereceğidir.

Svensson, merkez bankasının enflasyon ve üretim açığı tahminleri üzerinde etkide bulunan fiyat ve miktar değişkenlerine tepki vereceğini belirtmektedir. Bir diğer deyişle elde edilen yeni bilgiler, enflasyon ve üretim açığına yönelik tahminlerin filtresinden geçirilerek sadece tahminler üzerinde etkide bulunan değişkenlere tepki verilecektir.

Dolayısıyla merkez bankası, mevcut enflasyon ve üretim açığı ve diğer makroekonomik değişkenlere yalnızca tahminlere etkide buldukları ölçüde tepki vermektedir.⁸⁰

Enflasyon tahmin hedeflemesi, merkez bankasının temel politika enstrümanını değiştirdiğinde enflasyon ve üretim açığı tahminlerinin nasıl etkileneceği hususunda tam bilgi sahibi olmasını gerektirmektedir. Ancak belirtilmesi gereken önemli bir nokta, söz konusu gereklilikten, tahminlerin mutlaka modele dayalı olarak yapılacağı anlamının çıkarılmamasıdır.. Bunun yerine tahmin hedefleme süreci, model dışı bilgiler ve merkez bankasının ekonomi ile ilgili düşünce ve yargılarına da yer vererek, mekanik bir işleyişin ötesinde bir içeriğe sahiptir.

Yukarıda açıklanan enflasyon tahmin hedeflemesine dayalı para politikası karar alma süreci, reaksiyon fonksiyonunu minimize edecek optimal enflasyon ve üretim açığı tahmini (x^t) ve faiz oranı kombinasyonunun (π^t , x^t , i^t) belirlenmesini ifade etmektedir. Bu anlamda merkez bankasının π^t - x^t arasında optimal kombinasyonu nasıl sağlayacağını bir diğer deyişle enflasyon tahmininin hangi faiz oranına (ya da faiz oranı patikasına) koşullu olarak nasıl türetileceğinin açıklığa kavuşturulması gerekmektedir.

Enflasyon tahmininin faiz oranı ya da patikasına bağlı olarak türetilmesinde, koşullu (conditional) ve koşullu olmayan (unconditional) enflasyon tahmini olmak üzere iki alternatif söz konusudur.⁸¹

Koşullu enflasyon tahmini, hedef ufku boyunca para politikasının değişmeyeceği ve dolayısıyla sabit faiz oranı (constant interest rate) varsayımına bağlı olarak oluşturulmaktadır. Tahminin türetilmesinde kullanılan bilgi seti iktisadi ajanlar

⁸⁰ Svensson, "Monetary Policy and Real Stabilization", pp. 282-283

⁸¹ Enflasyon tahminlerinin türetilmesinde bir üçüncü alternatif, merkez bankasının piyasa aktörleri tarafından yapılan enflasyon tahminlerini (market forecasts) hedeflemesidir. Ancak piyasa aktörleri tarafından yapılan tahminler merkez bankasının gelecekte yapacağı olası politika aksiyonlarına bağlı olarak oluşturulmaktadır. Bu anlamda özel kesim enflasyon tahminlerinin hedeflenmesi merkez bankasının kendi performansının değerlendirilmesine imkan vermemektedir. Bunun yanında merkez bankası enflasyon tahmini ile özel kesim enflasyon tahminleri arasındaki farklılık artıkça para politikasının kredibilitesi azalmaktadır. Ben S. Bernanke and M. Woodford, "Inflation Forecasts and Monetary Policy", **Journal of Money, Credit and Banking**, vol. 29, No. 4, November 1997, p. 681

tarafından bilinmekte, merkez bankasının politika uygulamaları ile ilgili olarak kamuoyu ile iletişimi, enflasyon hedefinin kendisinden ziyade, hedefe yönelik şoklar ve olası riskler üzerinden kurulmaktadır.⁸²

Koşullu olmayan enflasyon tahmininde merkez bankası, tahmin sürecinde gelecekteki olası politika tepkilerini dikkate almakta ve alternatif faiz oranı patikalarına koşullu olarak farklı enflasyon tahminleri oluşturmaktadır. Bir diğer deyişle enflasyon tahmini, zamana bağlı olarak değişen faiz oranı patikalarına (time-varying instrument rate paths) bağlı olarak türetilmektedir. Sabit faiz oranına dayalı enflasyon tahmininin aksine, koşullu olmayan enflasyon tahmininde iktisadi ajanlar, hem hedefe yönelik şoklar hem de hedefin kendisi ile ilgili bilgi elde edebilmektedirler.⁸³

Sabit faiz oranına dayalı enflasyon tahmin hedeflemesi lehine temel argüman, temel politika enstrümanının gelecekteki değişim yönü ve merkez bankasının mevcut politika uygulamalarının değerlendirilmesinde basit ve şeffaf bir kriter sunmasıdır.⁸⁴ Buna karşın sabit faiz oranına dayalı tahmin hedeflemesi söz konusu olduğunda, olası bir şokun ardından enflasyonun hedef değerine tekrar dönebilmesi için hedef ufkundan daha uzun bir sürenin geçmesi gerekmektedir. Öte yandan döviz kuru ve diğer varlık

⁸² Kai Leitemo, "Targeting Inflation by Constant Interest Rate Forecasts", **Norges Bank Working Paper**, No. 13, December 1999, p. 2 Tahmin hedefleme süreci aktarım mekanizmasının doğrusal bir biçimde çalıştığı ve belirsizliğin olmadığı durumda enflasyonun ortalama (mean) tahminine dayalı olarak işlemektedir. Ancak aktarım mekanizmasının işleyişinde belirsizlikler söz konusu olduğunda ortalama tahmin değerleri yerine hedef değişkenin koşullu olasılık dağılımları (probability distributions) hedeflenerek tahminlerde aşağı ya da yukarı doğru meydana gelebilecek sapma riskleri dengelemeye çalışılmaktadır. Nitekim merkez bankaları riskleri dengelemek amacıyla enflasyon tahminlerine yönelik güven aralıkları oluşturarak, enflasyon raporlarında enflasyon tahminlerini yelpaze haritası (fan chart) şeklinde yayınlamaktadır. Svensson, "How Should Monetary Policy Conducted in an Era.....", p. 211

⁸³ Svensson, "Monetary Policy and Real Stabilization", p. 285 Enflasyon tahmin hedeflemesinde, enflasyon tahmininin özel kesim rasyonel bekleyişleri ile uyumlu olduğu bir diğer deyişle merkez bankasının özel kesimin rasyonel bekleyişlere sahip iktisadi ajanlar tarafından oluşturduğu düşüncesi ile hareket ettiği düşünülmektedir. Merkez bankası ve özel kesim enflasyon tahmini arasındaki farklılığın para politikası karar alma süreci özel kesim tarafından öğrenildikçe azalması ve zamanla özel kesimin adaptif öğrenme (adaptive learning) sürecine bağlı olarak tahminlerini daha rasyonel yapması, enflasyon tahmininin türetilmesinde özel kesim tahminlerinin de dikkate alınabileceği lehine argümanların temelini oluşturmaktadır. Bu konuda merkez bankası – özel kesim tahminleri ve bekleyişlerin oluşturulmasında adaptif öğrenme sürecinin rolü için Seppo Honkapohja and K. Mitra, "Performance of Monetary Policy with Internal Central Bank Forecasting", **ECB Working Paper**, No. 127, February 2002

⁸⁴ Nitekim uygulamadaki merkez bankacıların çoğu basit ve şeffaf olması sebebiyle sabit faiz oranına dayalı enflasyon tahminleri lehine tavır almaktadırlar. Andrew G. Haldane, "Some Issues in Inflation Targeting", **Bank of England Working Paper** No. 74, 1998, p. 22

fiyatlarına yönelik olarak iktisadi ajanların bekleyişleri, sabit faiz oranına dayalı tahmin sürecinde içerilmemekte ve özel kesim enflasyon tahminleriyle merkez bankasının tahmini arasında doğabilecek farklılıklar enflasyon hedefinin kredibilitesi açısından risk oluşturmaktadır. Dolayısıyla sabit faiz oranına dayalı enflasyon tahmini, optimal enflasyon tahminini yansıtmamaktadır.⁸⁵

Svensson, sabit faiz oranına dayalı olarak türetilen enflasyon tahminlerinin sakıncalarına bağlı olarak, zamana bağlı olarak değişen faiz oranı patikalarının kullanılması lehine üç argüman ileri sürmektedir:

İlk olarak, böyle bir tahmin süreci enflasyon, üretim açığı ve faiz oranları arasında en uygun kombinasyonun sağlanması için sözkonusu değişkenlere yönelik en iyi tahminlerin oluşturulmasına imkan vermektedir.

İkinci olarak, toplam talep kısa vadeli reel faiz oranlarından ziyade uzun vadeli reel faiz oranlarından etkilenmektedir. Bu sebeple para politikası, faiz oranlarının vade yapısını etkileyebildiği ölçüde etkin hale geleceğinden, merkez bankasının geleceğe yönelik faiz oranı patikalarını belirlemesi sözkonusu etkinliği sağlamada en uygun seçenek olmaktadır.

Üçüncü olarak, politika uygulamaları kredibilite kazandıkça, özel kesim tahminleriyle merkez bankasının enflasyon, üretim açığı ve faiz oranı kombinasyonu arasındaki fark azalacaktır. Böylelikle döviz kuru ve diğer varlık fiyatlarına ilişkin piyasa bekleyişleri, merkez bankasının tahmin prosedüründe herhangi bir uyumsuzluk yaratmadan girdi (input) olarak kullanılabilir.⁸⁶

⁸⁵ Leitimo, "Targeting Inflation by Constant....", p. 4. Sabit faiz oranına dayalı enflasyon tahmin hedeflemesinin temel problemi zaman tutarsızlığından kaynaklanmaktadır. Enflasyon hedefi için belirli bir zaman ufku saptanmasına rağmen, sabit faiz oranına dayalı olarak alınan ardışık faiz oranı kararları enflasyonun hedef değerine ulaşacağı zamanı sürekli ertelemektedir. Örneğin enflasyonun 2002 yılında hedef değerine ulaşması için 2000 yılında alınan politika tedbirleri, enflasyonun 2003 yılında hedef değerine ulaşması için 2001 yılında alınan politika tedbirleri tarafından engellenebilecektir. Bu anlamda 2002 ve 2003 yılları için yapılan planlar 2000 yılı için uygun gözükmesine rağmen 2001 yılı için geçerliliğini yitirecek ve enflasyonun hedef değerine dönmesi için gerekli zaman hedef ufkunu aşacaktır.

⁸⁶ Svensson, "Monetary Policy and Real Stabilization", p. 287 Buna karşın Goodhart, zamana bağlı olarak değişen faiz oranına dayalı tahmin hedeflemesinin para politikası karar alma sürecini karmaşık hale getirdiğine ve yeterince şeffaf olmadığına değinmektedir. Bunun yanında iktisadi ajanların alternatif faiz

Esas olarak sabit faiz oranına dayalı enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi için merkez bankasının yalnızca enflasyonu hedeflemesi ve politika uygulamalarının enflasyon üzerindeki etkisinin hedef ufku sona ermeden önce ortaya çıkmaması gerekmektedir. Ancak optimal politikanın esnek enflasyon hedeflemesi olduğu düşünüldüğünde enflasyon tahminlerinin türetilmesinde en uygun strateji, enflasyon tahmin ufku ile hedef ufkunun aynı olması ve merkez bankasının alternatif faiz oranı tahminlerine dayalı olarak hem enflasyon hem de üretim açığı tahminlerini türetmesidir. Ancak merkez bankası para politikası uygulamalarının kredibilitesi açısından iktisadi ajanlara, söz konusu faiz oranı patikalarının politika uygulamaları ile ilgili olarak herhangi bir taahhüt niteliği taşımadığını belirtmek durumundadır.

Bu çerçevede enflasyon tahmin hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi stratejisinin ilk aşamalarında sabit faiz oranına dayalı olarak uygulanmalı, hedefin kredibilitesi ve uygulama deneyimi artıkça zamana bağlı olarak değişen faiz oranı patikalarına bağlı olarak tahmin hedeflemesine geçilmesi uygun olmaktadır.

3. Enflasyon Hedeflemesi ve Para Politikası Kuralları

Bernanke vd. tarafından, enflasyon hedeflemesinin genel karakteristiklerine atıfta bulunmak suretiyle yapılan tanım, stratejiyi bir para politikası kuralı şeklinde değil bir politika çerçevesi şeklinde ortaya koymaktadır. Öte yandan, stratejinin özellikle Svensson'un argümanları dahilinde bir para politikası kuralı olarak tanımlanması, enflasyon hedeflemesinin yürütülme biçimi ve bir politika kuralı olarak nasıl formüle edilebileceğinin anlaşılması açısından önem arz etmektedir.

II. Bölümde, para politikası kurallarının tipolojisine yönelik olarak yapılan sınıflandırmadan hareket ederek, Kuttner (2004) ve Svenson'un (2003) çalışmaları

oranı patikalarını, para politikasının geleceğine yönelik bir taahhüt olarak algılamaları söz konusu olursa olası politika değişiklikleri kredibilite riski ile karşı karşıya kalacaktır. Charles A. E. Goodhart, "Monetary Transmission Lags and the Formulation of the Policy Decision on Interest Rates", **Fed of St. Louis Review**, vol. 83 No. 4, July – August 2001, p. 173

aracılığıyla enflasyon hedeflemesini karakterize eden kural tiplerini ortaya koymak mümkündür⁸⁷ (Tablo 6).

Tablo 6. Enflasyon Hedeflemesi ve Para Politikası Kurallarının Tipolojisi

| | Basit (Ad hoc) Kurallar | Optimal Kurallar |
|------------------|--|--|
| Enstrüman Kuralı | - Taylor Kuralı - Enflasyon tahminine dayalı kural (Batini-Haldane) | $i_t = \pi_t + \tilde{b}_1(\pi_t - \pi^*) + \tilde{b}_2 x_t$ |
| Hedefleme Kuralı | $E_t \pi_{t+k} = \pi^*$ | $E_t = \sum_{\tau=0}^{\infty} \delta^\tau [(\pi_{t+\tau} - \pi^*)^2 + \lambda x_{t+\tau}^2]$ $E_t [\pi_{t+1} - \pi^*] = -\frac{\lambda}{K} E_t x_{t+1}$ |

Kaynak: Kuttner, “The Role of Policy”, pp.89-115 ve Svensson, “What is Wrong with Taylor Rules”, pp.426-477’den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Kuttner, temel politika enstrümanını nihai amaç değişkenler ile ilişkilendiren basit (ad hoc) kurallar ile merkez bankası reaksiyon fonksiyonundan türetilen optimizasyon kuralları arasında bir ayırım yapmaktadır. Bu ayırımı bağlı olarak basit kurallara en tipik örnek daha önce ele alınan Taylor kuralıdır:

$$i_t = r^* + \pi^* + \alpha (E_t \pi_{t+\tau} - \pi^*) + \beta E_t Y_{t+k} \quad (1)$$

Burada r^* , uzun dönem denge reel faiz oranını, π^* enflasyon hedefini, E_t politika kararının alındığı zaman ait bilgi setine bağlı beklenti operatörünü, $\pi_{t+\tau}$ ve Y_{t+k} sırasıyla enflasyon ve üretim açığı, j ve k ise hedef ufuklarını temsil etmektedir. Burada merkez bankası temel politika enstrümanını enflasyon ve üretim açığının hedef düzeylerinden sapmalarına tepki verecek şekilde ayarlamaktadır.⁸⁸

⁸⁷ Kuttner, “The Role of Policy”, p. 90 ve Svensson, “What is Wrong with Taylor Rules?”, p. 450

⁸⁸ Kuttner, “The Role of Policy.....”, p. 90

Basit kurallara bir diğer örnek, Batini ve Haldane'nin enflasyon tahminine dayalı para politikası kuralıdır. (inflation forecast based rule) Enflasyon tahminine dayalı kural basit bir biçimde şöyle yazılabilir:⁸⁹

$$i_t = r^* + \pi^* + \sum_{\tau} \theta_{\tau} \pi_{t+\tau,t} \quad (2)$$

Burada temel politika enstrümanı, t zamanında yapılan ve τ dönemine ait enflasyon tahmini ($\pi_{t+\tau,t}$) ile enflasyon hedefi arasındaki farka bağlı olarak değiştirilmektedir.

Öte yandan optimizasyon kuralları, belirli bir makroekonomik model ile temel politika enstrümanının nihai amaç değişkenlerinin arzulanan düzeylerinden sapmalarını minimize edecek şekilde kullanıldığı reaksiyon fonksiyonlarından türetilmektedir:

$$E_t \sum_{\tau=0}^{\infty} \delta^{\tau} \left[(\pi_{t+\tau} - \pi^*)^2 + \lambda x_{t+\tau}^2 \right] \quad (3)$$

Kuttner'den farklı olarak Svensson, enstrüman kuralları ile hedefleme kuralları arasında bir ayırım yapmaktadır. Bu ayırımı bağlı olarak Taylor kuralı, nihai amaç değişkenlerin temel politika enstrümanından bağımsız olarak önceden belirlendiği açık enstrüman kuralına karşılık gelmektedir. Batini ve Haldane'nin enflasyon tahminine dayalı kuralı ise, temel politika enstrümanının nihai amaç değişkenlerin fonksiyonu olduğu, bir diğer deyişle temel politika enstrümanının nihai amaç değişkenlerinin hedef ve tahmin değerleri arasındaki farka göre belirlendiği (geri besleme-feedback-sürecinin olduğu) örtük bir enstrüman kuralıdır.⁹⁰

Optimal hedefleme kuralı ise, 3 no'lu eşitlikle ifade edilen reaksiyon fonksiyonunun minimize edilmesiyle elde edilen genel hedefleme kuralı tarafından karakterize edilmektedir. Buna bağlı olarak, enflasyon ve üretim açığı tahminlerinin hedef değerlerinden sapmaları arasındaki marjinal değiş-tokuş oranının karşılayan birinci

⁸⁹ Nicoletta Batini and A. G. Haldane, "Forward Looking Rules for Monetary Policy", **Bank of England Working Paper**, No. 91, 1999, p. 8

⁹⁰ Svensson, "What is Wrong with", p. 455

en iyi koşul spesifik hedefleme kuralına karşılık gelmektedir. Basit bir biçimde genel hedefleme kuralı şöyle yazılabilir:

$$E_t [\pi_{t+1} - \pi^*] = -\frac{\lambda}{K} E_t Y_{t+1} \quad (4)$$

Burada K Phillips eğrisine ait katsayısı, lise üretim istikrarına verilen ağırlığı ifade etmektedir. Genel hedefleme kuralı enflasyonun azaltılmasından elde edilecek marjinal fayda ile (enflasyonun hedef değerinden sapması), enflasyonun azalmasının getireceği marjinal maliyet $(-\frac{\lambda}{K} E_t Y_{t+1})$ arasında bir denge koşulunu ifade etmektedir. Daha yüksek λ (ya da daha düşük K) enflasyondaki veri bir azalışın daha yüksek maliyetle karşılandığını ve merkez bankasının enflasyonun hedef değerinden sapmalarına belirli bir tolerans gösterdiğini ifade etmektedir.

Bu çerçevede Svensson, açık bir biçimde enflasyon hedeflemesini, reaksiyon fonksiyonundan türetilen hedefleme kuralı şeklinde tanımlamaktadır.⁹¹ Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının diğer merkez bankalarından temel farkı, optimizyon davranışdır. Svensson'a paralel olarak Woodford ve Walsh'ta enflasyon hedeflemesini Tablo 6'nın sağ alt köşesine gelecek şekilde optimal hedefleme kuralı olarak karakterize etmektedirler.⁹²

Bunun karşısında McCallum ve Nelson reaksiyon fonksiyonunun kendiliğinden bir politika kuralı ima etmediğinden hareketle optimal politika kurallarının yüksek düzeyde model spesifik özellikler arz ettiğini belirtmektedir. Bu bağlamda, enstrüman kuralları hedefleme kurallarından türetildiğinden (vice versa) Svensson'un ayırımı suni (artificial) bir görünüm arz etmektedir. Özellikle faiz oranlarının istikrarına yönelik terim eklendiğinde sözkonusu ayırımı yapmak iyice güçleşmektedir.⁹³ McCallum ve Nelson'a paralel olarak Batini ve Haldane de optimal kurallara yönelik eleştirileri

⁹¹ Svensson, "Monetary Policy and Real Stabilization", p. 284

⁹² Michael Woodford, "Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy", **İç. Inflation Targeting: Prospects and Problems**, p. 30 ve Walsh, "Teaching Inflation Targeting.....", p. 336

⁹³ Bennett T. McCallum and E. Nelson, "Timeless Perspective vs. Discretionary Monetary Policy in Forward Looking Models", **Fed of St. Louis Review**, vol. 86 No. 2, March-April 2004, p. 44

dahilinde enflasyon hedeflemesini Tablo 6'nın sol üst köşesine gelecek şekilde basit enstrüman kuralı olarak karakterize etmektedirler.⁹⁴

Enflasyon hedeflemesinin bir para politikası kuralı olarak nasıl karakterize edileceği, esas olarak stratejinin her dönem yeniden optimizasyonu içerecek şekilde ihtiyari olarak mı yoksa merkez bankasının geleceğe yönelik aksiyonlarında, zaman tutarlı davranışlar sergileyeceğine dair önceden belirlenmiş bir taahhüt (precommitment) içeren kurala göre mi yürütüleceği açısından önem kazanmaktadır. Bu anlamda yukarıda verilen tipoloji farklı enflasyon hedeflemesi tanımlarına karşılık gelmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin Taylor tipi basit enstrüman kuralı şeklinde karakterize edilmesi, temel politika enstrümanının optimizasyon sürecine bağlı olarak belirlenmediği ve enflasyonun ve üretim açığının hedef değerlerinden sapmalarına tepki verecek şekilde ayarlandığı bir reaksiyon fonksiyonunu içermektedir. Bu yönde yapılan tanımlamalar enflasyon hedeflemesinin en zayıf (weakest) tanımı olarak kabul edilmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin daha güçlü tanımı (semi strong), Svensson'un yaklaşımını ifade etmekte ve temel politika enstrümanının reaksiyon fonksiyonunu minimize edecek şekilde ayarlandığı optimal politika izleyen merkez bankaları için yapılmaktadır. Ancak buradaki optimizasyon davranışı önceden taahhüdü içeren bir nitelik arz etmekten ziyade Clarida, Gali ve Gertler'in çalışmasında olduğu gibi optimal politika kuralının her dönem yeniden optimizasyon yapacak şekilde elde edildiği duruma karşılık gelmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin en güçlü tanımı, önceden taahhüdü içerecek şekilde optimal politikanın belirlendiği Woodford'un "zaman sınırsız" yaklaşımına karşılık gelmektedir. Burada, optimal politika kuralı merkez bankasının geleceğe yönelik politikalarında zaman tutarlı davranışlar sergileyeceğine dair bir taahhüdü içermektedir. Buna karşın Svensson, enflasyon hedeflemesinin belirli bir önceden taahhüdü

⁹⁴ Batini and Haldane, "“Forward Looking Rules.....”", p. 8

içermesinin gerekli olmadığını ve para politikasının enflasyonist eğilim problemini çözebileceğini düşünmektedir.⁹⁵

C. Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Dizaynı ve Para Politikasının Yürütülmesi

Bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi, stratejinin dizaynı ve enflasyon hedefine uygun bir biçimde para politikasının yürütülmesi ile ilgili olarak belirli operasyonel karakteristikleri bünyesinde barındırmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin, para politikasının amaçları, plan ve taktikleri ile ilgili olarak yüksek düzeyde şeffaflığa sahip olması ve kısa vadeli şoklara “sınırlandırılmış ihtiyarilik” çerçevesinde esnek bir biçimde cevap vermesi, uzun vadede stratejinin başarısına katkıda bulunmaktadır. Bununla birlikte, stratejinin kısa vadeli politika uygulamaları açısından şeffaflığa yönelik olarak yapılan operasyonel yenilikler para politikasının esnekliğini azaltıcı etkide bulunabilmektedir. (ya da tersi)

Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin operasyonel dizaynı açısından temel sorun, kısa vadede şeffaflık ve esneklik arasında uygun bir dengenin sağlanmasıdır. Bir diğer deyişle, enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankasının şeffaflık ve esneklik arasında kurduğu optimal denge, stratejisini nasıl dizayn ettiği ve yürüttüğüne bağlı olarak şekillenmektedir.⁹⁶

Öte yandan enflasyon hedeflemesinin operasyonel dizaynı ve yürütülmesi aynı zamanda, stratejinin teorik analizinde ortaya konulan değiş-tokuş ilişkilerinin giderilmesi ve yönetilmesi itibarıyla de önem kazanmaktadır. Bu sebeple enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankasının para politikasını hedefe uygun bir biçimde yürütmesi için, para politikası oluşum sürecinde belirli operasyonel değişiklikleri gerçekleştirmesi ve söz konusu operasyonel unsurları optimal enflasyon-

⁹⁵ Kuttner, “The Role of Policy”, p. 92 ve Svensson, “Monetary Policy and Real Stabilization”, p. 284

⁹⁶ Bernanke et al., p. 26

üretim değişkenliğini sağlayabilmek amacıyla uygun bir bileşimde dizayn etmesi gerekmektedir.

Bu çerçevede, öncelikle enflasyon hedeflemesinin operasyonel dizaynı şeffaflık ve esneklik arasında uygun bir dengenin sağlanmasına yönelik olarak ele alınacak ardından enflasyon hedefine uygun bir biçimde para politikası oluşum sürecinde yapılması gereken değişikliklere ve para politikasının nasıl yürütüleceğine yer verilecektir.

1. Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Dizaynı

Enflasyon hedeflemesinin operasyonel dizaynı, enflasyon hedefinin kim tarafından nasıl belirleneceği ve hedefin formülasyonu ile ilgili konuları kapsamaktadır. Bunun yanında, stratejinin dizaynında hedefin fiyat düzeyi mi yoksa enflasyon oranı olarak mı belirleneceği hususu, stratejinin işleyişi ve para politikasının vereceği tepkiler açısından farklı etkilere sahip olduğu için incelenmeyi gerektirmektedir.

a. Hedefin Belirlenmesi

Enflasyon hedefinin kim tarafından ya da nasıl belirleneceği hususu, hedefleme stratejisinin kurumsal çerçevesi-merkez bankasının bağımsızlık düzeyi ve dezenflasyon sürecinin hangi aşamasında bulunulduğu ile yakından ilişkilidir.⁹⁷

Debelle ve Fischer, merkez bankasının bağımsızlığı ile ilgili olarak amaç bağımsızlığı ve enstrüman bağımsızlığı ayrımı yapmaktadır. Bu ayırma göre, amaç bağımsızlığı merkez bankasının para politikası amaçlarını serbestçe belirleme yetkisine sahip olmasını, enstrüman bağımsızlığı ise merkez bankasının söz konusu amaçlara ulaşabilmek için gerekli enstrümanları seçme yetkisine sahip olmasını ifade etmektedir.⁹⁸ Merkez bankası kayıp fonksiyonunun toplumsal tercihlerle uyumlu olması gerektiği düşünöldüğünde, amaç bağımlılığı lehine bir argüman oluşmakta ve enflasyon hedefinin belirlenmesi sürecine hükümetin katılımı destek bulmaktadır.

⁹⁷ Guy Debelle, "Inflation Targeting in Practice", **IMF Working Paper** No. 35, March 1997, p. 7

⁹⁸ Guy Debelle and S. Fischer, "How Independent Should a Central Bank Be ?", iç. **Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers**, p. 197

Öte yandan, enflasyonun mevcut düzeyinin düşük olması, hedefin belirlenmesi sürecine hükümetin katılımı konusunda bir sorun yaratmamaktadır. Zira mevcut enflasyon oranıyla fiyat istikrarı ile uyumlu orta-uzun vadeli enflasyon hedefi birbirine yakındır. Buna karşın mevcut enflasyon düzeyi ile enflasyon hedefi arasında anlamlı bir farkın varlığı; para politikası işleyiş sürecindeki gecikmeler dikkate alındığında, enflasyonun hedef değerine ulaşması sürecinde merkez bankası üzerinde doğabilecek zaman tutarsız politikalar izleme yönündeki baskılardan kaçınılmasını gerektirmekte ve enstrüman bağımsızlığı lehine bir argüman oluşturmaktadır.⁹⁹

Bu yönüyle dezenflasyonun hızının toplumun farklı kesimlerini farklı düzeylerde etkilemesi ve siyasi sorumluluğun seçilmiş hükümete ait olması nedeniyle hükümetin enflasyon hedefinin belirlenmesi sürecine aktif bir biçimde katılması ancak merkez bankasının zaman tutarsızlığı sorununu giderebilmek amacıyla enstrüman bağımsızlığına sahip olması gerekmektedir. O halde merkez bankası para politikasının yürütülmesinde amaç açısından bağımlı ancak politika araçlarını seçme açısından enstrüman bağımsızlığına sahip kılınmalıdır.

Açıktır ki dezenflasyonun hızı ve dolayısıyla enflasyon hedefinin belirlenmesi, merkez bankası ve hükümetin ortaklaşa alacağı bir kararın sonucunda gerçekleştiğinde para politikasının kredibilitesi daha olumlu etkilenmektedir. Ortaklaşa alınan karar, hükümetin enflasyon hedefine ve dolaylı olarak enflasyon hedefini destekleyici maliye politikaları izleyeceğine yönelik açık ya da zımni bir taahhüt işlevini görmekte ve hem merkez bankası hem de hükümetin izlenecek politikalar ile ilgili olarak anlaşmasını teşvik etmektedir. Bunun yanında merkez bankasının para politikası ile ilgili sorumluluk alanı da açık bir biçimde belirlenerek hesap verebilirliği için belirli bir temel elde edilmektedir.¹⁰⁰

⁹⁹ Frederic Mishkin and Klaus S. Hebbel, "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know", iç. **10 Years of Inflation Targeting: Designs, Performance and Challenges**, p. 19

¹⁰⁰ A. Schaechter and M. R. Stone, "Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries", **IMF Occasional Paper** No. 202, 2000, p. 8

Esas olarak enflasyon hedeflemesinin yürütülmesinde, para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı olduğu merkez bankası kanunlarında açık bir biçimde belirtilmekte ve merkez bankası enstrüman bağımsızlığına sahip kılınmaktadır. Kanunda genel bir ifade ile tanımlanan fiyat istikrarı; operasyonel olarak enflasyon hedefi şeklinde merkez bankası ve hükümet tarafından ortak bir biçimde kamuoyuna ilan edilmektedir.

b. Hedefin Tanımlanması

Enflasyon hedefinin kim tarafından nasıl belirleneceği hususu yanında, hedefin zaman ufku, düzeyi, hangi fiyat endeksi ile ifade edileceği, nokta ya da band hedefi olarak mı belirleneceği ve hedeften sapmalar karşısında nasıl tepki verileceği gibi hedefin tanımlanması ile ilgili konular gerek içerdikleri değiş-tokuş ilişkilerinin giderilmesi ve yönetilmesi gerekse hedefleme stratejisinin şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi kurumsal unsurlarının dizaynında belirleyici rol oynamaktadır.

i. Hedefin Zaman Ufku

Enflasyon hedefinin zaman ufku, hedefin ilan edildiği dönemin başlangıcı ile hedefin gerçekleştirilmesinin beklenildiği dönem arasındaki süreyi ifade etmektedir.

Esas olarak enflasyon hedefi 1-3 yıllık bir periyod içerisinde ilan edilmektedir. Hedefin 1 yıldan daha kısa bir süre için ilanı, stratejinin teorik analizinde ortaya konulduğu gibi hedefin sıklıkla aşılması (kontrol edilebilirlik) ve enstrüman istikrarsızlığına bağlı olarak üretim-istihdam ve döviz kurunda dalgalanmaların oluşmasını beraberinde getirmektedir. Buna karşın hedef ufkunun uzun bir süreyi kapsamaması, hedefin enflasyon bekleyişlerini yönlendirmedeki gücünü azaltmakta ve bekleyişler için çapa özelliğinin ortadan kalkmasına bağlı olarak para politikasının kredibilitesi zayıflamaktadır.¹⁰¹

Bu durumda merkez bankası 1-3 yıllık süre için şeffaflık ve esneklik arasında bir değiş-tokuş ilişkisi ile karşı karşıya kalmaktadır. Enflasyon hedefi 1 yıldan kısa bir süre

¹⁰¹ Mishkin, "Issues in Inflation Targeting", p. 11

için belirlendiğinde kamuoyu ile iletişim açısından daha az belirsizlik oluşmakta ancak kısa vadede para politikasının esnekliği üzerinde daha fazla bir kısıt oluşmasına bağlı olarak daha katı bir hedefleme biçimi izleme zorunluluğu doğmaktadır.

Öte yandan mevcut enflasyon düzeyi ile enflasyon hedefi arasındaki farkın anlamlı olmadığı durumda, zaman ufku, para politikasındaki gecikmeleri içerecek ve enstrüman ve üretim-istihdam istikrarsızlığından kaçınmak için gerekli esnekliğe imkan verecek bir süreyi kapsamalıdır. Bir diğer deyişle zaman ufku uzadıkça olası şoklara cevap için daha geniş bir manevra imkanı doğmakta ve üretim-istihdam kaygıları dikkate alınabilmektedir. Mevcut enflasyon düzeyinin enflasyon hedefinin üzerinde olduğu durumda ise daha kısa süreli bir zaman ufku, dezenflasyon sürecini hızlandırmakta ancak zaman ufkunun politika gecikmelerine nazaran daha kısa olması enstrüman istikrarsızlığı ile beraber döviz kuru istikrarsızlığını da beraberinde getirmektedir.¹⁰²

Bu durumda, dezenflasyon sürecinin doğuracağı istikrarsızlıkların önüne geçebilmek için, para politikasının olası şoklara enflasyon hedefini uyumlaştırmak suretiyle tepki vermesi söz konusu olmaktadır. Bu amaçla uzun vadeli enflasyon hedefi yanında yıllık hedefler ile tanımlanan bir dezenflasyon patikası ilan edilir. Böylelikle, enflasyon hedefine yönelik geçici ya da bir kerelik gerçekleşen şokların herhangi bir sapmayı ifade etmediği yönünde merkez bankasının kamuoyu ile iletişim kurmasına bağlı olarak iktisadi ajanlar politika değişikliklerini ayırt edebilmekte ve makroekonomik değişkenlerde istikrarsızlık yaratmadan bekleyişlerin yönetilmesi ile enflasyon kontrol altında tutulabilmektedir.¹⁰³

Bu çerçevede optimal zaman ufku, enflasyon hedefi ile mevcut enflasyon düzeyi arasındaki farkın azalması ve para politikasının kredibilitesinin tesis edilmesi süreci ile beraber daha esnek bir politika izleme imkanının doğması neticesinde kısa vadeden orta vadeye doğru uzanan bir periyodu ifade etmektedir.

¹⁰² Schaechter and Stone, p. 9

¹⁰³ Mishkin and Hebbel, p. 17

ii. Hedefin Düzeyi

Para politikasının nihai ve öncelikli amacı olarak fiyat istikrarı, kavramsal düzeyde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını ifade eder. Kavramsal düzeyde yapılan bu tanımın rakamsal bir enflasyon hedefi şeklinde ifade edilmesi fiyat istikrarının operasyonel hale getirilmesi anlamına gelmektedir. Bu anlamda hedef enflasyon düzeyinin belirlenmesi fiyat istikrarının ne anlama geldiği ile yakından ilişkilidir.

Birinci bölümde yapılan tartışmalarda vurgulandığı gibi, politika yapıcılar ve iktisatçılar arasında fiyat istikrarını temsil edecek optimal enflasyon oranının ne olması gerektiği hususunda kesin bir anlaşma söz konusu değildir. Bunun yanında fiyat istikrarının kavramsal içeriği ile örtüşmesine karşın sıfır enflasyon oranının hedef olarak belirlenmesi aleyhinde, gerek enflasyonun ölçüm problemlerinin gerekse deflasyon riskine bağlı olarak oluşacak asimetrik zararların para politikasının etkinliğini sınırlamasına bağlı olarak görüşler ileri sürülmektedir. Bu bağlamda %1-3 arasında düşük ve pozitif bir enflasyon oranının fiyat istikrarını temsil ettiği yönünde teoride ve uygulamada genel bir uzlaşımın varlığı söz konusudur.

Öte yandan merkez bankasının toplumsal tercihlerden farklı bir kayıp fonksiyonuna sahip olmaması gerektiği düşünüldüğünde, sıfıra yakın düzeyde bir enflasyon hedefinin belirlenmesi, katı bir hedefleme biçimine bağlı olarak hem refah maliyetlerini artırmakta hem de üretim ve istihdam gibi değişkenlerin dikkate alınmaması söz konusu olmaktadır. Hedefin yüksek belirlenmesi ise merkez bankasının enflasyonu düşürme konusunda taahhütlerine bağlı kalmayacağı izlenimini vermektedir. Ancak enflasyon hedeflemesi, doğabilecek refah maliyetlerini operasyonel karakteristikleri dahilinde, hedef için alt ve üst sınırların belirlenmesi ve uygun bir zaman ufkunun saptanması suretiyle gidererek uygun bir kredibilite-esneklik dengesi ile ortadan kaldırmaktadır.¹⁰⁴

Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesinin operasyonel dizaynı açısından önemli olan, optimal enflasyon oranının hedeflenmesinden ziyade para politikasının esnekliği

¹⁰⁴ Mishkin, "Issues in Inflation Targeting", p. 10

ve kredibilitesi arasında en uygun bileşimi veren enflasyon hedefinin belirlenmesidir. Zira ekonomi bir kez düşük enflasyon patikasına oturduğunda hedefin düzeyinden ziyade para politikası ile ilgili belirsizlikleri ortadan kaldırması ve istikrarlı bir seyir izlemesi daha fazla önem kazanmaktadır.

Bu çerçevede, %1-3 arasında düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının hedeflenmesi hem para politikasının etkinliği hem de kredibilite-esneklik dengesinin sağlanması açısından uygun gözükmektedir.

iii. Uygun Fiyat Endeksinin Seçimi

Enflasyon hedeflemesinin operasyonel dizaynı açısından önemli bir konu, enflasyon hedefinin ölçülmesinde hangi fiyat endeksinin tercih edileceğidir. Hedeflemenin başarısı için, bir yandan ekonomideki enflasyonist baskıları doğru bir biçimde yansıtacak diğer yandan da merkez bankası tarafından kontrol edilebilecek uygun bir enflasyon ölçümünün yapılması gereklidir.

Esas olarak seçilecek fiyat endeksi gerek şeffaflık gerekse para politikasının kredibilitesi açısından kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilen, ekonomideki tüm fiyat hareketlerini yansıtan, sıklıkla revize edilmeyen ve kolaylıkla hesaplanabilen ve enflasyon bekleyişleri için çapa işlevi görebilecek niteliklere sahip olmalıdır. Esneklik açısından ise seçilecek fiyat endeksinin olası şokların (örneğin KDV oranlarında bir artış) para politikası üzerinde yaratacağı birinci derece etkilerin dışlanabilmesine imkan vermesi gerekmektedir.¹⁰⁵

Bu anlamda tüketici fiyat endeksi (TÜFE) kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılıp aylık olarak izlenebilmesi ve sıklıkla revize edilmemesi nedeniyle şeffaflık ve esneklik açısından seçilebilecek en uygun endeks konumundadır. Bununla birlikte endeks kapsamında yer alan gıda ve enerji fiyatları gibi bazı kalemlerde meydana gelen fiyat hareketlerinin para politikasının kontrolü dışında olması kısa vadede TÜFE’de aşırı dalgalanmalara neden olabilmekte ve söz konusu kalemler esas olarak reel sektörden

¹⁰⁵ Bernanke et al., p. 27. Fiyat endeksinin merkez bankası tarafından manipüle edilebilme olasılığı karşısında endeksin bağımsız bir kurum tarafından oluşturulması ve hesaplanması – örneğin Devlet İstatistik Enstitüsü gibi – yoluna gidilmektedir.

etkilendikleri için TÜFE enflasyonun görünümü hususunda sağlıklı bilgi vermeyebilmektedir.¹⁰⁶

Bu sebeple, enflasyonun ölçümünde, enflasyonun parasal olmayan belirleyicilerinin dışlanabilmesi için TÜFE kapsamında yer alan bazı kalemlerin çıkarılması ile elde edilen çekirdek (core) enflasyon ölçüsü kullanılmaktadır.¹⁰⁷TÜFE ile çekirdek enflasyon arasındaki temel fark, çekirdek enflasyonun elde edilebilmesi için TÜFE içinden gıda ve enerji fiyatları, ipotek (mortgage) faiz ödemeleri, kamu tarafından belirlenen fiyatlar, ulaşım maliyetleri ve dolaylı vergiler gibi kalemlerin çıkarılmasıdır. Nitekim gıda fiyatları iklim şartlarından, enerji fiyatları uluslararası arz – talep koşulları ve döviz kuru hareketlerinden önemli ölçüde etkilenmektedir. Ayrıca dolaylı vergilerdeki artışların çıkarılması ile maliye politikasının para politikası üzerindeki etkilerini dışlamak mümkün olmaktadır.¹⁰⁸

Çekirdek enflasyon ölçüsünün işlevi açısından iki temel gerekçe ileri sürülebilir. İlk olarak çekirdek enflasyon merkez bankasının enflasyon hedefinin formüle edilmesinde kullanılması itibariyle kayıp fonksiyonunun içerisinde yer almaktadır. İkinci olarak enflasyon hedefi TÜFE cinsinden saptansa bile çekirdek enflasyon ölçüsü, enflasyon tahmini ile fiili enflasyon arasındaki farkın ve dolayısıyla hedefteki sapmanın değerlendirilmesinde sağladığı enformasyon itibariyle para politikası reaksiyon fonksiyonu içerisinde yer almaktadır. Bu bağlamda çekirdek enflasyon ölçümü kullanmak suretiyle merkez bankası, TÜFE'deki belirli hareketlere enstrüman ve üretim-istihdam istikrarsızlığına yol açmamak için tepki vermekten sakınmaktadır.¹⁰⁹

Enflasyon hedefinin çekirdek enflasyon cinsinden saptanması bazı sorunları da beraberinde getirmektedir. Çekirdek enflasyon tercihi öncelikle para politikasının şeffaflığı açısından sorun yaratmaktadır. Bu sebeple kullanılan çekirdek enflasyon

¹⁰⁶ Schaechter and Stone, p. 9

¹⁰⁷ Scott Roger, “Core Inflation: Concepts, Uses and Measurement”, **Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper** No. 9, July 1998, p. 6

¹⁰⁸ Debelle, “Inflation Targeting in Practice”, p. 13

¹⁰⁹ Mikael Apel, M. Nessen, U. Soderstrom and A. Vredin, “Different Ways of Conducting Inflation Targeting”, **Sveriges Riksbank Quarterly Review** No. 4, 1999, p. 20

ölçüsünün içeriği ve nasıl hesaplandığı yanında TÜFE ile olan ilişkisinin iktisadi ajanlara ayrıntılı bir biçimde açıklanması gerekmektedir. Öte yandan olası şokların para politikası üzerindeki birinci derece etkileri dışlanabilmesine rağmen, şokların ücret ve fiyatlar üzerindeki ikinci derece etkilerini dışlamak mümkün olmamaktadır. Dolayısıyla çekirdek enflasyon ölçüsünün ekonomideki arz talep koşullarını doğru bir biçimde yansıtması gerekmektedir.¹¹⁰

Bu çerçevede, enflasyon hedefinin TÜFE üzerinden belirlenmesi kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilmesi ve sıklıkla değişmemesi itibariyle şeffaflık ve kredibilite açısından tercih edilmektedir. Nitekim gıda ve enerji fiyatlarındaki artışların etkileri uzun vadede ortadan kalkmaktadır. Bunun yanında çekirdek enflasyonun seyri, özellikle enflasyonun hedefinin geleceği yönünde sağladığı enformasyon itibariyle yakından izlenmelidir.

iv. Nokta veya Band Hedefi Tercihi

Enflasyon hedefinin bir nokta hedefi olarak mı (%2 gibi) yoksa belirli bir band (aralık-range) hedefi (%0-2 gibi) şeklinde mi belirleneceği hususu diğer operasyonel unsurlarda olduğu gibi değiş-tokuş ilişkilerine konu olmaktadır.

Enflasyon hedefinin belirli bir band ya da aralık şeklinde formüle edilmesi, enflasyonun gelecekteki seyrine ilişkin belirsizliklerin varlığı ve merkez bankasının enflasyonu tam olarak kontrol edememesinden kaynaklanmaktadır. Band hedefi, para politikasının üretim –istihdam gibi değişkenleri dikkate alması ve dezenflasyonun hızını ayarlaması yanında olası şoklara cevap vermesi açısından esnek bir uygulama imkanı vermektedir.¹¹¹

Öte yandan band hedefi, zamanla ekonominin bünyesinde varolan nominal rijitliklerin azalması, verimlilik artışları ve enflasyonun ölçümündeki teknik ilerlemelere bağlı olarak optimal enflasyon oranındaki değişmelerin doğabileceği sebebiyle de tercih edilmektedir. Enflasyonun %1 olmasıyla %2.5 olması arasında önemli refah maliyeti

¹¹⁰ Debelle, “Inflation Targeting in Practice”, p. 14

¹¹¹ Schaechter and Stone, p. 10

farklılıkları yoksa %1-3 gibi bir band hedefinin merkez bankası için uygun olacağı açıktır.¹¹²

Burada önemli olan band hedefinin ne kadar geniş olacağıdır. Esas olarak band hedefi genişliği, (ya da band hedefi-nokta hedefi tercihi) daha güçlü bir taahhüdü içeren ancak sıklıkla aşılan dar band uygulaması (hard-edged) ile para politikasının daha esnek olduğu ancak kredibilitesi düşük geniş band uygulaması (soft-edged) arasındaki değiş-tokuş ilişkisini yansıtmaktadır.¹¹³

Band hedefinin geniş belirlenmesi, para politikasının esnekliğini artırmakla beraber merkez bankasının hedefe yönelik taahhüdünü ve para politikasının kredibilitesini zayıflatmakta ve hedefin bekleyişler için çapa olma özelliğini ortadan kaldırmaktadır. Buna bağlı olarak merkez bankasının kısa vadede hesap verebilirliği ortadan kalkmakta ve hesap verme ancak orta-uzun vade için söz konusu olmaktadır.

Dar bir band hedefi ise merkez bankasının hedefe yönelik taahhüdünü ve para politikasının kredibilitesini güçlendirmesine rağmen, esnekliği azaltmakta ve kısa vadede olası şokları dengelemek için temel politika enstrümanının agresif bir biçimde kullanılmasına (enstrüman istikrarsızlığı) bağlı olarak üretim-enflasyon değişkenliğini artırmakta ve finansal piyasalarda istikrarsızlığa neden olmaktadır. Ayrıca hedefin sıklıkla tutturulamaması kredibilite kaybına yol açmakta ve sapmaların sürekli olarak iktisadi ajanlar nezdinde rasyonalize edilmesini gerektirmektedir. Buna mukabil dar band uygulaması kısa vadede hesap verebilirlik için bir temel oluşturmaktadır.¹¹⁴

Enflasyon hedefi ister dar band ister geniş band içerisinde belirlensin önemli bir sorun iktisadi ajanların bandın alt ve üst sınırları arasında kayıtsız kalmalarına bağlı olarak oluşan aralık eğilimidir (range bias). Band hedefi söz konusu iken iktisadi ajanlar, politikacılar ve finansal piyasalar hedefin bandın ortasındaki değerinden

112 E. Castelnuovo, S. N. Altımarı, D. R. Palenzuela, "Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long Term Inflation Expectations" İç. Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy

¹¹³ Debelle, "Inflation Targeting in Practice", p. 14

¹¹⁴ Mishkin and Hebbel, p. 12

sapmalarından ziyade bandın içerisinde kalmasına odaklanmaktadır. Bu anlamda iktisadi ajanlar, merkez bankasının arzusunun aksine hedefin bandın üst kısmındaki değerini dikkate almakta (ancak yine hedef band içinde) ve bekleyişler daha yüksek bir enflasyon düzeyinde çapalanmaktadır. Bu durum özellikle dezenflasyon sürecinde politikacıların hedefin band içinde olduğunu öne sürerek merkez bankası üzerinde baskı yapmalarına neden olabilmekte ve enflasyon hedefi için pozitif aralık eğilimini gündeme getirmektedir.

Band hedefinin optimal genişliği, esneklik-kredibilite dengesinin yanı sıra dezenflasyon sürecinin hangi aşamasında bulunulduğu ile de ilgilidir. Bu yönüyle para politikası kredibilitesinin düşük ve etkilerinin belirsiz olduğu bir dezenflasyon sürecinin ilk aşamalarında bandın geniş tutulması, enflasyon hedefi ile fiili enflasyon yakınlaştıkça ve para politikasının kredibilitesi artıkça bandın daraltılması uygun olmaktadır.¹¹⁵

Band hedefi aleyhindeki argümanlar karşısında nokta hedeflemesi, hedefe yönelik taahhüdü ve para politikasının kredibilitesini güçlendirmesi ve bekleyişler için daha uygun bir çapa işlevi görmesinin yanı sıra daha şeffaf olması itibariyle tercih edilmektedir. Para politikasının kredibilitesinin artmasına bağlı olarak band hedefinden nokta hedefine geçilmesi söz konusu olduğunda önemli olan merkez bankasının enflasyon dinamikleri ve enflasyonist sürecin doğasına ilişkin belirsizlikler ve hedefe ulaşma gücü hakkında kamuoyu ile gerekli iletişimi kurabilmesidir. Enflasyonist sürece ilişkin belirsizliklerin açık bir biçimde vurgulanması nokta hedefin handikapı olan esnekliğin azalmasının da önüne geçilmesine yardımcı olacaktır.¹¹⁶

¹¹⁵ Eric V. Clifton, "Inflation Targeting: What is the Meaning of the Bottom of the Band?", **IMF Working Paper** No. 8, December 1999, pp. 6-7

¹¹⁶ Mishkin, "Issues in Inflation Targeting", p. 17 Buna karşılık, A. Cukierman iktisadi ajanların rasyonel bekleyişlere sahip olması durumunda hedefin nokta ya da band şeklinde belirlenmesinin ikincil öneme sahip olacağını vurgulamaktadır. Zira merkez bankası ile aynı enformasyona sahip iktisadi ajanlar, nokta hedefine ulaşmanın güçlüklerini dikkate alarak kendileri için uygun tolerans sınırını merkez bankasının nokta hedefi etrafında belirlemektedirler. A. Cukierman "Towards a Systematic Comparison Between Inflation Targets and Monetary Targets", iç. **Inflation Targets**, p. 192

Bu çerçevede nokta hedefi, band hedefine nazaran fiyat istikrarının sağlandığı ve para politikasının kredibilitesinin tesis edildiği koşullarda daha fazla tercih edilmektedir.

v. Hedeften Sapmalar

Enflasyon hedefinin formüle edilmesinin ardından gelinen nihai aşama, hedefin tam olarak tutturulamaması sonucunda oluşacak sapmaların stratejinin operasyonel dizaynı içinde nasıl yer alacağına belirlenmesidir.

Enflasyon hedefi kısa bir zaman ufku ve dar bir band (ya da nokta) hedefi ile tanımlandığında katı bir hedefleme biçimine bağlı olarak kontrol edilebilirlik ve enstrüman istikrarsızlığı sorunu oluşmaktadır. Buna mukabil, zaman ufkunun uzun ve hedef bandının geniş tutulması, para politikasının esnekliğini artırmasına rağmen hedefin bekleyişler için çapa işlevi görmesini engellemekte ve para politikasının kredibilitesi zayıflamaktadır.

İncelenen değiş-tokuş ilişkileri neticesinde enflasyon hedeflemesinin operasyonel dizaynı içinde yer alan unsurların uygun bir şeffaflık-esneklik (kredibilite) dengesinde bir araya getirilememesi hedeften sapmalara neden olmaktadır. Bu sebeple merkez bankasına hedefe ulaşma konusunda belirli düzeyde istisnalar tanıyan tolerans sınırları (tolerance margins) oluşturulmaktadır.¹¹⁷

Hedefe ulaşma konusunda merkez bankasına tanınan tolerans sınırları, kaçış koşulları (escape clauses), hedefe belirli bir üst sınır koyma, nokta hedefine alt ve üst sınırların konması ve band hedefi şeklinde belirli bir çerçeveye oturtulmaktadır. Buna bağlı olarak oluşturulan tolerans mekanizmalarının işleyiş süreci ve sapmaların telafi edileceği süre ile ilgili olarak kamuoyuna şeffaflık dahilinde açıklamaların yapılması gerekmektedir.

Kaçış koşulları, cari işlemler dengesinde ciddi bir bozulma, dolaylı vergilerde bir artış ve özellikle ekonominin arz yanında meydana gelebilecek şoklar gibi belirli

¹¹⁷ Clifton, p. 4

koşullar altında enflasyonun hedef değerinden sapmasına tolerans tanımaktadır. Ancak formel kaçış koşulları esnekliği artırmasına rağmen tüm potansiyel şokları kapsamaması nedeniyle para politikasının kredibilitesi açısından belirli düzeyde riskleri beraberinde getirmektedir.¹¹⁸

Öte yandan enflasyon hedefi belirli bir tarih için tavan değer altında kalması şartıyla belirlendiğinde herhangi bir koşul karşılanmaksızın, hedefte aşağıya doğru geniş bir tolerans marjına imkan tanımaktadır. Hedef tavanı, enflasyon hedefinin biraz üzerinde belirlendiğinde ise hedefte yukarıya doğru bir tolerans marjı oluşmakta ve bekleyişler daha yüksek enflasyon düzeyinde oluşabilmektedir.

Belirtildiği üzere nokta hedeflemesinde para politikasının esnekliği önemli ölçüde azalmaktadır. Bu amaçla nokta hedefine alt ve üst sınırlar koymak suretiyle hem esneklik artırılmakta hem de hedeften sapmalara karşılık olarak belirli bir tolerans sınırı elde edilmektedir. Ayrıca nokta hedefinin alt ve üst sınırlarının belirlenmesi hedefi dar bir sınır içinde tutarak aralık eğilimini de azaltıcı bir işlev görmektedir.

Hedefe ulaşma konusunda bir tolerans sınırı olarak enflasyon hedefinin belirli bir band içerisinde tanımlanması, bandın üst sınırı için hedefe tavan değeri belirlenmesi ile aynı anlama gelmekte ancak bandın alt sınırı için enflasyon hedefinin düzeyi ve optimal enflasyon oranı ile ilgili tartışmalar gündeme gelmektedir. Bunun yanında enflasyon hedefinin bandın alt sınırının da altında kalması söz konusu olduğunda özellikle dezenflasyon süreci açısından para politikasının nasıl tepki vereceği ve oportünist davranıp davranılmayacağına açık bir biçimde ortaya konulması ve para politikası ile ilgili belirsizliklerin azaltılması gerekmektedir.¹¹⁹

Enflasyon hedeflemesinin operasyonel dizaynı ile ilgili yapılan açıklamalar neticesinde enflasyon hedefinin tanımlanması, merkez bankasının bağımsızlığı ve hedefi kimin belirlediği itibarıyla stratejinin kurumsal boyutu ile bağ kurmaktadır. Öte yandan hedefin düzeyi, endeksin niteliği, hedefin zaman ufku ve nokta ya da band

¹¹⁸ Schaechter and Stone, p. 10

¹¹⁹ Clifton, p. 9

hedefi tercihi ile ilgili teknik unsurlar uygun bir şeffaflık-esneklik dengesini bulmayı gerektirmesi itibariyle enflasyon-üretim değişkenliği arasındaki değiş-tokuş ilişkilerini ve para politikasının kredibilitesini doğrudan etkilemektedir.

c. Fiyat Düzeyi Hedeflemesi – Enflasyon Hedeflemesi Tercihi

Fiyat istikrarının operasyonel anlamda düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını hedefleyerek mi yoksa belirli bir fiyat düzeyini hedeflemek suretiyle mi sağlanacağı yönünde yapılacak tercih gerek içerikleri gerekse makroekonomik performans farklılıkları itibariyle önem kazanmaktadır.

S. Cecchetti'nin çalışmasından¹²⁰ (1998) hareketle fiyat düzeyi hedeflemesi ile enflasyon hedeflemesi arasındaki ayırım analitik olarak şöyle gösterilebilir:

$$P_t^* = P_{t-1}^* + \pi^* = \pi_t^* \quad (1)$$

Burada P_t^* t dönemi için hedeflenen fiyat düzeyini, P_{t-1}^* bir önceki dönem hedeflenen fiyat düzeyini, π^* hedeflenen enflasyon oranını, π_t^* 'de t dönemindeki enflasyon oranını temsil etmektedir. Bu durumda P_t^* , bir önceki dönemin optimal fiyat düzeyi ve fiyat düzeyindeki optimal değişiklik (sıfır olabilir) toplamından ibarettir.

Genel olarak hedef sabit bir fiyat düzeyi şeklinde düşünüldüğünden $P_t^* = P_{t-1}^*$ eşitliği sözkonusu olur ($\pi^* = 0$). Bu durumda fiyat düzeyi hedefi, t_0 başlangıç yılı olmak üzere $\{P_t^*\}_t^\infty = t_0$ şeklinde hedef patikası olarak formüle edilmektedir.

Oran olarak enflasyon hedeflemesi ise:

$$P_t^* = P_{t-1}^* + \pi^* \quad (2)$$

şeklinde gösterilebilir. Burada, cari dönem fiyat düzeyi hedefi, bir önceki dönem gerçekleşen fiyat düzeyi ve enflasyon oranındaki optimal değişikliğin toplamından oluşmaktadır.¹²¹

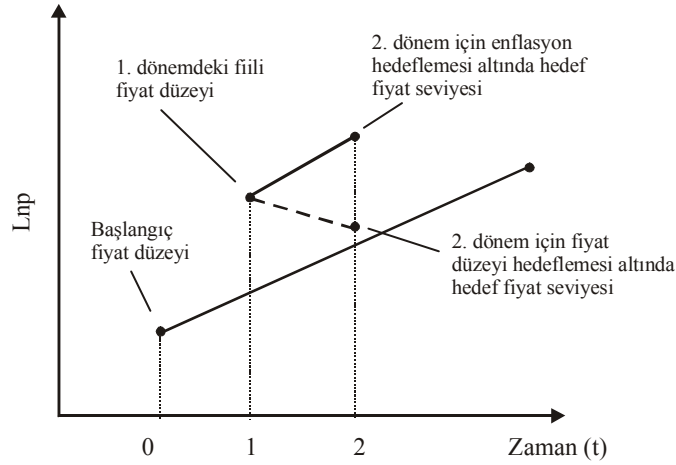
¹²⁰ Cecchetti, "Policy Rules and Targets.....", p. 2

Fiyat düzeyi hedeflemesi ile enflasyon hedeflemesi arasındaki temel fark fiyatların varyansının izlediği yoldur. Düzey hedeflemesi oran hedeflemesinden kısa vadede daha fazla enflasyon değişkenliğine karşılık uzun vadede daha az enflasyon değişkenliğine karşılık gelmektedir. Bu durum aşağıdaki eşitlik ile gösterilebilir:

$$P_t^* = \pi_t^* + \sum_{i=0}^{\infty} (P_{t-i} - P_{t-i}^*) \quad (3)$$

Esas olarak fiyat düzeyi hedeflemesi, uzun vade fiyat düzeyindeki kaymayı engellemek için hedef fiyat düzeyi patikasında meydana gelen sapmalara sistematik tepki vermeye dayalı bir politikadır. Buna karşın enflasyon hedeflemesi ise, uzun vade fiyat düzeyindeki eğilimi temsil eden enflasyon hedefinden sapmalara sistematik tepki vermeye dayalı bir politikadır.

Bu anlamda fiyat düzeyi hedefi-enflasyon hedefi tercihine bağlı olarak para politikasının her iki hedefte meydana gelen sapmaları dengelemeyi amaçlayan önlemleri (sistematik tepkileri) farklılaşmaktadır. Bu durumu Şekil 14 aracılığıyla görmek mümkündür.



Şekil 14. Enflasyon Hedeflemesi İle Fiyat Düzeyi Hedeflemesinin Karşılaştırılması

Kaynak: Stanley Fischer, "Maintaining Price Stability" Finance and Development, vol. 33 No. 4, December 1996, p. 35

¹²¹ Richard Barnett and M. Engineer, "When is Price Level Targeting a Good Idea", iç. **Price Stability and Long Run Target for Monetary Policy**, pp. 102-103

Fiyat düzeyi hedeflendiğinde, herhangi bir dönem için fiyat düzeyinin hedefin üzerinde (altında) olması durumunda merkez bankasının sapmanın giderilmesi için deflasyonist (enflasyonist) tedbirler alması bir diğer deyişle enflasyonun bir sonraki dönemde hedeflenen oranın altında (üzerinde) gerçekleşmesi gerekmektedir. Şekil 14’de t_0 döneminde belirlenen fiyat düzeyi hedef patikasına dönmek amacıyla t_1 döneminde fiyat düzeyinde meydana gelen sapma ya da hedefin üzerinde kalma alınan deflasyonist tedbirlerle giderilmiştir.

Enflasyon hedeflemesi durumunda ise hedeften olası bir sapma olması durumunda sözkonusu sapmayı dengeleyici politika önlemleri almak yerine baz kaymasına izin verilmektedir. Dolayısıyla t_0 döneminde meydana gelen sapma dengelenmemekte t_2 döneminde ise gerekli politika tedbirleri alınarak enflasyon hedeflemesine devam edilmektedir.

Hedeften sapmalara verilen sistematik tepki farklılıkları fiyat düzeyi hedeflemesi ile enflasyon hedeflemesinin farklı makroekonomik performans göstermelerini beraberinde getirmektedir. Fiyat düzeyi hedeflemesine karşı olan geleneksel (traditional) görüş, söz konusu değiş-tokuş ilişkisinin fiyat düzeyinin istikrarını sağlamak amacıyla ortalamanın üzerindeki enflasyon oranının ortalamanın altındaki enflasyon oranı ile telafi edilmesine bağlı olarak ortaya çıktığını savunmaktadır.¹²² Haliyle, fiyat düzeyi hedeflendiğinde kısa dönem enflasyon değişkenliği enflasyon hedeflemesine göre daha fazla görülmektedir. Zira enflasyon hedeflemesinde baz kaymalarına izin verilmekte ve sadece hedef enflasyon oranı gözetilmektedir.

Geleneksel görüş karşısında yapılan çalışmalar, fiyat düzeyi hedeflemesinde hem kısa hem de uzun dönemde enflasyonda daha az değişkenlik doğduğunu ortaya koymaktadır. Bunun temel nedeni, iktisadi ajanların fiyatların her zaman başlangıç düzeyine döneceklerini beklemeleri ve şokların ardından mevcut fiyatlama kararlarını

¹²² Fischer, “Why Are Central Banks...”, p. 22.

değiştirme konusunda gönülsüz olmalarıdır. Dolayısıyla fiyat düzeyi hedeflemesi ilk aşamada fiyat değişikliklerini önleme imkanı tanımaktadır.¹²³

Geleneksel görüş karşısında ileri sürülen ikinci görüş merkez bankasının fiyat düzeyindeki sapmalara izin vermeyeceği yönündeki taahhüdüne bağlı olarak uzun vadede enflasyon hedeflemesine nazaran fiyat düzeyindeki belirsizliğin önemli ölçüde azalacağını ileri sürmektedir. Bu bağlamda fiyat düzeyi hedefi seçildiğinde uzun dönemli planlama ve nominal sözleşmelerin yapılması daha da kolaylaşmaktadır. Özellikle sabit fiyat düzeyi hedeflemesi söz konusu olduğunda hesap birimi ve ertelenmiş borçlar için ulusal para standart alınmakta, nominal değerlerin reel değerlere dönüşmesiyle menü maliyetleri azalmakta, vergi sistemindeki bozukluklar düzelmekte ve fiyatların kaynak dağıtım sürecindeki etkinliği artmaktadır.¹²⁴

Enflasyon hedeflemesine karşı fiyat düzeyi hedeflemesinin belirtilen avantajları, sıklıkla ekonominin deflasyona maruz kalmasına bağlı olarak finansal istikrarsızlığa neden olması ve para politikasının yönetimini zorlaştırmasına bağlı olarak dezavantajlara dönüşebilmektedir. Birinci bölümde ele alınan deflasyondan kaynaklanan asimetrik zararlara bağlı olarak borç vericiler ve borç alıcılar arasında ters seçim ve ahlaki zafiyet problemleri neticesinde finansal istikrarsızlık körüklenebilmektedir. Bunun yanında fiyat düzeyi hedeflemesine bağlı olarak sıklıkla deflasyon yaşanması, kısa dönem nominal faiz oranlarının alt sınırının sıfır olması nedeniyle para politikasının işlememesine yol açmaktadır.

¹²³ Fiyat düzeyi hedeflemesi ile enflasyon hedeflemesi arasındaki tercih ve makroekonomik performans farklılıkları yapılan çalışmalarda, Phillips eğrisinin spesifikasyonu ve bekleyişlerin nasıl oluşturulduğuna ilişkin varsayımlardan kaynaklanmaktadır. Bu bağlamda Phillips eğrisi açısından fiyat düzeyi hedefi ile enflasyon hedefleme stratejileri enflasyon ve üretim açığı arasındaki ilişki itibarıyla farklılaşmaktadır. Enflasyon hedeflemesinde, enflasyon üretim açığına bağlı olarak belirlenirken fiyat düzeyi hedefi söz konusu olduğunda enflasyon üretim açığındaki değişmeye bağlıdır. Üretim açığı nispi olarak ılımlı bir seyir izliyorsa üretim açığındaki değişme açığının kendisinden daha az değişken olacak ve böylelikle fiyat düzeyi hedeflemesi lehine sonuç ortaya çıkacaktır. Svensson ve Dittmar ve Gavin, bu sonucu hem Yeni Klasik hem de Yeni Keynesgil Phillips eğrilerinde geçerli olduğunu ortaya koymaktadır. Lars E. O. Svensson, "Price Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch?", **Journal of Money Credit and Banking**, vol. 31 No. 3 August 1999, p. 278 ve Robert Dittmar and W. T. Gavin, "What Do New Keynesian Phillips Curves Imply for Price Level Targeting?", **FED of St. Louis Review**, vol. 82 No. 2 March/April 2000, p. 21

¹²⁴ Barnett and Engineer, p. 102

2. Enflasyon Hedeflemesi ve Para Politikasının Yürütülmesi

Para politikasının enflasyon hedefine uygun bir biçimde yürütülmesi, stratejinin operasyonel dizaynına benzer şekilde para politikası karar alma ve oluşum süreci açısından belirli değişimlerin yapılmasını gerektirmektedir.

Woodford, enflasyon hedeflemesi altında para politikasının yürütülmesini “özel kesim bekleyişlerinin yönetimi” şeklinde karakterize etmektedir. Enflasyon hedeflemesi altında merkez bankasının politika aksiyonlarının nihai hedef değişkenler ve ekonomi üzerindeki etkisi özel kesimin enflasyon, üretim ve faiz oranlarının geleceğine ilişkin bekleyişleri aracılığıyla gerçekleşmektedir. Bu bağlamda para politikasının yürütülmesi açısından yapılacak yenilikler, esas olarak politika aksiyonlarının özel kesim tarafından anlaşılması ve etkin bir iletişim sürecinin oluşturularak belirsizliklerin ortadan kaldırılmasına yönelik olmakta ve enflasyon hedeflemesinin taşıdığı şeffaflık ve hesap verebilirlik özellikleri ile yakından bağ kurmaktadır.¹²⁵

Para politikasının yürütülmesi ile ilgili olarak yapılacak yenilikler, öncelikle para politikası karar alma sürecinin doğası ve işleyiş sürecinin değiştirilmesi yanında ekonominin bir makro modeli çerçevesinde para politikası aktarım mekanizmasının detaylı bir biçimde ortaya konması, belirli bir enflasyon tahmin prosedürü ve enflasyon tahmini üzerinde etkide bulunabilecek tüm enformasyonun kullanıldığı geniş bir bilgi setinin oluşturulmasını kapsamaktadır.

Temel politika enstrümanının ayarlanma süreci ile ilgili operasyonel yeniliklerin ardından incelenmesi gereken, kur değişimleri ve varlık fiyatlarında meydana gelen hareketlere uygun politika tepkilerinin nasıl verileceği ve maliye politikası ile para politikası arasındaki ilişkinin dinamikleridir. Bu anlamda para politikasının enflasyon hedefine uygun bir biçimde yürütülmesi, uygun bir döviz kuru rejiminin seçimini ve maliye politikasının enflasyon hedefine ulaşma yolunda olumsuz dinamikler doğurmaması açısından para politikalarıyla koordinasyonunu gerektirmektedir.

¹²⁵ Michael Woodford, “Inflation Targeting and Optimal Monetary”p. 16

a. Para Politikası Karar Alma Süreci

Para politikası karar alma süreci, temel politika enstrümanının enflasyon hedefine uygun bir biçimde nasıl ayarlandığını ortaya koymaktadır. Burada tartışma noktasını, daha önce ele alındığı üzere, temel politika enstrümanının ayarlanmasında hangi kural tipinin dikkate alınacağı ve merkez bankasının ekonomi ile ilgili kendi görüş ve değerlendirmelerine ne kadar yer verileceği oluşturmaktadır.

Esas olarak enflasyon hedeflemesi altında optimal politika, Bernanke-Mishkin ve Svensson-Woodford çizgisi çerçevesinde sınırlandırılmış ihtiyariliğe bağlı olarak esnek enflasyon (tahmin) hedeflemesine karşılık gelmektedir. Böyle bir karar alma süreci, temel politika enstrümanının mevcut düzeyinin belirlenmesinde, belirli bir makro modelin ve geniş bir bilgi setinin kullanıldığı ancak gerek modelin varsayımlarının oluşturulması ve sonuçlarının değerlendirilmesi ve gerekse para politikası aktarım süreci ve özel kesim beklentileri ile ilgili olarak merkez bankasının yargılarına yer veren bir yapıya sahiptir.

Buradan hareketle enflasyon hedeflemesi altında temel politika enstrümanına ilişkin kararın kim tarafından nasıl alındığı ve karar alma sürecinde ihtiyaç duyulan temel unsurlar aşağıda ele alınacaktır.

i. Temel Politika Enstrümanının Ayarlanması: Para Politikası Kurulu

Temel politika enstrümanının ayarlanması kararının kim tarafından nasıl alındığı hususu gerek para politikasının işleyişi gerekse merkez bankasının organizasyonel yapısı ve hesap verebilirliği ile yakından ilgilidir.

Temel politika enstrümanına ilişkin karar, merkez bankası başkanı ya da banka bünyesinde oluşturulan Para Politikası Kurulu (Monetary Policy Committee) tarafından alınabilir. Ancak genel olarak ekonominin mevcut durumu ve geleceği ile ilgili farklı görüşlerin varlığı temel politika enstrümanına ilişkin kararın bir Kurul tarafından alınması yönündeki eğilimi güçlendirmiştir. Bunun yanında para politikası karar alma

süreci ile ilgili olarak yapılan çalışmalar grup kararının ortalama olarak tek bir kişinin kararına nazaran daha olumlu sonuçlar verdiğini ortaya koymaktadır.¹²⁶

Para politikasının yürütülmesinde ekonominin doğru modelinin ne olduğu ve data belirsizlikleri yanında, modelin parametreleri ile ilgili belirsizlikler temel politika enstrümanının doğru bir biçimde ayarlanmasını güçleştirmektedir. Bu yönüyle Para Politikası Kurulu'nun varlığı, karar almadan önce bir yandan ekonominin mevcut durumu ve geleceği ile ilgili olarak farklı görüşlerin ele alınması ve tartışılmasını (deliberation) diğer yandan karşılıklı bilgi paylaşımı ve öğrenme sürecini teşvik etmektedir. Bunun yanında Kurul üyeleri arasında ortaya çıkabilecek anlaşmazlıklar (optimal enflasyon oranına yönelik farklı görüşler, ekonominin mevcut durumu ve geleceği ile ilgili farklı beklentiler ya da farklı deneyim ve yetenek düzeylerinin olması gibi nedenlerle) temel politika enstrümanına ilişkin kararın oylama sonucu (voting) alınması ile ortadan kaldırılabilmektedir.¹²⁷

Aslında, temel politika enstrümanına ilişkin kararın bir Kurul tarafından alınması enstrüman bağımsızlığının kurumsallaşmasına karşılık gelmektedir. Bu yönüyle Kurul üyeleri, Banka Meclisi (Board of Governors) tarafından ya da merkez bankası başkanı (genellikle Kurul'un da başkanıdır), başkan yardımcıları ve banka baş iktisatçısı gibi kişilerden oluşan bir heyet şeklinde de teşkil edilebilmektedir. Bunun yanında Kurul üyesi olarak merkez bankası dışından piyasa profesyonelleri, ekonominin farklı sektörlerine ait uzmanlar ve akademisyenlere de yer verilebilmektedir.¹²⁸

Temel politika enstrümanının hangi düzeyde saptanacağına bir Kurul tarafından karar verilmesi, enflasyon hedeflemesi altında para politikası karar alma sürecinin enflasyon tahmini ve para politikasının geleceği ile ilgili olarak model dışı bilgi ve

¹²⁶ Alan S. Blinder and J. Morgan, "Are Two Heads Better Than One?: An Experimental Analysis of Group vs. Individual Decision Making", **NBER Working Paper** No. 7909, September 2000, p. 1 ve C. Lombardelli and J. Talbot, "Committees versus Individuals: An Experimental Analysis of Monetary Policy Decision Making", **Bank of England Quarterly Bulletin**, Autumn 2002, p. 269

¹²⁷ Charles Goodhart, "Recent Developments in Central Banking: Some Special Features of the Monetary Policy Committee and of the European System of Central Banks", **FMG Special Paper** No. 118, November 1999 ve Jan M. Berk and B. K. Bierut, "Committee Structure and its Implications for Monetary Policy Decision Making", **Tinbergen Institute Discussion Paper** No. 053/2, 2003, p. 2

¹²⁸ Schaechter and Stone, p. 33

değerlendirmelere de yer veren bir yapıya sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Buradan hareketle Svensson, para politikası karar alma sürecinde, enflasyon-üretim açığı ve faiz oranı arasında optimal kombinasyonun sağlanması için altı adımı içeren esnek enflasyon (tahmin) hedeflemesine yönelik bir reçete sunmaktadır.¹²⁹ Buna göre,

1. Merkez bankası öncelikle, enflasyonun hedef değerinden üretimin potansiyel üretim düzeyinden sapmalarına yönelik olarak bir kayıp fonksiyonu formüle etmeli ve açıklamalıdır. Bu fonksiyon enflasyon hedefinin zaman ufku boyunca geçerli olmalıdır.

2. Temel politika enstrümanına yönelik her para politikası kararından önce (örneğin her çeyrek dönemde) merkez bankasının aktarım mekanizması ile ilgili görüşleri, mevcut ekonomik duruma yönelik tahminleri ve makroekonomik ortam ve olası şoklara yönelik değerlendirme ve yargılarına bağlı olarak alternatif faiz oranı patikaları için hedef değişkenlerin koşullu tahminleri yapmalı ve böylelikle uygun bir alternatif enflasyon ve üretim açığı tahminler seti oluşturmalıdır.

3. Merkez bankası, oluşturduğu alternatif enflasyon-üretim açığı tahminler setinden kayıp fonksiyonunu minimize edecek ve dolayısıyla hedef değişkenler için en uygun enflasyon ve üretim açığı bileşimine karşılık gelecek kombinasyonu seçmelidir.

4. Merkez bankası, hedef değişkenlerin optimal projeksiyonu ve sözkonusu projeksiyon ile uyumlu zamana bağlı olarak değişen faiz oranı patikasını duyurmanın yanı sıra yayınlamalı ve projeksiyonlardan elde edilen sonuçlar ile ilgili analizlerini açıklamalıdır. Bu projeksiyonlar aynı zamanda merkez bankasının gelecek enflasyon, üretim açığı ve faiz oranına yönelik en uygun koşullu olmayan tahminlerine karşılık gelmektedir.

5. Merkez bankası bir sonraki Para politikası Kurulu toplantısına kadar geçerli olacak optimal faiz oranı patikasına yönelik projeksiyon ile uyumlu mevcut faiz oranı düzeyini saptamalıdır.

¹²⁹ Svensson, "Monetary Policy and Real Stabilization", pp. 282-283, Svensson, para politikası karar alma sürecine ilişkin olarak ortaya koyduğu altı aşamanın mevcut enflasyon hedeflemesi uygulayıcıları açısından en mükemmel uygulama biçimini (best practice) ifade ettiğini belirtmektedir. Nitekim, literatürde yapılan tartışmalar söz konusu altı aşama etrafındaki farklı yaklaşımları kapsamaktadır.

6. Merkez bankası bir sonraki para politikası kararını alma zamanı geldiğinde, 2 ve 5 no'lu adımları, ekonomi ile ilgili gelen yeni bilgi seti, mevcut koşullara yönelik yeni tahminleri, ve olası şoklara ve yeni yargılarına bağlı olarak tekrar etmelidir.

ii. Temel Politika Enstrümanının Seçimi

Para politikasını enflasyon hedefine yönelik olarak yürütebilmek için uygun bir operasyonel hedef değişkenin temel politika enstrümanı olarak seçilmesi gerekmektedir. Temel politika enstrümanı merkez bankasının niyetlerini en uygun bir biçimde yansıtan para piyasası göstergesi olarak tanımlanabilir.

Finansal piyasalarda dolaşan likiditeyi kontrol etmek isteyen merkez bankası, hanehalkı ve firmaların, bankalar ve diğer finansal kurumlar tarafından arzedilen ve karşılığında rezerv tutmakla yükümlü oldukları paraya yönelik taleplerini etkilemek suretiyle tüm finansal varlıkların faiz oranlarını belirleyebilmektedir.. Bu sebeple enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları, parasal büyüklüklerin hedeflenmesinden vazgeçilmesinin de katkısıyla temel politika enstrümanı olarak kısa vadeli faiz oranlarını (bankalararası para piyasası gecelik faiz oranını) kullanmaktadırlar.

Özellikle 1990'lı yıllardan sonra finansal piyasaların hızla gelişmesi ve yeni piyasa enstrümanlarının ortaya çıkması para ve para benzeri araçlar, kredi ve yabancı paralar arasındaki ikamenin artışı, bankacılık sisteminin gelişmesi paranın tanımını ve para arzı sürecini etkilemiştir. Bu sebeple merkez bankaları piyasalara aktif bir oyuncu gibi katılmakta ve banka-finans kesimi ile ilişkide bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları, bu sürece paralel olarak, daha fazla piyasaya ağırlık veren (market based) dolaylı para politikası enstrümanlarının kullanılmasına ağırlık vermektedirler. Dolaylı para politikası enstrümanları günlük likidite yönetimi, enflasyonist şoklara hızlı bir biçimde tepki verme ve politika sinyalleme açısından

daha uygun olan açık piyasa işlemleri, reeskont penceresi ve zorunlu karşılık uygulamaları şeklinde kullanılmaktadır.¹³⁰

Para politikasının yürütülmesinde kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra, belirli bir baz yılına göre kısa vadeli faiz oranı ve döviz kurundaki değişimin ağırlıklandırılmış toplamından oluşan Parasal Koşullar Endeksi'de (Monetary Conditions Index) kullanılmaktadır. Endeksin kullanılmasında en önemli etken, özellikle dışa açık ve küçük ekonomilerde politika tepkilerinin toplam talep ve enflasyon üzerinde faiz oranı mı yoksa döviz kuru kanalı aracılığıyla mı gerçekleştiğini belirlemenin güçlüğüdür.

Endeksin değerindeki değişme para politikasındaki sıklığın ya da gevşekliğin derecesini göstermektedir. Bu anlamda parasal koşullar endeksi para politikasının yürütülmesinde operasyonel hedef değişkenin düzeyinin belirlenmesinde bir gösterge olmakta ve ekonomi üzerindeki enflasyonist baskıların hangi kanal aracılığıyla gerçekleştiğinin anlaşılmasına yardımcı olmaktadır. Bunun yanında iktisadi ajanların, her döviz kuru şokunu dengelemek ve endeksin değerini korumak için faiz oranının kullanılacağı yönündeki beklentileri, para politikasının yönünün tayin edilmesi ve şeffaflık açısından handikap doğurmaktadır.¹³¹

Enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankasının izlediği para politikasının etkinliği ve dolayısıyla etkin bir likidite yönetimi, merkez bankasının para piyasalarına net fon arz eden bir konuma (piyasadan para çeken konumdan piyasaya para veren) gelmesi ile mümkündür.¹³² Merkez bankası para piyasalarında borçlu konumda olduğunda diğer borç vericiler ile rekabet etmek durumunda olduğundan kısa vadeli faiz oranı üzerinde daha az etkide bulunabilmektedir. Bu anlamda enflasyon hedeflemesinin ilk aşamalarında özellikle dışa açık küçük ekonomilerde meydana gelen sermaye girişlerine bağlı olarak birçok merkez bankası finansal sistemde yapısal likidite

¹³⁰ Alina Carare, A. Schaechter, M. Stone and M. Zelmer, "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", **IMF Working Paper** No. 102, June 2002, p. 16 Schaechter and Stone, p. 23

¹³¹ Carare et al., p. 18

¹³² Mario I. Blejer, A. M. Leone, P. Rabanal and G. Schwartz, "Inflation Targeting in the Context of IMF Supported Adjustment Programs", **IMF Working Paper** No. 31, March 2001, p. 5

fazlası ile karşı karşıya kaldıklarından, kısa vadeli faiz oranları üzerinde tam olarak etkide bulunamamaktadırlar.

Bu sebeple, özellikle IMF programı ile birlikte enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde merkez bankasının Net Uluslararası Rezervleri'ne (Net International Reserves) taban ve Net İç Varlıkları'na (Net Domestic Assets) tavan hedefler konulmak suretiyle hem ülkenin net döviz rezervinin korunması ve döviz piyasasına müdahalelerin sınırlanması hem de fiyat istikrarı amacını tehlikeye atacak şekilde parasal genişlemenin önüne geçilmesi amaçlanmaktadır. Taban ya da tavan hedeflerin aşılması, tek başına genişlemeci bir para politikasının varlığına işaret etmemekle birlikte, uygulanan para politikasının yeniden değerlendirilmesi yönünde sinyal vermektedir. Bu yönüyle kısa vadeli faiz oranları aynı zamanda, enflasyon ve üretim açığı üzerinde enstrüman değişkeni olarak kullanılmanın yanı sıra parasal tabanı hedef patikada tutmak için kullanılan bir değişken olmaktadır.¹³³

iii. Para Politikası Aktarım Mekanizmasının Önemi

Temel politika enstrümanının ayarlanmasına yönelik karar alma sürecinde, politika enstrümanındaki değişimin enflasyon hedefi üzerindeki etkisi, aktarım mekanizmasının nasıl çalıştığının detaylı bir biçimde ortaya konması ve anlaşılmasına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.

Uygulamada aktarım mekanizmasının işleyişi ile ilgili en önemli sorun, hangi kanalın ne derece etkili olduğu ve ekonomiyi vuran şokların kökeni hakkında eksik bilginin varlığıdır.¹³⁴ Merkez bankası bu amaçla, temel politika enstrümanındaki değişimin ve enflasyonu ve ekonomiyi etkileyen şokların hangi kanallardan ekonomiye yayıldığı hususunda kesin bir bilgi setine sahip olmak ve belirli bir analitik çerçeve ve model oluşturmak durumundadır.

¹³³ Peter Isard and D. Laxton, "Inflation Forecast Targeting and the Role of Macroeconomic Models", iç. **Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic**, (Ed.) Warren Coats, Prague: Czech National Bank, p. 106

¹³⁴ Laxton and Isard, "Inflation Forecast Targeting...", Laxton ve Isard, çekirdek bir modele bağlı olarak enflasyon tahmin hedeflemesinin nasıl işlediğini farklı politika kurallarına bağlı olarak göstermektedirler.

iv. Enflasyon Tahmini ve Politika Analizi

Enflasyon tahmini, enflasyon hedeflemesinin temel köşetaşı olması itibariyle, merkez bankası bünyesinde belirli bir tahmin ve politika analiz sisteminin oluşturulmasını gerektirmektedir.

Temel politika enstrümanı, enflasyon tahminine göre ayarlandığından, enflasyon tahminine temel oluşturacak ve standard şoklara ekonominin nasıl tepki verdiğini ortaya koyacak bir çekirdek model merkez bankası tarafından geliştirilmelidir. Böyle bir model oluşturmanın temel yararı, gerek merkez bankası bünyesinde gerekse kurum dışındaki ajanların aynı model üzerinden politika tartışmalarını yapmaları ve para politikasının değerlendirilmesine imkan vermesidir. Bunun yanında çekirdek modeli destekleyecek ve aktarım mekanizmasındaki gecikmeler, bekleyişlerin rolü, arz-talep dinamikleri ile ilgili farklı görüşleri yansıtan modeller de oluşturulabilir.¹³⁵

Formel bir model enflasyon tahmini için gerekli olsa da tek başına yeterli değildir. Bu anlamda enflasyon tahmini para politikası karar alma sürecinin temel bir girdisi olsa da politika analizi yapabilmek için geniş bir bilgi setinin kullanılması ve tahmin yapma ve politika oluşturma sürecine katılan herkesin yararlanabileceği ve ekonomi ile ilgili yeni bilgiler geldikçe güncellenen raporlama ve veritabanı sisteminin kurulması gereklidir. Bu sistem Para Politikası Kurulu'nun yapacağı düzenli toplantılar ve kamuoyuna enflasyon tahmini ve orta vadeli görünüm yanında son iktisadi gelişmeler ile ilgili yapılacak açılama ve yayınlara temel oluşturmaktadır.¹³⁶

Bu yönüyle, enflasyon tahmin ve politika analiz süreci sadece modellerle ve teknik ilişkilere dayalı değil aynı zamanda merkez bankasının ekonomi ile ilgili düşünce ve yargılarının da işlenmesine imkan veren ve enflasyon tahminini etkileyecek her türlü bilginin dikkate alındığı bir çerçeveyi ifade etmektedir. Merkez bankası, bu amaçla toplam arz ve talebi etkileyen faktörlere ait göstergeleri, para ve kredi büyüklüklerini,

¹³⁵ Bir merkez bankası bünyesinde enflasyon tahmin ve politika analiz sisteminin nasıl geliştirilebileceğini gösteren bir örnek için Douglas Laxton, "On Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System Designed to Support Inflation Forecast Targeting", iç. **Inflation Targeting Experiences**, Ankara: TCMB Conference, October 19-20, 2000, pp. 6-62

¹³⁶ Bernanke et al., p. 33

reel faiz ve reel döviz kuru, enflasyon bekleyişleri, varlık fiyatları, getiri eğrisi, bono spread değeri, birim işgücü maliyetleri gibi göstergeleri enflasyonist ortamın değerlendirilmesi ve politika analizi yapabilmek için kullanmaktadır.¹³⁷

b. Politika Tepkileri

Para politikası enflasyon hedefine yönelik olarak yürütülürken, hedefte meydana gelebilecek sapmaların nasıl karşılanacağı ve ekonominin içinde bulunduğu makroekonomik koşulları ve enflasyon dinamiklerini etkileyen diğer değişkenlere nasıl tepki verileceğinin de ortaya konması gerekmektedir.

Döviz kuru ve varlık fiyatları hem para politikası aktarım sürecinin parametreleri hem de enflasyon dinamikleri üzerinde etkide bulunan makroekonomik değişkenlerdir. Bu anlamda enflasyon hedeflemesi ile kur istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişkiler arasında bağ kurmaktadır. Burada yapılan tartışmaların ağırlık noktasını, merkez bankası reaksiyon fonksiyonunda, daha önce ele alındığı üzere, kur istikrarı ve finansal istikrara yönelik bir terimin bulunup bulunmaması gerekliliği oluşturmaktadır.

i. Hedeften Sapmalara Karşı Simetrik-Asimetrik Politika Tepkisi

Enflasyon hedefinden sapmalara karşı nasıl tepki verileceği, bir diğer deyişle hedefte aşağı doğru sapmalar ile yukarı doğru sapmalar arasında bir fark gözetip gözetilmeyeceği özellikle yüksek enflasyondan fiyat istikrarına geçiş süreci ve kredibilite-şeffaflık dengesinin sağlanması açısından önem kazanmaktadır.

Enflasyon hedefinin (örneğin talep şoklarının ardından) orta-uzun vadeli fiyat istikrarı ile uyumlu düzeyinden aşağı ya da yukarı doğru sapması karşısında istihdam ve üretimdeki dalgalanmaların azaltılması amacıyla simetrik tepki verilmesi yönünde genel bir uzlaşma mevcuttur. Nitekim, böyle bir tepki deflasyonun etkilerinin azaltılması yanında merkez bankasının istihdam kaygılarını iktisadi ajanlara yansıtmaktadır. Buna mukabil, yüksek enflasyondan fiyat istikrarına geçiş sürecinde hedeflenenden daha düşük bir enflasyon oranının sağlanması (hedefin altında kalınması) merkez bankasının

¹³⁷ Mishkin and Hebbel, p. 18

asimetrik politika tepkisi vermesine bir diğer deyişle fırsatçı dezenflasyon (opportunistic disinflation) davranışında bulunmasına yol açmaktadır.¹³⁸

Fırsatçı dezenflasyon davranışının temel gerekçesi, özellikle yüksek enflasyon düzeylerinde hedefin üzerinde kalınmasının, iktisadi ajanların bekleyişlerini olumsuz etkilemesi ve kredibilite sorunu doğurmasıdır. Bu anlamda merkez bankası kredibilitiyi yeniden inşa etmek amacıyla faiz oranlarını agresif bir biçimde kullanmaktadır. Dolayısıyla merkez bankası reaksiyon fonksiyonunda hedefin üzerinde kalınmasına daha fazla ağırlık vermekte ve hedefin altında kalınmasını yeni enflasyon hedefinin kredibilitesi için bir fırsat olarak değerlendirmektedir.

Burada önemli olan, hedefin altında kalınması olgusunun hangi nedenle ortaya çıktığıdır. Örneğin, pozitif bir arz şoku, üretimde herhangi bir kayıp doğurmadan enflasyonu hedefin altında bırakabilir. Ancak şokun etkileri ortadan kalktığında tekrara fiyat istikrarı ile uyumlu dezenflasyon patikasına dönmek para politikasının sıkılaşmasına da sebep olabilecektir. Öte yandan asimetrik politika tepkisi, merkez bankasının enflasyon hedefini yeterince dikkate almadığı ve para politikasının geleceği hakkında belirsizlik yaratması nedeniyle kredibilite kaybı da doğurabilmektedir. Bunun yanında hızlı bir dezenflasyon süreci politikacıların para politikasının gereğinden fazla sıkılaşığı yönünde merkez bankası üzerinde baskı yapmalarını da beraberinde getirebilecektir.¹³⁹

Bu yönüyle yüksek enflasyondan fiyat istikrarına geçiş sürecinde, fırsatçı dezenflasyondan beklenen yararların elde edilebilmesi için, hedefin altında kalma olgusunun açık bir biçimde iktisadi ajanlarla paylaşılması hem para politikasının kredibilitesinin korunması hem de belirsizliğin ortadan kaldırılması açısından gereklidir.

¹³⁸ Lavan Mahadeva and G. Sterne, "Inflation Targets as a Stabilization Device", **The Manchester School**, vol. 70 No. 4, 2002, pp. 645-646

¹³⁹ Truman, p. 177 Nitekim, finansal liberalizasyonun erken aşamalarında ülkeler daha katı kur rejimlerini tercih ederken makroekonomik ve kurumsal açıdan olgunlaşma düzeyi artıkça döviz kurunun esneklik derecesi de artmaktadır. Kenneth Rogoff, A. M. Hussain, A. Mody, R. Brooks and N. Oomes, "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes", **IMF Working Paper** No. 243, December 2003, p. 2 Dilimizde "floating" karşılığı olarak dalgalı kur yerleşik olarak benimsendiğinden dalgalı kur ifadesi yüzen kur yerine tercih edilmiştir.

ii. Döviz Kuru Rejimi ve Kur Değişmelerine Karşı Politika Tepkisi

Enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru arasındaki ilişkiler, iki temel sorun etrafında incelenmektedir. İlk sorun enflasyon hedeflemesi ile uyumlu olan döviz kuru rejiminin seçimidir. İkinci sorunu, döviz kurunda meydana gelen değişmelere enflasyon hedeflemesi ile uyumlu bir biçimde nasıl ve ne zaman tepki verileceği ya da müdahale edilip edilmeyeceği oluşturmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi ile uyumlu bir döviz kuru rejiminin seçimi, sabit-esnek (dalgalı) kur arasında yapılacak dikotomik bir tercihten ziyade tıpkı para politikası hedefleme stratejilerinin seçiminde olduğu gibi döviz kurunun ne kadar esnek olması gerektiğini yansıtmaktadır. Bu anlamda döviz kuru rejiminin seçiminde, kurun pür anlamda serbest dalgalanmaya (free floating) bırakılması yönündeki görüşler karşısında, kurdaki dalgalanmaların yaratacağı sakıncaların önüne geçebilmek için ileri sürülen yönetimli dalgalanma (managed floating) görüşleri ön plana çıkmaktadır.¹⁴⁰

Daha önce ele alındığı üzere, 1990'lı yıllarda sermayenin uluslararasılaşması sürecine paralel olarak yaşanan finansal krizler ve döviz kuru hedefleme stratejisi uygulamalarından elde edilen deneyimler Fischer'in iki kutuplu görüşünün (ya da ortanın boşalması – hollowing out the middle) yükselişini ve ara (intermediate) kur rejimlerinin terk edilmesini beraberinde getirmiştir. Ara kur rejimlerinin giderek terk edilmesi, enflasyon hedeflemesi ile uyumlu kur rejiminin ancak daha esnek ve hatta pür

¹⁴⁰ Döviz kuru rejimleriyle ilgili olarak yapılan çalışmaların bir kısmı Fischer'in iki kutuplu görüşüne uygun bir biçimde, son yıllarda ülkelerin sabit kur rejimlerinden daha esnek kur rejimlerine doğru yöneldiğini ortaya koyarken, bazı çalışmalar kutuplaşma yönünde belirgin bir eğilimin olmadığını vurgulamaktadır. Bunun temel sebebi olarak ise ülkelerin resmen açıkladıkları kur rejimi (de jure) ile fiilen uyguladıkları kur rejimlerinin (de facto) birbirinden farklı olması gösterilmektedir. Nitekim bu farklılıkların varlığına bağlı olarak döviz kuru rejimlerini yeniden sınıflandıran çalışmaların yapıldığı görülmektedir. Bu bağlamda Fischer'in iki kutuplu görüşü görünürde bir eğilimi yansıtmamasına rağmen fiilen uygulanan kur rejimleri ve esneklik düzeyleri birbirinden farklıdır. Bu durumun enflasyon hedeflemesi ve gelişmekte olan ülkeler açısından neyi ifade ettiği ileride ele alınacaktır. Paul Masson, "Exchange Rate Regime Transition", **IMF Working Paper** No. 134, June 2000, p. 3 ve Eduardo Levy-Yeyati and F. Sturzenegger, "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds and Words", **Documentos de Trabajo** No. 2, Universidad Torcuato di Tella, No. 2, 2000

anlamda serbest dalgalanma (free floating) olabileceği yönündeki görüşlerin temel hareket noktasıdır.¹⁴¹

Nitekim, sabit-esnek kur spektrumunda daha sabit kur rejimine yönelik olarak yapılacak tercihler, farklı bir nominal çapaya taahhüt olduğu yönünde iktisadi ajanlara karmaşık sinyaller göndermekte ve enflasyon hedefinin önceliği (ya da fiyat istikrarı amacı) kur istikrarı lehine ortadan kalkmaktadır. Bu anlamda daha esnek kur rejimi tercihi, kur istikrarı ile fiyat istikrarı arasında olası bir çatışma ihtimalini ortadan kaldırmayı amaçlamaktadır. Daha esnek kur rejimi ya da pür anlamda serbest dalgalanma lehine görüşlerin diğer hareket noktaları, esnek kurların bağımsız para politikası izleme imkanı vermesi ve dış şoklara rahatlıkla uyum sağlayabilmesi yanında merkez bankasının olası likidite sıkıntıları yaşandığında banka-finans kesimine yönelik son borç verme mercii (lender of last resort) rolünü oynayabilmesine dayanmaktadır.¹⁴²

Buna mukabil, döviz kurunun herhangi bir müdahale olmaksızın (foreign exchange intervention) pür anlamda serbest dalgalanma çerçevesinde piyasanın işleyiş dinamiklerine bırakılması karşısında iki argüman ileri sürülmektedir. İlk argüman, döviz kurunda meydana gelen değişmelerin iktisadi ajanların karar alma süreçlerinde belirsizliğe neden olması ve dış ticaret açısından kur tahminini güçleştirmesidir.

İkinci argümanı, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda, döviz kurundaki dalgalanmaların sadece döviz piyasasının işleyiş dinamiklerinden değil, sermaye girişlerine bağlı olarak oluşan portföy tercihlerindeki değişimlerden kaynaklanması ve döviz piyasasının da varlık piyasalarına benzer karakter göstermesi oluşturmaktadır. Bu yönüyle döviz piyasasındaki oynaklık artmakta ve piyasa spekülasyon hareketlere ve sürü davranışına açık hale gelmektedir. Öte yandan, döviz kurundaki

¹⁴¹ Mishkin and Calvo, p. 15. Kuttner ve Posen, iki kutuplu yaklaşımdan ayrı olarak döviz kuru rejimi seçiminin para politikası hedefleme stratejisinin seçiminden bağımsız düşünülmemeyeceğini vurgulamaktadırlar. Bu anlamda çalışmalarında fiyat istikrarının sağlanmasında bağımsız bir merkez bankası, esnek bir kur rejimi ve enflasyon hedeflemesi kombinasyonunun hem fiyat hem de kur istikrarını sağlamada daha yüksek performans gösterdiği ortaya konulmaktadır. Kenneth N. Kuttner and A. S. Posen, "Beyond Bipolar: A Three Dimensional Asswssment of Monetary Frameworks", **International Journal of Finance and Economics**, vol. 6 Issue 4, October 2001, p. 369

¹⁴² İlker Yağcı, "Choice of Exchange Rate Regimes for Developing Countries", **World Bank Africa Region Working Paper Series** No. 16, April 2001, pp. 9-13

dalgalanmalar, bankalar, firmalar ve diğer iktisadi ajanların bilanço yapılarındaki vade ve kur uyumsuzluklarına (currency mismatches) bağlı olarak finansal kriz dinamikleri doğurabilmektedir.¹⁴³

Belirtilen argümanlar dahilinde, döviz kurunun serbest dalgalanmaya bağlı olarak kendi haline bırakılmasının (benign neglect) doğuracağı sakıncaları giderebilmek için enflasyon hedeflemesi ile uyumlu çalışabilecek alternatif kur rejimleri önerilmektedir.

İlk öneri, J. Williamson tarafından yapılan ve sabit-esnek kur spektrumunda ara bir rejimi ifade etmeyen ancak esneklik dozunun ayarlandığı BBC (band-basket-crawl) rejimi önerisidir. Bu rejime göre, döviz kuru için belirli bir band içerisinde (%10 gibi) bir norm değerini ilgili ülkenin büyük dış ticaret partnerlerinin paralarının bulunduğu bir sepete (basket) bağlı olarak belirlenmesi ve kurun sepetteki değişmeye bağlı olarak değer kaybetmesi (crawl) önerilmektedir.¹⁴⁴

İkinci öneri, M. Goldstein tarafından yapılan (ekli) yönetimli dalgalanmadır. (managed floating plus) Bu rejime göre, döviz kuru esas olarak piyasa dinamiklerine bağlı olarak belirlenirken kurda meydana gelebilecek aşırı oynaklıklara müdahale edilmektedir. Yönetimli dalgalanmanın ek (plus) kısmı ise para politikasının enflasyon hedeflemesine bağlı olarak yürütülmesi ve iktisadi ajanların bilançolarında varolan kur ve vade uyumsuzluklarını ortadan kaldırmak ve yabancı para cinsinden kısa vadeli borçlanmaları caydırmak için banka-finans kesimine yönelik olarak alınması gereken denetim-gözetim süreçlerine atıfta bulunmaktadır. Böylelikle döviz kuruna ilişkin herhangi bir taahhüt altına da girilmemektedir.¹⁴⁵

¹⁴³ Williamson'a paralel olarak Ito ve Hayashi 'de BBC rejimleriyle enflasyon hedeflemesinin bir arada uygulanabileceğini göstermektedir. John Williamson, **Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option**, Washington: Institute of International Economics, 2000, pp. 7-9 ve Ito and Hayashi, pp. 15-18

¹⁴⁴ Goldstein'a benzer şekilde Bofinger ve Wollmershauser'de yönetimli dalgalanmanın enflasyon hedeflemesi ile birlikte uygulanmasını önermektedir. Morris Goldstein, **Managed Floating Plus**, Washington: Institute of International Economics, 2002, pp. 43-45 ve P. Bofinger and T. Wollmershauser, "Managed Floating: Understanding the New International Monetary Order", **Würzburg Economic Papers** No. 30, May 2001, p. 58

¹⁴⁵ Mishkin and Hebbel, p. 21 Dalgalı kur rejiminde döviz piyasasına yapılan müdahale portföy kanalı aracılığıyla diğer varlık fiyatlarını etkilemek, para politikasının geleceğine ilişkin sinyalleme yapmak ve

Belirtilmesi gereken önemli bir nokta, yönetimli dalgalanma çerçevesinde döviz kurlarına müdahalenin sadece kurda kısa vadede oluşabilecek aşırı oynaklıkları giderme ve piyasadaki likiditeyi koruma amaçlı olduğudur. Bu anlamda kuru denge değerinden saptıracak sterilizasyona yönelik yüklü miktardaki müdahaleler yapılmamaktadır. Zira kurda meydana gelen değişimler – dalgalanmalar- iktisadi ajanların döviz kuru riskini algılamalarına yardımcı olmaktadır. Yönetimli dalgalanma bu yönüyle vade uyumsuzluklarından doğabilecek finansal istikrarsızlıkları engelleyebilme özelliğine sahiptir.

Pür anlamda serbest dalgalanma ya da yönetimli dalgalanma arasında yapılacak seçim aynı zamanda, enflasyon hedeflemesi altında döviz kuru değişmelerine ne zaman ve nasıl müdahale edileceği hususunda da belirleyici olmaktadır. Bu amaçla fiyat istikrarı ile kur istikrarı arasında hangi durumlarda çatışma doğabileceğinin ve döviz kuruna nasıl müdahale edileceğinin açık bir biçimde ortaya konması gerekmektedir.

Merkez bankası döviz kuruna, temel politika enstrümanını kullanmak (para politikası yoluyla) ve döviz piyasası aracılığıyla olmak üzere iki şekilde müdahale edebilir. Döviz kuruna müdahale açısından önemli olan, kura yönelik şokun doğasını tayin edebilmektir. Bu bağlamda kura müdahale edilirken, şokun ekonominin dış ticaret dengesindeki bir bozulmadan mı yoksa bir portföy değişmelerinden mi kaynaklandığının belirlenmesi doğru politika tepkisi verilmesi açısından önemlidir.¹⁴⁶

Esas olarak, iktisadi faaliyet hacminin arttığı (azaldığı), üretimin potansiyel düzeyin üzerinde (altında) olduğu, ve enflasyonun düşük (yüksek) ve hedefin altında (üstünde) olduğu dönemlerde döviz kuru değer kazanmaktadır (kaybetmektedir) Böyle bir durumda döviz kurundaki değişimler, petrol fiyatlarındaki artışa bağlı olarak oluşan ve daha önce incelenen bir arz şokuna benzer etkiler yaratmaktadır. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesinin bu tarz bir çatışma durumuna vereceği tepkiyi kesin çizgilerle

iktisadi ajanlara hem döviz kurundaki belirsizlikler hem de para politikası ile ilgili olarak enformasyon sağlamak amaçlarını taşımaktadır. Jose de Gregorio and A. Tokman, “Flexible Exchange Rate Regime and Forex Interventions: The Chilean Case”, **Economic Policy Papers**, Central Bank of Chile, December 2004, p. 9

¹⁴⁶ Truman, p. 180

ortaya koymak güçlük arz etmekte ve para politikası geçmiş deneyimlere ve merkez bankasının yargılarına göre yürütülmeyi gerektirmektedir. Bununla birlikte, örneğin kurun değer kaybettiği ancak enflasyonun kontrol altında ve toplam talebin potansiyel üretim düzeyinde olduğu bir durumda para politikasının ılımlı (modest) düzeyde sıkılaşması gündeme gelebilir.¹⁴⁷

Öte yandan dalgalı kur rejiminin önemli bir karakteristiği, kurun kısa dönemde yüksek oynaklık göstermesi ve orta vadede döviz kurundaki değişimler ile ekonominin temelleri (fundamentals) arasındaki ilişkinin zayıflamasına bağlı olarak kurun denge değerinden sapmasıdır (döviz kuru uyumsuzluğu). Bunun temel sebebi, kurun aynı zamanda bir varlık fiyatı olmasına bağlı olarak kısa vadeli sermaye hareketlerinden etkilenmesi ve spekülasyon, panik, sürü davranışı ve bulaşma etkisine (contagion effect) konu olmasıdır.

Döviz kurunun kısa vadeli sermaye hareketlerine bağlı olarak aşırı oynaklık gösterdiği durumlarda merkez bankası döviz piyasasına sterilizasyona yönelik olarak müdahale etmektedir (sterilized intervention). Bir ülkenin sermaye piyasası ve finansal sistemi ne kadar dışa açık ise bu tarz müdahalenin etkinliği o derece az olmaktadır. (ya da tersi) Merkez bankaları bu tür müdahaleleri hem döviz piyasasını istikrara kavuşturmak hem de özellikle borç yükünün yüksek olduğu durumlarda uluslararası rezervlerini yönetebilmek amacıyla kullanmaktadırlar.¹⁴⁸

¹⁴⁷ Carare et al., p. 24. Esas olarak döviz piyasasına müdahale kurdaki değişimin enflasyona yansımaması için para politikasının sıkılaşmasından önceki ilk savunma hattını ifade etmektedir. Zira müdahale olmaz ise kurda olması gerekenden daha fazla bir değer kaybı enflasyonu etkileyebilir. Müdahalenin etkili olmaması ise kurda bir değer kaybının gerekli olduğunu göstermektedir. Bu anlamda merkez bankası döviz kurunun bir seviyesini hedefleyen bir müdahale yaklaşımından ziyade döviz piyasasının işleyişini sağlamaktır. Dolayısıyla kura müdahale ancak ani değer kayıplarında söz konusudur. Kuşkusuz aynı durum simetrik bir biçimde kurdaki değer artışları için de geçerlidir. Gregorio and Tokman, p. 10

¹⁴⁸ Truman, p. 181 Döviz piyasasına sterilizasyona yönelik müdahale yapılırken kurun herhangi bir düzeyinin hedeflenmemesi ve şeffaflık üzerinde önemle durulmaktadır. Şeffaflığın temel gerekçeleri piyasalara kurun mevcut düzeyinin ekonominin temelleriyle uyumlu olmadığı yönünde enformasyon sinyalleme ve daha da önemlisi müdahalenin spekülatörler ile bir savaştan ziyade piyasalara likidite sağlamak suretiyle istikrarı temin etmektir. Böylelikle spekülatörlerin merkez bankasının müdahaleye tutuklu (addicted) olduğu yönündeki değerlendirmelerinin önüne geçmek mümkün olacaktır. Gregorio and Tokman, p. 10

Her iki müdahale biçiminde de amaç, bir varlık fiyatı olan döviz kurunun herhangi bir düzeyini belirlemekten ziyade, kısa vadedeki aşırı oynaklıkları gidermek ve kur değişmelerinin ekonomi ve enflasyon (tahmin) hedefi üzerindeki olası etkilerini bertaraf etmek olmalıdır. Bu anlamda aynı temel politika enstrümanındaki değişmelerde olduğu gibi özellikle geçmişte ara kur rejimleriyle kriz yaşamış olan ülkelerde döviz piyasası aracılığıyla yapılan müdahalelerin nedenleri enflasyon hedeflemesinin iletişim ve şeffaflık özelliklerine bağlı olarak açıkça kamuoyu ile paylaşılmalı ve enflasyon beklentilerinin doğru bir biçimde yönlendirilmesi sağlanmalıdır.¹⁴⁹

iii. Varlık Fiyatlarındaki Değişmelere Karşı Politika Tepkisi

Varlık fiyatları para politikası karar alma sürecinde, hem aktarım mekanizmasının bir kanalı olarak toplam talep ve enflasyon üzerinde etkili olmaları hem de finansal piyasaların ekonominin geleceği ve makroekonomik koşullara yönelik beklentileri ile ilgili taşıdığı bilgi bağlamında önem kazanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulanırken para politikasının varlık (asset) fiyatlarındaki – hisse senedi, konut-arazi fiyatları – değişmelere tepki verip vermeyeceği ve para politikası karar alma sürecinde varlık fiyatlarının nasıl bir rol oynayacağı halen tartışmalı bir konudur.

Hakim görüş, esnek enflasyon hedeflemesi çerçevesinde varlık fiyatlarındaki değişmelere ancak enflasyon tahminini etkiledikleri ve beklenen enflasyon için sinyalleme yaptıkları ölçüde tepki verilmesini vurgulamaktadır.¹⁵⁰ Varlık fiyatları, diğer göstergeler gibi, enflasyon tahmininin türetilmesinde dikkate alındıklarından esnek enflasyon hedeflemesi ileriye yönelik bakış açısıyla otomatik olarak varlık fiyatlarındaki değişmelerin toplam talep üzerindeki etkilerini ortadan kaldırmaktadır. Öte yandan varlık fiyatlarındaki değişmelerin hangi düzeyde ekonominin temellerini yansıttığı hangi düzeyde piyasa psikolojisinin bir yansıması olduğunu tayin etmek son derece güçtür. Dolayısıyla varlık fiyatlarındaki değişmelerden kaynaklanan sistemik finansal istikrarsızlıkların giderilmesinde para

¹⁴⁹ Svensson, “Monetary Policy and Real Stabilization”, pp. 290 ve Ben S. Bernanke and M. Gertler, “Monetary Policy and Asset Price Volatility”, iç. **New Challenges for Monetary Policy**, p. 85

¹⁵⁰ Mishkin and Hebbel, p. 25

politikasından ziyade düzenleme ve denetim-gözetim otoriteleri daha etkili olmaktadır.¹⁵¹

Karşıt görüş ise, varlık fiyatlarındaki yükseliş ve çöküşlerin (boom-bust) finansal istikrarsızlığa yol açması ve reel ekonomi üzerindeki maliyetleri sebebiyle varlık fiyatlarının merkez bankası reaksiyon fonksiyonunda yer alabileceğini ileri sürmektedir. Bu bağlamda, varlık fiyatlarındaki değişimin ekonominin temellerini yansıtan kısmı ile finansal piyasalarda oluşan balonu (bubble) yansıtan kısmını ayırmak güç olsa da temel politika enstrümanı enflasyon ve üretim açığındaki değişmelere olduğu gibi varlık fiyatlarındaki değişmelere de herhangi bir balon oluşmadan tepki vermelidir.¹⁵²

c. Para ve Maliye Politikası Arasındaki Karşılıklı İlişkiler

Para ve maliye politikaları ile politikaları saptama ve yürütmekten sorumlu otoritelerin karşılıklı ilişkilerinin yapısı ve doğurduğu sonuçların analiz edilmesi, enflasyonun hangi nedenlerden kaynaklandığının bir diğer deyişle ekonomide fiyat düzeyinin nasıl belirlendiğinin ortaya konması ve para politikasının enflasyon hedefine yönelik olarak yürütülmesinde maliye politikasının rolünü açıklığa kavuşturmak açısından gereklilik arz etmektedir.

Klasik teori ve Monetarist görüş, miktar kuramı çerçevesinde fiyat düzeyinin tek belirleyicisi olarak para politikasını görmektedir. Bu anlamda enflasyon parasal bir olgudur ve her zaman ve her yerde parasal genişlemenin sonucudur. Fiyat istikrarının sağlanması amacıyla sadece para politikası yeterli görülmemekte ve mali otoritenin denk bütçe sorumluluğuna sahip olduğu bir ortamda maliye politikasının fiyat istikrarı amacı için herhangi bir fonksiyonu kalmamaktadır.

¹⁵¹ Stephen G. Cecchetti, H. Genberg and S. Whadwani, "Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework", **NBER Working Paper** No. 8970, June 2002 Cecchetti vd. varlık fiyatlarının hedeflenmesini değil olası uyumsuzluklara tepki verilmesi gereğini önemle vurgulamaktadır.

¹⁵² Helmut Wagner, "Globalization and Financial Instability: Challenges for Exchange Rate and Monetary Policy", **Fern Universität Hagen Diskussionbeiträge** No. 347, April 2003, p. 9 Varlık fiyatlarına herhangi bir balon oluşmadan müdahale edilmesi yönünde merkez bankaları da farklı tavır almaktadır. Örneğin FED ve ECB, müdahale yanlısı değilken İngiliz merkez bankası enflasyon hedeflemesinin tek başına yeterli olmadığını ve müdahale gerekliliğini vurgulamaktadır.

Keynesyen yaklaşım ise enflasyonist açık analizi dahilinde para arzı artışlarının yanında bütçe açıklarının da efektif talebi ve fiyat düzeyini etkileyeceğini kabul etmekle beraber uygun bir para politikası ve vergilerdeki artışlarla fiyat istikrarının yeniden sağlanabileceğini vurgulamaktadır. IS-LM-AD analizine bağlı olarak merkez bankası nominal faiz oranını ayarlamak suretiyle mal ve para piyasasının eş anlı dengesini sağlayabilmektedir.¹⁵³

Esas olarak her iki yaklaşımda da maliye politikasının fiyat düzeyi üzerindeki etkisi ihmal edilmekte, bütçe açıkları zımnen geçici olarak varsayılmaktadır. Parasal ve mali otorite ise kendilerine ait reaksiyon fonksiyonları olan iki ayrı ajan olarak algılanmamaktadır. Ancak bütçe açıklarının sürekli hale geldiği ve bütçe denklığı sorumluluğunu yerine getirmeyen bir mali otorite davranışı söz konusu olduğunda para politikası maliye politikasının güdümü altına girmekte ve enflasyonun hangi otorite tarafından nasıl kontrol edileceği sorusu gündeme gelmektedir.¹⁵⁴

Bu durum, parasal ve mali otoritelerin davranışlarının ayrı birer ajan olarak ele alınmasını gerektirmektedir. Dolayısıyla para politikasını enflasyon hedefine uygun bir biçimde yürütülebilmesi ve merkez bankasına fiyat istikrarı amacına yönelik olarak enstrüman bağımsızlığı tanınmasının uygulamaya ne ölçüde yansıtacağı parasal ve mali otoriteler arasındaki ilişkilerin yapısına bağlı olmaktadır.

Bu çerçevede, öncelikle parasal ve mali otorite arasındaki ilişkiler Hoş Olmayan Monetarist Aritmetik (unpleasant monetarist arithmetic) ve Fiyat Düzeyi Mali Teorisi (Fiscal Theory of the Price Level-FTPL) yaklaşımlarına bağlı olarak ele alınacak ardından enflasyon hedeflemesine yönelik olarak para ve maliye politikası arasındaki koordinasyonun gerekliliğine değinilecektir.

¹⁵³ Cafer Unay, **Makro Ekonomi**, genişletilmiş ve yenilenmiş 7. baskı, Bursa:VİPAŞ Yayın No. 13, 1999, pp. 275-276

¹⁵⁴ Bu soru (n) teorik düzeyin ötesinde özellikle Avrupa Birliği'nin İstikrar ve Büyüme Paketi (Stability and Growth) çerçevesinde yapılan tartışmalara ve parasal ve mali kurumların dizaynına yönelik önerilere de temel teşkil etmektedir.

i. Yeni Klasik Yaklaşım ve Hoş Olmayan Monetarist Aritmetik

Esas olarak Monetarist yaklaşımın temel argümanlarını paylaşan ancak rasyonel beklentiler varsayımı ile hem Monetarizm hem de Keynesgil yaklaşımdan ayrılan Yeni Klasik yaklaşım, toplam talebi belirleyen faktörler arasında bütçe açıklarını da yer vermekte ancak sözkonusu açıkların önemli bir role sahip olmadığını vurgulamaktadır.

Bütçe açıklarının toplam talep ve fiyatların belirlenmesinde herhangi bir etkiye sahip olmaması Barro-Ricardo denkliği önermesi ile açıklanmaktadır. Buna göre bugün kamu harcamalarında ortaya çıkan artış, bütçe açıklarının gelecek dönemde vergi ile finanse edileceğini rasyonel olarak öngören özel kesimin harcamalarını azaltmasıyla telafi edilmektedir. Zira, rasyonel beklentilere sahip bireyler bütçede cari dönemde oluşan değişimleri doğru bir biçimde algıladıklarında özel tasarruflarını toplam tasarruf düzeyindeki değişiklikleri telafi edecek şekilde uyarlamaktadırlar. Dolayısıyla, kamu borç stoğu değiştiğinde gelecekteki bütçe fazlası da aynı miktarda değişeceği için maliye politikası değişiklikleri toplam talep, fiyat düzeyi ve dolayısıyla faiz oranları üzerinde herhangi bir etkide bulunmamaktadır. Bu bağlamda bütçe açıklarının fiyat istikrarı üzerinde olumsuz bir etkisi söz konusu değildir.¹⁵⁵

Ancak T. Sargent ve N. Wallace (1981) bütçe açıklarının süreklilik kazandığı bir ortamda, uzun dönemde iç borçlanma ile finanse edilen bütçe açıklarının enflasyonist bir etki doğuracağını ve bir yandan borçlanmak bir yandan da para politikası ile enflasyonu düşük tutmanın mümkün olmadığını ortaya koymaktadır.¹⁵⁶ Hoş olmayan monetarist aritmetik olarak tanımlanan bu önerme, iç borçlanma ile artan reel faiz oranının ekonominin büyüme oranından daha büyük olması halinde iç borç ile ilgili sürdürülebilirlik sorununun doğacağı ve alternatif finansman yöntemlerine başvurul (a)mamasına bağlı olarak hükümetlerin önünde tek seçenek olarak para arzını artırmanın kalacağını vurgulamaktadır. Bu durumda para arzındaki artış ile doğan ex-

¹⁵⁵ Michael Woodford, "Fiscal Requirements for Price Stability", **NBER Working Paper** No. 8072, January 2001, p. 26

¹⁵⁶ Thomas J. Sargent and N. Wallace, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", **FED of Minneapolis Quarterly Review**, Vol. 5 No. 3 Fall 1981, p. 2

post enflasyon, başlangıçta bütçe açıklarının borçlanma yerine para arzındaki artış ile finanse edilmesiyle oluşacak ex-ante enflasyondan çok daha yüksek olacaktır.

Hoş olmayan monetarist aritmetik önermesi miktar kuramı geçerli olsa bile uzun dönemde para politikasının enflasyon üzerinde bir etkisi olmayabileceğini vurgulamaktadır. Sargent ve Wallace, bu durumu, sürekli mali açıkların olduğu bir ekonomide para politikasının maliye politikasının güdümünde olmasına karşılık gelen mali baskınlık (fiscal dominance) rejiminin varlığına bağlamaktadır.

Leeper'e göre (1991) bu durum aktif mali otorite ve pasif para otoritesi davranışlarının olduğu bir politika rejimine karşılık gelmektedir.¹⁵⁷ Buna göre aktif bir para otoritesi kamu borçlarını dikkate almaksızın uygun gördüğü bir kontrol değişkenini serbestçe belirlerken pasif para otoritesi tersine kamu borçları tarafından yönlendirilen aktif mali otorite davranışlarına uygun tepkiler vermekte ve para politikasını kamu borç şoklarına eşlik eder bir biçimde yürütmektedir. İki tip otorite davranışı arasındaki ayırım, iktisat politikası kararlarının alınma ve uygulanma sürecine karşılık gelen politika rejiminin, para ve maliye politikası arasında gelişen bir oyun sürecini yansıtmaya bağlı olarak yapılmaktadır.

Leeper'in tanımından hareket edildiğinde, aktif para otoritesinin olduğu rejimler Ricardocu rejimleri (para politikası dominant), pasif para otoritesinin olduğu rejimler ise Ricardocu olmayan rejimleri (maliye politikası dominant) ifade etmektedir. Her iki rejim arasındaki temel farklılık kamu borçlanma senetlerinin net servet etkisine sahip olup olmaması hususudur. Ricardocu rejimde devlet tahvillerinin net servet etkisi yaratmadığı kabul edilirken Ricardocu olmayan rejimlerde ise kamu borçlarının servet etkisine neden olduğu kabul edildiği için fiyat düzeyinin belirlenmesinde bütçe açıkları ve kamu borçları etkilidir.¹⁵⁸

¹⁵⁷ Eric Leeper, "Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies", **Journal of Monetary Economics**, Vol. 27 Issue 1, February 1991, p. 130

¹⁵⁸ Michael Woodford, "Control of the Public Debt: A Requirements for Price Stability", **NBER Working Paper** No. 5684, July 1996, p. 2

Bu çerçevede gerek Monetarist-Yeni Klasik yaklaşım gerekse hoş olmayan monetarist aritmetik önermesi Ricardocu politika rejimlerine karşılık gelmektedir. Zira her iki yaklaşımda da denk bütçe kısıtı dahilinde özel kesimin genişletici maliye politikalarına bağlı olarak tüketim harcamalarında herhangi bir değişiklik söz konusu olmamaktadır. Öte yandan para politikası dominant rejimde enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgu olması geçerli olmakta ve para politikası maliye politikasının etkisinde olmadığı için fiyat istikrarını sağlama amacına yönelik olarak istediği enstrümanı seçme bağımsızlığına fiilen de sahip olmaktadır.

Bu anlamda her iki yaklaşımın temel politika önerisi, merkez bankasının maliye politikasının baskısından uzak tutulması gerekliliği dahilinde sadece fiyat istikrarı amacına odaklanması ve bağımsız kılınmasıdır. Fiyat istikrarı amacına uygun davranan merkez bankası bu tutumuyla mali otoriteyi de bütçe açığı vermemeye yönelik olarak disiplinli davranmaya zorlayacaktır (compelled).¹⁵⁹

ii. Fiyat Düzeyi Mali Teorisi

Monetarist-Yeni Klasik ve hoş olmayan monetarist aritmetik yaklaşımının politika önermeleri karşısında E. Leeper, C. Sims ve M. Woodford gibi iktisatçılar tarafından geliştirilen FTPL literatürü, enflasyonun her zaman ve her yerde parasal bir olgu olmayabileceğini tartışmaya açmakta ve fiyat düzeyini belirleyen unsurun para miktarı değil mali açıklar ve bu açıkların getirdiği kamu borç stoğu olduğunu ortaya koymaktadır. Bu sebeple enflasyonu kontrol etmek için tek başına para politikası ve merkez bankasının yeterli olmayabileceğini ileri sürerek maliye politikalarının ve dolayısıyla da mali otoritenin bu konudaki önemi üzerinde durmaktadırlar.

FTPL yaklaşımında süreklilik kazanan bütçe açıkları ve bu açıkların finansman yöntemleri zamanlararası bütçe kısıtı ile incelenmektedir. Bu anlamda parasal ve mali otoriteler denk bütçe kısıtından bağımsız hareket etmekte ve maliye politikasındaki

¹⁵⁹ Sargent and Wallace, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", p. 7

değişikliklerin özel kesimin tüketim davranışları üzerindeki etkisi analize katılmaktadır.¹⁶⁰

Zamanlararası bütçe kısıtı para ve maliye politikaları arasındaki karşılıklı ilişkileri kurmakta ve kamu borcunun sürdürülebilir olması için gelecekteki birincil bütçe fazlalarının bugünkü değerinin bugünkü kamu borcunu ödeyebilecek durumda olmasını ifade etmektedir.

$$\beta_t = P_t \sum_{t=0}^{\infty} (T_t - G_t + S_t)(1 + R)^{-t}$$

Denklemin sol tarafında B nominal borç stoku, P ise genel fiyat düzeyidir. Sağ tarafta T reel bütçe geliri, G reel bütçe harcaması, s senyoraj geliri ve R iskonto oranıdır. Bu durumda senyoraj ihmal edilirse sağ taraf bütçe fazlalarının iskonto edilmiş toplamıdır. Kısıt koşuluna göre bütçe açıkları borçlanma ile finanse edildiğinde B gibi bir borç stoğu oluşmaktadır. Zamanlararası bütçe kısıtının sağlanması için reel borç stoku B/P, gelecek dönemlerin iskonto edilmiş bütçe fazlalarının toplamına eşit olmalıdır. Bu kısıt Ricardocu denklik önermesi geçerli iken sağlanmaktadır.

Hoş olmayan monetarist aritmetik yaklaşımına göre B/P oranı yükseldiğinde zamanlararası bütçe kısıtının sağ tarafının da yükselmesi ancak bütçe fazlası (T-G) verilmesi ya da senyoraj geliri ile mümkündür. FTPL yaklaşımı ise bir üçüncü yolun varlığından söz ederek P'nin yükselişi üzerinde durmaktadır. Bu bağlamda senyoraj gelirinin ihmal edilebilir düzeyde olduğu bir ekonomide enflasyonu belirleyen temel unsur kamu borçlarının büyüme oranı olmaktadır.¹⁶¹

FTPL yaklaşımının hoş olmayan monetarist aritmetik yaklaşımından farklı olarak ekonomide Ricardocu olmayan-maliye politikası dominant bir rejimin geçerli olduğunu

¹⁶⁰ Christopher A. Sims, "Precarious Fiscal Foundations of EMU", **De Economist**, Vol. 147 No. 4, December 1999, p. 416. FTPL teorisine yönelik temel eleştiriler için Willem H. Buiter, "A Small Corner of Intertemporal Public Finance-New Developments in monetary Economics: Two Ghosts, Two Eccentricities, A Fallacy, A Mirage and A Mythos", **NBER Working Paper** No. 10524, May 2004 ve Bennett McCallum, "Is The Fiscal Theory of the Price Level Learnable?", **Scottish Journal of Political Economy**, Vol. 50 No. 5, November 2003

¹⁶¹ Woodford, "Fiscal Requirements for Price Stability", p. 11 ve Ercan Uygur, "Enflasyonun Dinamiği ve İstikrar", **İktisat İşletme ve Finans**, No. 211, Ekim 2003, s. 62

kabul etmesidir. Böyle bir rejimde B/P oranı yükseldiğinde özel kesimin serveti de artmaktadır. Zira birincil bütçe fazlasının azalacağına ilişkin bir bekleyiş, özel kesimin vergi sonrası gelirlerini yükselteceğinden toplam talep ve fiyatlar artacaktır. Ancak denge P'nin yükselmesiyle reel kamu borç stoğu birincil bütçe fazlalarının toplamının bugünkü değerine eşit olduğu noktada yeniden sağlanacaktır.

Dolayısıyla, Ricardocu olmayan rejimde birincil bütçe fazlası dışsal bir değişkendir. Bütçe açığı ve kamu borçları mali otorite tarafından aktif olarak belirlenirken fiyat düzeyi ise para arzı sabitken içsel olarak zamanlararası bütçe kısıtını sağlayacak şekilde belirlenir. Bu anlamda mali değişkenlerin enflasyonist etkileri senyoraj gelirlerindeki değişiklik ile ilişkili olmamakta, fiyatlar para arz ve talebi tarafından değil, nominal kamu borçlarındaki artış ya da kamu borçlanma gereği tarafından belirlenmektedir.¹⁶²

Yukarıda yapılan açıklamalar çerçevesinde parasal ve mali değişkenlerin alacağı değerler ve fiyat düzeyinin belirlenmesi gelecekteki faiz dışı fazlanın (primary surplus) borç/GSYİH oranını ne ölçüde karşılayacağına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Eğer borç/GSYİH oranındaki artışlar faiz dışı fazla / GSYİH oranındaki yükseliş ile karşılanabiliyorsa para politikası dominant bir rejim söz konusudur ve fiyat düzeyi bütçe kısıtının bugünkü değerinden bağımsız olarak belirlenmektedir. Böyle bir ekonomide merkez bankası fiyat istikrarı amacı ve enflasyon hedefine odaklanabilir.

Aksine, faiz dışı fazla borç/GSYİH oranından bağımsız hareket ediyorsa maliye politikası dominant bir rejim söz konusudur ve fiyat düzeyi bütçe kısıtının bugünkü değeri tarafından belirlenir. Böyle bir ekonomide birincil fazla dışsal olarak saptanır ve sonra borç stoku bu değere bölünerek fiyat düzeyine ulaşılır. Enflasyon da P nin zaman içinde yol aldığı patikadan elde edilir. Bu durumda B arttığında eğer gelecek dönem bütçe fazlalarının düşük kalacağı beklentisi varsa P yükselir. Cari ve beklenen faiz dışı

¹⁶² Lawrence J. Christiano and T. J. Fitzgerald, "Understanding the Fiscal Theory of the Price Level", **FED of Cleveland Economic Review**, Vol. 36 No. 2, Quarter 2 2000, pp. 7-8 Öte yandan Ricardocu olmayan maliye politikasının varlığında fiyat düzeyi sadece toplam kamu borç stoğundan değil aynı zamanda borç stoğunun vade yapısı ve dövize ya da enflasyona endeksli olup olmamasından da etkilenmektedir.

fazladaki azalmalar kısa dönemde enflasyonist baskı yaratırlar ve bu baskılar yalnızca temel politika enstrümanı kullanılarak giderilemez. Merkez bankası maliye politikası dominant bir rejimde fiyatlar üzerindeki kontrolünü yitirmektedir. Böyle bir ortamda merkez bankasının yasal olarak olsa bile fiilen bağımsız olduğunu söylemek ve fiyat istikrarı ve enflasyon hedefine uygun bir biçimde para politikası yürütmek mümkün değildir.¹⁶³

Para politikası dominant bir rejimde, sıkı para politikası ve yüksek faizler, enflasyon hedeflemesine uygun bir para politikasına karşılık gelmektedir. Ancak, maliye politikası dominant bir rejimde, sıkı para politikası fiyat istikrarı yerine nominal faizlerdeki yükselişe bağlı olarak kamu yükümlülüklerini artırarak daha yüksek enflasyon doğurabilir.

FTPL yaklaşımı para ve maliye maliye politikası arasındaki ilişkiler açısından önemli bir sonuç ortaya koymaktadır: Uzun dönemde fiyat düzeyini ve enflasyonu belirleyen para miktarı değil mali açıklar ve bu açıkların getirdiği borç stokudur. Bu bağlamda fiyat düzeyinin belirlenmesinde, kamu yükümlülüklerinin değeri ve özel kesimin birincil bütçe fazlasına ilişkin bekleyişleri son derece önemli rol oynamaktadır. Bunun yanında para arzının enflasyon sürecindeki rolü farklı bir şekilde ele alınmaktadır. Enflasyonun mali dinamiklere bağlı olarak doğmasıyla para arzında bir artış mutlaka olacaktır ancak bu artışın nedeni kamu bütçesinin finansmanı değil mali dinamiklerle fiyat düzeyinde ortaya çıkan yükselme sonucu artan para talebini karşılamaktır.¹⁶⁴

Para politikasının enflasyon hedefine uygun bir biçimde yürütülebilmesi, FTPL yaklaşımı ile çizilen çerçeve dahilinde ekonominin hangi tip politika rejimi içerisinde bulunduğuna ve dolayısıyla para ve maliye politikası arasındaki karşılıklı ilişkilerin

¹⁶³ Matthew Canzoneri, R. E. Cumby and B. T. Diba, "Is the Price Level Determined by the Needs of Fiscal Solvency", **The American Economic Review**, vol. 91 No. 5, September 2001, pp. 1222-1224 Dilimizde "primary surplus" karşılığı olarak faiz dışı fazla yerleşik olarak benimsendiğinden birincil fazla yerine faiz dışı fazla terimi tercih edilmiştir.

¹⁶⁴ Bu anlamda FTPL iktisatçılarına göre enflasyon parasal bir olgu değil mali bir olgudur. Christiano and Fitzgerald, p. 3 ve Woodford, "Fiscal Requirements for Price Stability", pp. 7-8

yapısına bağlıdır. Bütçe açıklarının sürekli hale geldiği ve borç yükünün yüksek olduğu bir ekonomide fiyat istikrarı amacı ve enflasyon hedefine odaklı bir politika izleyebilmek için para ve maliye politikalarının koordinasyonu gereklidir.

iii. Para ve Maliye Politikalarının Koordinasyonu

Para ve maliye politikası arasındaki koordinasyon sorunu, birbirinden ayrı hedef ve öncelikleri olan iki ajanın varlığına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Bu bağlamda her iki politikanın koordinasyonu ile anlaşılması gereken, parasal ve mali otoritenin kendi amaç-hedeflerini bir arada gerçekleştirebilmek için uygun olan politika bileşimi seçmek suretiyle karşılıklı işbirliği yapmalarıdır.¹⁶⁵

Her iki otoritenin farklı hedef ve önceliklere sahip olmasına bağlı olarak belirli çatışma (conflict) durumları ortaya çıkabilir. Örneğin, kamu borç yönetiminden sorumlu mali otorite uygun bir borç kompozisyonu için maliyet ve risk arasındaki değiş-tokuş ilişkisini dikkate alırken para politikası enflasyon hedefine yönelik olarak yürütülecektir. Merkez bankasının, para politikasının kredibilitesinin artması amacıyla enflasyona endeksli ya da döviz cinsinden borçlanma yapılmasını tercih edebilmesi karşısında mali otorite enflasyona endeksli ya da döviz cinsinden borçlanmayı kamu borç dengeleri açısından doğuracağı maliyet-risk yapısı nedeniyle tercih etmeyebilir.¹⁶⁶

Bunun yanında aktif bir maliye politikası da koordinasyon başarısızlığına neden olabilir. Merkez bankası ile mali otorite arasında mevcut üretim açığı ya da istihdam düzeyine ilişkin farklı görüşlerin varlığı, örneğin merkez bankasının mevcut üretim açığını pozitif olarak değerlendirirken mali otoritenin açığın sıfır olduğuna inanması ve bu yönde genişletici maliye politikası uygulaması ve kısa vadeli istikrarı dikkate alması, koordinasyon sorunu doğuracaktır. Eğer merkez bankası doğan enflasyonu düşürmek için sıkı para politikası uygularsa mali otorite, mali genişlemenin uygun olduğu kanısına

¹⁶⁵ Christian H. Beddies, "Monetary Policy and Public Finances: Inflation Targets in a New Perspectives", **IMF Staff Papers**, Vol. 46 No. 3 September/December 1999, pp. 293-294 ve Andrew H. Hallett and N. Vieg, "Inflation Targeting as a Coordination Device", **Open Economies Review**, Vol. 13 No. 4 October 2002, p. 342

¹⁶⁶ Alessandro Missale, F. Giavazzi and P. Benigno, "How Is the Debt Managed? Learning from Fiscal Stabilizations", **Scandinavian Journal of Economics**, Vol 104 No. 3, September 2002, p. 467

varabilir. Ancak merkez bankası tekrar mali genişlemeye önlem için para politikasını kısacaktır ve sürecin devamı genişletici maliye politikası karşısında sıkı para politikasını beraberinde getirecektir.¹⁶⁷

Çatışma ve koordinasyon başarısızlığı açısından ele alındığında, enflasyon hedeflemesinin yürütülmesi açısından koordinasyon sorunu, fiyat istikrarı amacı ve enflasyon hedefine yönelik taahhüdü olan bağımsız bir merkez bankası karşısında maliye politikasının Ricardocu olmayan özelliklerinin ortadan kaldırılmasına yönelik olarak nasıl dizayn edileceğini bir diğer deyişle maliye politikası ile ilgili taahhüt mekanizmasının nasıl oluşturulacağını ifade etmektedir. Nitekim, kamu borç yönetiminden sorumlu mali otorite ile enflasyon hedefine yönelik taahhütte bulunan merkez bankası arasındaki stratejik etkileşimi ele alan çalışmaların temel vurgusu, koordinasyonun bulunmadığı bir ortamda miyopik hükümet-mali otorite davranışının enflasyon hedefine ulaşmayı tehlikeye attığından hareketle maliye politikasının para politikasını desteklemek amacıyla belirli bir borç hedefine yönelik taahhütte bulunmasıdır.¹⁶⁸

Bu yönüyle, maliye politikasının aynı para politikasında olduğu gibi belirli taahhüt koşulları altında uygulanmasının koordinasyon sorununu ortadan kaldıracığı düşünülmektedir. Literatürde bu amaçla, maliye politikasının belirli bir kurala bağlı olarak izlenmesi¹⁶⁹ (fiscal policy rules), kamunun borçlanma limitlerine ve mali sorumluluğuna yönelik olarak yasal düzenlemelerin yapılması,¹⁷⁰ Para Politikası Kuruluna benzer şekilde Maliye Politikası Kurulu (Fiscal Policy Committee)¹⁷¹ oluşturulması ve kamu borçlarının yönetimi için ayrı bir Borç Yönetimi Ofisi kurulması gibi öneriler yapılmaktadır.

¹⁶⁷ Kai Leitemo, "A Game Between Fiscal and the Monetary Authorities under Inflation Targeting", **European Journal of Political Economy**, Vol. 20 Issue 3 september 2004

¹⁶⁸ Roel M. W. J Beetsma and A. L. Bavenberg, "Central Bank Independence and Public Debt Policy", **Journal of Economic Dynamics and Control**, Vol. 21 Issue 4-5, May 1997

¹⁶⁹ Ludger Schuknecht, "EU Fiscal Rules Issues and Lessons from Political Economy", **ECB Working Paper Series** No. 421, December 2004

¹⁷⁰ Evan Tanner, "Fiscal Rules and Countercyclical Policy: Frank Ramsey Meets Gram Rudman-Hollings", **IMF Working Paper** No. 220, November 2003

¹⁷¹ Charles Wyplosz, "Fiscal Policy: Institutions vs. Rules", **HEI Working Paper** No. 03, 2002

Bu bağlamda maliye politikası, FTPL yaklaşımına bağlı olarak çizilen çerçeve temelinde merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşabilmesi için sürdürülebilir bir borç stoğu temin etmekle yükümlü kılınmakta ve buna ilişkin belirgin bir taahhüt mekanizmasının bir kural ya da düzenleme şeklinde oluşturulması gerekmektedir. Sürdürülebilir bir borç stoğu ve mali disipline yönelik bir kural ve taahhüt mekanizmasının varlığı, enflasyon hedefine yönelik kurumsal taahhüdün gerçekleştirileceği yönünde iktisadi ajanlar için bir sinyal işlevi görmektedir. Bu anlamda merkez bankasının enflasyon hedefine yönelik başarımı, iktisadi ajanların mevcut maliye politikasının gelecek dönem kamu borcu ve bütçe fazlası üzerindeki etkisine ilişkin beklentilerine bağlı olmaktadır.

iv. Faiz Dışı Fazla ve Enflasyon Hedeflemesi

Finansal piyasalar ve iktisadi ajanların para politikasının geleceğine ilişkin beklentilerinin yönlendirilmesinde enflasyon hedefi temel değişkendir. Buna mukabil finansal piyasalar ve iktisadi ajanların maliye politikasına ilişkin beklentilerinin yönlendirilmesinde kural ya da taahhüt mekanizması faiz dışı fazla ile karşılanmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin yürütülmesinde faiz dışı fazla iki açıdan önemli rol oynamaktadır. İlk olarak mali disiplini temin etmek ve para politikası ile koordinasyonu sağlayabilmek için belirli bir faiz dışı fazla hedefi oluşturularak maliye politikasına yönelik beklentiler için bir çapa elde edilmektedir. İkinci olarak dezenflasyon sürecinin doğurabileceği büyüme-istihdam kaybının mali disiplinin büyüme üzerindeki etkisi aracılığıyla giderilebileceği vurgulanmaktadır.¹⁷²

Dezenflasyon sürecinde sıkı para politikasının varlığına rağmen ekonomideki ücret-fiyat davranışlarının hemen enflasyon hedefine uygun bir biçimde ayarlanmamasında maliye politikasındaki kredibilite eksikliği üzerinde önemle durulmaktadır. Sıkı para politikasına destek olacak şekilde mali disipline yönelik

¹⁷² $d(t)$, t döneminde borç/GSYİH, g reel GSYİH büyüme oranını, r reel faiz oranını ve PS 'de GSYİH'nın nispeti olarak faiz dışı fazlayı göstermek üzere $t+1$ dönemindeki borç/GSYİH oranı $d(t+1)=d(t)[(1+r)/(1+g)]-PS$ olmaktadır. Buradan hareketle borç/GSYİH oranını sabit tutmak için gerekli faiz dışı fazla (PS^*) ise, $[(r-g)/(1+g)]d(t)$ ile ifade edilmektedir. Morris Goldstein, "Debt Sustainability, Brazil and the IMF", **IIE Working Paper** No. 1, February 2003, p.8

önlemler alınsa bile iktisadi ajanların beklentileri aynı takvim yılı içerisinde makroekonomik politika ortamındaki değişikliklere uyum sağlayamamaktadır. Bu bağlamda enflasyon beklentileri önemli ölçüde mali değişkenlerin seyri doğrultusunda oluşmaktadır. Haliyle faiz dışı fazlada yapılan ayarlamalar dezenflasyon sürecine enflasyon beklentilerinin uyumun tayin etmekte ve sıkı para politikası uygulansa bile düşük enflasyon maliye politikasının kredibilitesine bağlı olmaktadır.¹⁷³

Esas olarak kamu borcu üzerinden ödenen reel faizin ekonominin büyüme hızından yüksek olduğu durumlarda borç stoğundaki artışın kontrol altında tutulabilmesi için borç ödemelerinin bir kısmının faiz dışı fazla vermek yoluyla karşılanması gerekir. Dezenflasyon sürecinde finansal piyasalar ve iktisadi ajanların borcun sürdürülemeyeceği ya da faiz dışı fazla hedefinin tutturulamayacağı yönündeki beklentileri, hem risk primini artırmak suretiyle faiz oranını yükseltmekte hem de döviz kurunda değer kaybına neden olmaktadır. Faiz dışı bütçe dengesinde açık verilmesi daha yüksek borçlanma yapılmasını gerektirmekte, faiz ödemelerinin artması ile borç miktarı yeniden yükselerek kamu borç dinamiğinin bozulmasını ve kredibilite kaybına bağlı olarak faiz ve döviz kurunda istikrarsızlıklar yaşanabilmektedir.¹⁷⁴

Bunun yanında, borcun sürdürülebilirliği ve faiz dışı fazlaya ilişkin kaygılar ekonominin kırılma riskini artırmakta ve makroekonomik temellerde bir bozulmaya işaret ederek olası bir kriz için erken uyarı (early warning) işlevi görmektedir. Bu anlamda faiz dışı fazla hedefi hem dış yatırımcılar ve uluslararası kuruluşlar hem de yerli yatırımcılar tarafından hükümetlerin mali disipline yönelik sorumluluk düzeyini ve uygulanan maliye politikalarının kredibilitesini temsil etmektedir.¹⁷⁵

¹⁷³ Roberto Perotti, "Fiscal Policy in Good Times and Bad", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 114 Issue 4, 1999 ve Oya Celasun, R. G. Gelos and A. Prati, "Obstacles to Disinflation: What is the Role of Fiscal Expectations", **IMF Working Paper** No. 111, June 2004, p. 25

¹⁷⁴ Dubravko Mihajek and B. Tisot, "Fiscal Positions in Emerging Economies: Central Banks' perspective", iç. **BIS Papers** No. 20, October 2003, p. 16

¹⁷⁵ Francesco Drudi and A. Prati, "Signalling Fiscal Regime Sustainability", **IMF Working Paper** No. 86, July 1999 ve Goldstein, "Debt Sustainability, Brazil.....", p. 8 Nitekim FTPL literatürü, finansal krizlerin açıklanmasında mevcut borç stoğu kadar politika ortamında olası değişmelere bağlı olarak (örneğin seçimler gibi) beklenen bütçe açıklarının da rol oynadığı üzerinde önemle durmaktadır. Craig

Finansal piyasalar ve iktisadi ajanların bekleyişleri, kamu borç stoğunun büyüklüğü yanında, bileşimi ve vade yapısından da (maturity structure) etkilenmektedir. Kamu borç yönetimi için seçilecek enstrümanların enflasyona ya da dövizde endeksli yapısı, ulusal para ya da döviz cinsinden olması ve vade yapısına bağlı olarak, özellikle banka-finans kesimi ve kamunun bilançolarında vade ve kur uyumsuzluğunun olduğu durumlarda borcu çevirme (roll-over) riski doğmakta ve borçlanma dinamikleri bozularak enflasyon bekleyişlerini etkilemektedir.¹⁷⁶

Öte yandan uygulanan maliye politikasının kredibilitesi, sürdürülebilir bir borç stoğunu temin etmenin yanı sıra önemli ölçüde mali disiplinin kalitesine de bağlıdır. Mali disiplinin kalitesi ile kastedilen, mali uyumun gerçekleştirilmesinde kamunun harcama-gelir kompozisyonunu eğitim-sağlık hizmetleri gibi uzun vadede büyümeye katkıda bulunan alanları olumsuz etkilemeyecek düzeyde ayarlanması ve mali uyumun büyümeyi ve refahı artırıcı bir karakterde gerçekleşmesidir. Bu anlamda mali disiplin ile büyüme arasındaki ilişki genişlemeci mali daralma (expansionary fiscal contraction) önermesi ile açıklanmaktadır.¹⁷⁷

Buna göre istikrarlı bir borç/GSYİH oranının faiz dışı fazla ile sağlandığı ekonomilerde mali disiplin büyümeyi artırıcı dinamikler doğurabilir. Bunun temel sebebi kamu borçlarının düşük olduğu dönemlerde maliye politikalarının Keynesgil etkileri olmasına rağmen borçların yüksek olduğu dönemlerde Keynesgil olmayan etkilerin ortaya çıkmasıdır. İlk olarak borç stoğunun kontrol altına alınması ve mali disiplin, iktisadi ajanların gelecekteki maliye politikasının çok sıkı olmayacağı yönündeki bekleyişlerine bağlı olarak pozitif servet etkisi ile ertelenmiş tüketim ve

Burnside, M. Eichenbaum and S. Rebelo, "Government Finances in the Awake of Currency Crisis", **NBER Working Paper** No. 9786, June 2003

¹⁷⁶ M. S. Mohanty and M. Scatigna, "Countercyclical Fiscal Policy and Central Banks", iç. **BIS Papers**, p. 16

¹⁷⁷ Silvia Ardagna, "Fiscal Stabilizations: When Do They Work and Why", **European Economic Review**, Vol. 48 Issue 5, October 2004, p. 1048 Genişlemeci mali daralma argümanı özellikle güçlü ve katı mali disiplinin (fiscal austerity) kamunun eğitim ve sağlık gibi sosyal harcamalara pay ayırmasını engellediği yönündeki eleştirilere karşılık olarak kullanılmaktadır.

yatırım kararlarının öne çekilmesi büyüme dinamiği oluşturabilmektedir (bekleyişler kanalı).

Daraltıcı mali disiplinin genişletici etkisi ikinci olarak, mali disiplinin kompozisyonuna bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Şayet mali disiplin vergilerdeki artışlardan ziyade kamu harcamalarındaki azalış ve tasarruflar ile karşılanıyorsa, özellikle sendikalar ile ücret pazarlıklarında sağlanan ılımlı ücret artışları istihdamı ve büyümeyi artırıcı etkiler doğurabilmektedir¹⁷⁸ (işgücü piyasası kanalı).

Bu çerçevede belirli bir dönem boyunca faiz dışı fazla verilerek borç stoğunun kontrol altına alınması ve vergilerdeki artışlardan ziyade kamu harcamalarının kısılması ile gerçekleştirilen mali disiplin, kamu borç stoğunu azaltmakta, borcun vadesini uzatarak faiz oranlarında daha kalıcı düşüşler yaratmakta ve finansal piyasaların para ve maliye politikalarına ilişkin bekleyişleri olumlu etkilenmektedir.¹⁷⁹

Yapılan açıklamalar ışığında varılan temel sonuç, para ve maliye politikasının koordinasyonunun, olası çatışmaların ortadan kalkması için enflasyon hedefinin ortaklaşa belirlendiği ve her iki politika için taahhüt mekanizmasının (enflasyon hedefi ve faiz dışı fazla hedefi) temin edildiği bir makroekonomik ortamda sağlanabileceğidir.

D. Enflasyon Hedeflemesinin Stratejik Gereklilikleri

Enflasyon hedeflemesi altında para politikası, uygun bir operasyonel dizayna bağlı olarak ve gerek karar alma ve oluşum süreci gerekse diğer makroekonomik değişkenlere tepki verilmesinde önceliği enflasyon (tahmin) hedefine vererek yürütülse de, belirli stratejik koşulların yerine getirilmiş olmasına ihtiyaç duymaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin stratejik gereklilikleri denildiğinde ilk olarak, para politikasının yasal-kurumsal çerçevesinin oluşturulması üzerinde durulmaktadır. Yasal çerçeve, fiyat istikrarı amacının koruma altına alındığı ve istediği enstrümanı serbestçe

¹⁷⁸ Ardagna, p. 1048

¹⁷⁹ Frank Barry and M. B. Devereux, "Expansionary Fiscal Contraction: A Theoretical Exploration", **Journal of Macroeconomics**, Vol. 25 Issue 1, March 2003, p. 2 ve Silvia Ardagna, "Financial Markets'behaviour Around Episodes of Large Changes in the Fiscal Stance", **ECB Working Paper** No. 390, September 2004, p. 6

seçebilme hususunda bağımsız bir merkez bankasının varlığını gerektirmektedir. Kurumsal çerçeve ise enflasyon hedeflemesinin ayırt edici unsurlarından olan şeffaflık ve hesap verebilirlik mekanizmalarının oluşturulmasını ifade etmektedir.

Stratejik gerekliliklerde ikinci olarak, enflasyon hedeflemesinin başarılı ve etkin bir biçimde işleyebilmesi için makroekonomik istikrar ortamının varlığı ve buna bağlı bir biçimde finansal istikrarı temsil etmektedir. Bu anlamda ekonominin iç ve dış dengesinin enflasyon hedeflemesinin yürütülmesinde ne gibi dinamikler doğurduğu ele alınmaktadır. Finansal istikrar ortamının varlığı ve banka-finans kesiminin gelişmişlik düzeyi ise, finansal istikrarın fiyat istikrarı gibi merkez bankalarının benimsedikleri bir amaç olması itibariyle önem kazanmaktadır.

Genel olarak, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi yürütebilmek için belirli bir kurumsal ve teknik yeterliliğe sahip olması, kendi başına enflasyon hedeflemesinin gerektirdiği bir unsur olmadığı ve merkez bankacılığının günümüzde geldiği düzeyi ifade ettiği yönündeki argümanlar çerçevesinde bir stratejik gereklilik olarak değerlendirilmemektedir. Buna mukabil, merkez bankasının kurumsal ve teknik yeterliliğe sahip olması enflasyon hedeflemesi uygulayan ya da enflasyon hedeflemesine geçmeyi amaçlayan gelişmekte olan ülkeler açısından stratejik bir gereklilik olarak karşımıza çıkmaktadır.¹⁸⁰

1. Yasal Çerçeve, Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

Enflasyon hedeflemesinin yasal-kurumsal unsurları, daha önce ele alındığı üzere içerdikleri değiş-tokuş ilişkileri itibariyle para politikasının kredibilitelerini doğrudan etkilemektedir.

Bunun yanında belirli bir enflasyon hedefinin varlığı, hedefe ulaşma konusunda bağımsız kılınan merkez bankasının para politikası uygulamaları ile ilgili olarak şeffaf ve hesap verebilir bir konumda olmasını temin etmektedir. Bu anlamda yasal-kurumsal unsurlar kredibilitenin ötesinde, demokratik işleyişe sahip bir toplumda merkez bankası

¹⁸⁰ Schaechter and Stone, p. 33

ile kamuoyu ve hükümet-mali otorite arasındaki ilişkileri de ortaya koyması nedeniyle enflasyon hedeflemesinin ekonomi-politik boyutuna karşılık gelmektedir.

a. Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için merkez bankasının bağımsız olması gerekliliğin temelinde, para politikasının nihai ve öncelikli amacı olarak fiyat istikrarının belirlenmiş olması yatmaktadır. Bunun yanında uygun bir biçimde dizayn edilmiş merkez bankası yasası, enflasyon hedeflemesinin başarısı ve para politikasının kredibilitesi açısından gereklilik arz etmektedir.

Para politikasının fiyat istikrarı amacı doğrultusunda yürütülmesi ile ilgili olarak merkez bankasının bağımsız olması gerekliliği, enflasyon hedeflemesinin uygulamaya başlanmasından önce birçok gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından benimsenmiştir. Bu bağlamda bağımsızlık kavramı üzerine ilk yaklaşımlar, kavramı merkez bankası ile hükümet arasındaki ilişkileri düzenleyen yasal çerçeve açısından ele almakta ve yasal (legal) bağımsızlık ile fiili (actual) bağımsızlık üzerinde durmaktadır.¹⁸¹

Yasal-fiili bağımsızlık ayırımına dayalı olarak yapılan çalışmaların temel vurgusu, fiyat istikrarı amacını açıkça ifade eden ve merkez bankasını hükümetten ve diğer kamu kurum ve kuruluşlarından gelebilecek baskılar karşısında koruma altına alan bir düzenlemenin merkez bankası yasasında yapılmasıdır. Bu yönde yapılan çalışmalar merkez bankasının bağımsız olduğu ülkelerin daha düşük enflasyon performansı gösterdiği yönünde sonuçlar ortaya koymuştur.¹⁸²

Merkez bankasının bağımsızlığına yönelik yasal düzenleme yaklaşımı, enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşabilmesi için fiyat istikrarı amacının nihai ve öncelikli amaç olduğuna dair kurumsal bir taahhüdün merkez bankası yasasında açık bir biçimde

¹⁸¹ Cukierman, **Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence**, p. 369
Yasal bağımsızlığın varlığı, para politikasının yürütülmesinde fiyat istikrarı amacının önemi, merkez bankası başkanın atanması, işinden alınması ve görev süresi, merkez bankasının hedefleri, politika oluşturulması ve anlaşmazlıkların çözümü ve merkez bankasının kamu sektörüne borç verme limitleri gibi kriterlere bağlı olarak ele alınmaktadır.

¹⁸² Helge Berger, J. de Haan and S. C. W. Eijffinger, "Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence", **Journal of Economic Surveys**, Vol. 15 No. 1, February 2001, p. 30

yer alması gerekliliğine temel oluşturmaktadır. Buna bağlı olarak enflasyon hedeflemesi açısından bağımsızlık, seçilen nihai amaca-hedefe yönelik hareket etme hususunda merkez bankasının bağımsız davranabilme yeteneği dahilinde ele alınmaktadır.

Bu çerçevede geliştirilen yaklaşımlar, daha önce belirtildiği gibi, para politikası uygulama sürecine atıfta bulunarak amaç-enstrüman bağımsızlığı ayırımına vurgu yapmakta ve enflasyon hedeflemesinin işleyişi açısından uygun bir çerçeve sunmaktadır. Bu anlamda, fiyat istikrarı amacına ulaşabilmek için yetki verilen merkez bankası söz konusu amacı gerçekleştirme yönünde istediği enstrümanı serbestçe seçme ve kullanma olanağına sahip olmalıdır.¹⁸³

Gerek yasal-fiili bağımsızlık, gerekse amaç-enstrüman bağımsızlığı ayırımları, özünde, ekonominin kendi öznel koşulları dahilinde fiyat istikrarı amacını tehdit eden unsurların -siyasetçilerin zaman tutarsızlığına yol açan baskıları ve kronik bütçe açıklarının merkez bankası kaynaklarından finanse edilmesi gibi- ortadan kaldırılmasını amaçlamaktadır. Bunun yanında, finansal sistemin etkin bir biçimde işlememesinden kaynaklanan sorunların ve sistemik krizlerin para politikası üzerindeki etkilerinin giderilmesi amacıyla fiyat istikrarı amacını destekleyici ikincil bir amaç olarak finansal istikrar amacına merkez bankası kanunlarında yer verilmektedir.¹⁸⁴

Finansal istikrar amacının merkez bankası yasasında varolması halinde, fiyat istikrarı amacına nazaran taşıdığı önem ve öncelik açık bir biçimde ortaya konmalıdır. Merkez bankasının iki amaç arasındaki olası çatışmaları önleyebilmek için hangi durumlarda son borç verici merci olarak işlev göreceği, ödemeler sisteminin işleyişi ve bankacılık isteminin denetim-gözetim süreçleri açısından ne gibi bir role sahip

¹⁸³ Debelles ve Fischer'in amaç-enstrüman bağımsızlığı ayırımını Lybek ve Morris, amaç-hedef-enstrüman bağımsızlığı şeklinde yapmaktadır. Bu anlamda hedef bağımsızlığı, fiyat istikrarı amacını operasyonel hale getiren enflasyon hedefinin de tek başına merkez bankası tarafından belirlenmesi ve merkez bankası yasasında yer almasını ifade etmektedir. Tony Lybek and J. Morris, "Central Bank Governance: A Survey of Boards and Management", **IMF Working Paper** No. 226, December 2004, p. 11

¹⁸⁴ Peter J. N. Sinclair, "Central Banks and Financial Stability", **Bank of England Quarterly Bulletin**, November 2000, p. 378.

olacağıının merkez bankası yasasında açık bir biçimde tanımlanması para politikasının kredibilitesine daha fazla katkıda bulunacaktır.¹⁸⁵

Enflasyon hedeflemesi açısından, merkez bankası bağımsızlığının yasal teminat altına alınması kadar, söz konusu yasanın uygun bir biçimde dizaynı da önem kazanmaktadır.¹⁸⁶ Bu bağlamda merkez bankası yasasında, sadece para politikasının amaç ve öncelikleri değil, enflasyon hedeflemesi altında para politikası uygulama sürecinin özelliklerine bağlı olarak Para Politikası Kurulu üyelerinin nasıl seçileceği, hükümet ile koordinasyon ve olası çatışma durumları, kendi iç yönetim (governance) yapısının işleyişi, denetim ve hesap verebilirlik unsurları da açık bir biçimde tanımlanmalıdır.

Öte yandan, bir kurum olarak merkez bankasının kendi bütçesini oluşturması ve personel yapısını belirlemesi, kendi imkan ve kaynaklarını kullanabilmesi hususunda kurum dışı müdahalelerden uzak olması da bağımsızlığın unsurları arasında yer almaktadır. Haliyle merkez bankasının olası kar ya da zarar etmesi karşısında nasıl bir prosedür izleneceğinin de merkez bankası yasasında açık bir biçimde ortaya konması gerekmektedir.¹⁸⁷

b. Hesap verebilirlik

Hesap verebilirlik, fiyat istikrarı amacına ulaşma ve para politikasını enflasyon hedefine yönelik olarak uygulama açısından enstrüman bağımsız olan merkez bankasının, politika aksiyonlarında kamuoyu ve parlamento karşısında sorumlu olmasına karşılık gelmektedir.

Esas olarak demokratik işleyişe sahip bir toplumda seçimle işbaşına gelen siyasi otoritenin halka hesap verme zorunluluğu bulunmaktadır. Bu anlamda para politikası

¹⁸⁵ Finansal istikrarın merkez bankası kanunlarında nasıl bir çerçeveye oturtulduğunu gösteren bir çalışma için S. Oosterlo and J. de Haan, "A Survey of Institutional Frameworks for Financial Stability", **DNB Occasional Studies**, Vol. 1 No. 4,2003

¹⁸⁶ Lybek and Morris, p. 19 ve Schaechter and Stone, p. 33. İlgili literatür, merkez bankasının yapısını kurumsal yönetim (corporate governance) ilkeleri çerçevesinde ele almaktadır.

¹⁸⁷ Bu konu merkez bankasının kendi bilançosunu kontrol edebilme gücü ile yakından ilgilidir. Christopher A. Sims, "Fiscal Aspects of Central Independence", **CESifo Working Paper** No. 547, August 2001, p. 2

uygulamalarının seçimle işbaşına gelmeyen merkez bankasına devredilmesi demokratik açık (democratic deficit) sorununu beraberinde getirmektedir. Nitekim, bağımsız bir merkez bankası ile hesap verebilirlik arasında belirgin bir değiş-tokuş ilişkisinin varlığı söz konusudur.¹⁸⁸

Buna mukabil, enflasyon hedefinin, merkez bankasının hedefe yönelik politika uygulamalarında hesap verebilirliğine temel teşkil etmesi nedeniyle demokratik açık sorununu ortadan kaldıracak şekilde vurgulanmaktadır. Ayrıca hesap verebilirlik, para politikasındaki gecikmelerin kamunun merkez bankasının performansını izlenmesi ve değerlendirmesi yönünde doğurduğu güçlükler nedeniyle bir gereklilik teşkil etmektedir.¹⁸⁹

Enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde işleyebilmesi için merkez bankasının hesap verebilirliği üç temel özelliğe sahip olmalıdır:¹⁹⁰

İlk olarak para politikası hedefleri açıkça tanımlanmalı ve öncelik sıralaması yapılmalıdır. Buna göre fiyat istikrarı amacının önceliği ve enflasyon hedefi, merkez bankasının performansının değerlendirilmesine daha fazla imkan vermektedir. Ayrıca, hedefin hükümet-mali otorite ile ortak bir biçimde tespiti, hem hesap verme yükümlülüğünün tümüyle merkez bankası üzerinde kalmamasına hem de maliye politikasının disipline edilmesine yardımcı olmaktadır.

İkinci olarak para politikası uygulamaları şeffaf olmalıdır. Zira merkez bankasının hedefe ulaşma konusundaki başarısının değerlendirilebilmesi için uygulamaları ile ilgili bilginin açık bir biçimde kamuoyuna sunulması gerekmektedir. Böylelikle, hem performansa ilişkin yargılama imkanı doğmakta hem de hedefe ulaşamaması durumunda merkez bankası ya da hükümet – mali otoritenin sorumluluk düzeyinin belirlenmesi daha kolay yapılmaktadır.

¹⁸⁸ Clive B. Brilaut, A. Haldane and M. King “Independence and Accountability”, **Bank of England Working Paper** No. 49, 1996, p. 5

¹⁸⁹ Debelle, “Inflation Targeting in Practice”, p. 17

¹⁹⁰ Sylvester C. W. Eijffinger and M. Hoeberichts, “Central Bank Accountability and Independence: Theory and Some Evidence”, **Deutsche Bundesbank Discussion Paper** No. 6, November 2000, p. 8

Üçüncü olarak, para politikası uygulamalarına ilişkin nihai sorumluluğun kime ait olacağı belirlenmelidir. Nihai sorumluluğun belirlenmesi merkez bankasının parlamento ile ilişkileri ve merkez bankası başkanının görevden alınma prosedürleri açısından önem kazanmaktadır. Merkez bankasının, politika uygulamaları nedeniyle parlamentoya karşı sorumluluğu demokrasinin doğası gereğidir. Bu sebeple parlamentoya düzenli raporlar sunulmalı ve para politikasının işleyişiyle ilgili bilgilendirme toplantıları yapılmalıdır.

c. Şeffaflık ve İletişim Prosedürleri

Enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde işleyebilmesi için merkez bankasının para politikası uygulamalarının şeffaf olması ve uygulamalarının kamuoyu ve iktisadi ajanlara açıklanmasında belirli iletişim prosedürlerinin oluşturulması gereklidir.

Para politikası uygulamalarının şeffaf olması gerekliliği, merkez bankasının para politikası ile ilgili olarak kamuoyu ve iktisadi ajanlar nezdinde enformasyon avantajına sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Bu anlamda şeffaflık, para politikası yapıcılar ile iktisadi ajanlar arasında asimetrik enformasyonun olmaması şeklinde tanımlanabilir.¹⁹¹ Şeffaflık ile asimetrik enformasyon sorununun ortadan kaldırılarak para politikasının kredibilitésinin tesis edilebilmesi için, merkez bankasının elindeki enformasyonu kamuoyu ve iktisadi ajanlarla paylaşması ve böylelikle hedeflerine ulaşma hususunda hesap verebilirliğine yönelik bir temel oluşturulması arzulanmaktadır.¹⁹²

Bunun yanında şeffaflık, para politikası, faiz oranları ve enflasyon ile ilgili belirsizlikleri azaltarak özel kesimin karar alma sürecine yardımcı olmakta ve kamuoyunu para politikası ile nelerin yapıp nelerin yapılamayacağı hususunda aydınlatarak kamuoyunda para politikası ile ilgili eğitici ve aydınlatıcı tartışma imkanı doğurmaktadır. Öte yandan, enflasyon hedeflemesinin teorik analizinde ortaya konulduğu gibi, merkez bankası politika uygulamalarında inandırılığını artırarak daha

¹⁹¹ Petra M. Geraats, "Central Bank Transparency", *The Economic Journal*, Vol. 112 Issue 483, November 2002, p. 533

¹⁹² Asimetrik enformasyonun varlığı, enformasyon dezavantajına sahip olan iktisadi ajanlar için belirsizlik etkisi doğururken, enformasyon avantajına sahip merkez bankası için iktisadi ajanları kendi amaçları doğrultusunda manipüle edebilmesine yönelik güdü etkisi doğuracaktır. Güdü etkisine bağlı olarak şeffaflık, merkez bankasının para politikası ile ilgili olarak açık, anlaşılır ve dürüst olması şeklinde tanımlanmaktadır. Winkler, p. 18

esnek davranabilmekte ve bekleyişleri enflasyon hedefi doğrultusuna yönlendirebilmektedir.¹⁹³

Enflasyon hedeflemesi altında para politikası uygulama sürecinin farklı aşamalarında gözlenen şeffaflık olgusu beş farklı biçimde ele alınabilir:¹⁹⁴

- Politik Şeffaflık: Para politikasının üzerine kurulduğu temel değişken olan enflasyon hedefinin net bir biçimde tanımlanması ve ilan edilmesini ifade eder.

- Ekonomik Şeffaflık: Para politikası uygulama sürecinde kullanılan bilgi seti, tahminlerin ve politika analizlerinin dayandırıldığı model ve bankanın kendi bünyesinde yapılan tahminlerin açıklanmasını ifade eder.¹⁹⁵

- Prosedürel Şeffaflık: Hedefleme biçimini karakterize eden kural ya da stratejinin ne olduğunu ve temel politika enstrümanının ayarlanması ve genel olarak para politikası kararlarının nasıl alındığını ifade eder. Bu anlamda herhangi bir politika kararına ilişkin oylama (voting) ve Para Politikası Kurulu görüşme tutanaklarının ilan edilmesi prosedürel şeffaflık içinde yer almaktadır.

- Politika şeffaflığı: Alınan politika kararlarının ve bilhassa geleceğe yönelik politika aksiyonlarının hangi yönde gelişeceğini zamanında duyurulması bir diğer deyişle haber alma olanağının bulunmasına yönelik şeffaflığı ifade eder. Bu anlamda faiz oranı kararları ve döviz piyasasına yönelik basın duyuruları politika şeffaflığı içinde yer almaktadır.

¹⁹³ Bernanke et al., p. 296

¹⁹⁴ Geraats, p. 540. Geraats'tan farklı olarak A. Posen'in sınıflandırması için Adam S. Posen, "Six Practical Views of Central Bank Transparency", **IIE Working Paper**, May 2002

¹⁹⁵ Ekonomik şeffaflığa bağlı olarak enflasyon tahminlerinin yayınlanması para politikasının öngörülebilirliğini artırmakta, özel kesimin bekleyişlerinin enflasyon hedefine uygun bir biçimde oluşmasını sağlayarak üretim değişkenliğini azaltmaktadır. J. Tarkka and D. Mayes, "The Value of Publishing Official Central Bank Forecasts", **Bank of Finland Discussion Paper** No. 22, 1999, p. 4 Bunun yanında ekonomik şeffaflık ile beraber politika şeffaflığı artıkça enflasyon düşmekte ve dezenflasyonun refah maliyetleri de azalmaktadır. G. Chortareas, D. Stasavage and G. Sterne, "Does it Pay to be Transparent? International Evidence from Central Bank Forecasts", **FED of St. Louis Review**, Vol. 84 No. 4, July/August 2002, p. 99

- Operasyonel Şeffaflık: Para politikası aksiyonlarının yürütülmesi ile ilgili olarak temel politika enstrümanının ayarlanmasında yapılan kontrol hataları ve para politikası aktarım mekanizmasının işleyişinde görülen sorunlara ilişkin şeffaflığı ifade eder.

Esas olarak enflasyon hedeflemesi altında para politikasının şeffaflık düzeyinin ne olması gerektiği temel bir tartışma konusu olarak literatürde yer almaktadır.¹⁹⁶ Bununla birlikte para politikası aksiyonlarının zamanında ve doğru bir biçimde kamuoyuna ve iktisadi ajanlara aktarılması, finansal piyasa davranışları ve bekleyişlerin yönlendirilebilmesini mümkün kılarak nihai amaca ulaşma yolunda para politikasının etkinliğini artırmaktadır.

Öte yandan şeffaflık, merkez bankasının politika uygulamalarına yönelik fiili bir taahhüt işlevi görerak ihtiyari politika uygulamasının ilan edilen hedefle ne ölçüde tutarlı olduğunu gözleme imkanı sunmaktadır.¹⁹⁷ Bunların yanında şeffaflık ile ilgili belirtilmesi gereken önemli bir nokta, bağımsız bir merkez bankasının kendi amaç – hedef ve aksiyonları ile ilgili olarak kamuoyu ile doğrudan iletişim kurmasının bağımsızlığını zedeleyici müdahaleler karşısında politika uygulamalarının arkasında durabilecek kamuoyu desteğini beraberinde getirmesidir.¹⁹⁸

¹⁹⁶ Tartışmalar ekonomik şeffaflık, prosedürel şeffaflık ve operasyonel şeffaflık çerçevesinde gelişmektedir. Cukierman, merkez bankalarının enflasyon hedefine nazaran kullandıkları ekonomik modeller ve üretim açığı hususunda para politikasının esnekliğini kaybetmemek için şeffaf davranamayacaklarını vurgulamaktadır. Öte yandan Mishkin, Svensson'un reaksiyon fonksiyonunda enflasyon ve üretim açığına verilen ağırlıkların açıklanması yönündeki önerisine iktisadi ajanlarla iletişim sürecini karmaşık hale getireceği ve merkez bankasının daha kısa vadeye odaklanmasına neden olacağı gerekçesiyle karşı çıkmaktadır. Bu anlamda para politikası uygulama sürecinin teknik doğasından kaynaklanan sınırlamalar nedeniyle şeffaflığın doğal sınırları olduğu açıktır. Alex Cukierman, "Are Contemporary Central Banks Transparent About Economic Models and Objectives and What Difference Does it Make", **FED of St. Louis Review**, Vol. 84 No. 4, July/August 2002, P. 32, Frederic S. Mishkin, "Can Central Bank Transparency Go too Far?", **NBER Working Paper**, No. 10829, October 2004, p. 27, Hrrmann Remsperger and A. Worms, "Transparaency in Monetary Policy", **Center for Financial Studies Working Paper** No. 16, 1999, p. 17

¹⁹⁷ Bu ise önemli ölçüde ekonomik şeffaflık ile sağlanmaktadır. Ekonomik şeffaflığın artması merkez bankasının belirli bir kural taahhüt etmeksizin enflasyonist eğilimi ortadan kaldırmaktadır. Geraats, p. 521 ve Jon Faust and Lars E. O. Svensson, "The Equilibrium Degree of Transparency and Control in Monetary Policy", **Journal of Money Credit and Banking**, Vol. 34 No. 2, 2002 p. 521

¹⁹⁸ Bunun yanında merkez bankaları, kamuoyu ve piyasalarla kurdukları iletişim sayesinde hükümet-mali otoritenin davranışlarını belirli düzeylerde eleştirebilmektedirler.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankası yukarıda ele alınan farklı şeffaflık kategorileri dahilinde kamuoyuna, gerek politika aksiyon ve kararlarını gerekse ekonomi ile ilgili gelen yeni bilgileri düzenli ve zamanında açıklayabilmek için belirli bir iletişim stratejisi ve araçlarına ihtiyaç duymaktadır.¹⁹⁹ Bu amaçla merkez bankalarının kullandığı temel iletişim araçları şöyle sıralanabilir:

- Düzenli basın duyuruları ve Para Politikası Kurulu toplantısının ardından düzenlenen basın konferansları

- Düzenli olarak yayınlanan enflasyon raporu: Bu rapor esas olarak enflasyonun hedef değerinden sapmasının sebepleri, gelecekteki görünümü ve hedefe etki edebilecek makroekonomik riskler konusunda merkez bankasının değerlendirmesi ve geleceğe yönelik enflasyon tahminlerini içermektedir.

- Düzenli olarak yayınlanan özel merkez bankası yayınları: Bu yayınlar arasında, yıllık rapor, para politikası raporu, ülke ve dünya ekonomisi ile ilgili yayınlar ve bizzat merkez bankasının editörlüğünü yaptığı periyodikler ve konferans tebliğlerini bir araya getiren kitaplar yer almaktadır. Ayrıca merkez bankası başkanı, yardımcıları ya da Para Politikası Kurul üyelerinin çeşitli yerlerde yaptığı konuşma ve sunumlarda – ki bu tür faaliyetlerin ülkenin her yanında olması gerekliliği vurgulanmaktadır- yayınlanabilmektedir.

- Son olarak hemen hemen tüm merkez bankaları kendi web sitelerini oluşturarak yukarıda belirtilen duyuru ya da yayınlara internet sayfalarında yer vermektedirler.

2. Makroekonomik İstikrar

Enflasyon hedeflemesinin uygulamadaki etkinliği ve başarısı önemli ölçüde makroekonomik istikrar ortamının varlığına bağlı olarak gerçekleşmektedir. Makroekonomik istikrar ortamının varlığı ile ekonominin iç ve dış denge açısından sürdürülebilir bir görünüm arz etmesi gerekliliği üzerinde durulmaktadır.

¹⁹⁹ Bernanke et al., pp. 36-37

Enflasyon hedeflemesi açısından makroekonomik istikrar ortamının varlığı iki açıdan önem arz etmektedir. İlk olarak mali baskınlığın olduğu ve sürdürülemez bir borçlanma dinamiğinin bulunduğu bir makroekonomik ortamda merkez bankası temel politika enstrümanını enflasyon hedefine yönelik bir biçimde kullanma hususunda kısıtlanmaktadır. İkinci olarak, dışsal baskının (external dominance) olduğu bir ekonomide merkez bankası, fiyat istikrarı ile kur istikrarı (ya da finansal istikrar) arasında bir çatışma ile karşı karşıya kalabilmekte buna bağlı olarak temel politika enstrümanı enflasyon hedeflemesine uygun bir biçimde konjonktür karşıtı (counter cyclical) değil konjonktür lehine (pro cyclical) kullanılmakta ve kur istikrarı (ya da finansal istikrar) fiyat istikrarının önüne geçmektedir.²⁰⁰

Bu sebeple daha önce yüksek enflasyon yaşamış ve önemli ölçüde iç ve dış açık veren ekonomilerde makroekonomik istikrar ortamının sağlanmasına paralel olarak enflasyon hedeflemesine geçilmesi savunulmakta ve başlangıç enflasyon oranının belirli bir düzeye indirilmiş olması finansal kriz dinamikleri doğuran makroekonomik ortamın tekrar oluşmaması için stratejik bir gereklilik olarak değerlendirilmektedir.²⁰¹ Böylelikle enflasyon hedeflemesi ile finansal kriz dinamikleri arasında herhangi bir bağ kurmak mümkün olmayacaktır.

Enflasyon hedeflemesinin stratejik bir gerekliliği olarak makroekonomik istikrarın varlığı açısından belirtilmesi gereken önemli bir nokta, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren finansal liberalizasyon ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesine bağlı olarak makroekonomik politika ortamındaki değişikliklerdir.²⁰² Bu sebeple enflasyon hedeflemesi altında temel politika enstrümanının kullanımı ve fiyat istikrarı ile kur

²⁰⁰ Konjonktür karşıtı politika izlemek, iktisadi faaliyet hacminin arttığı (azaldığı) ve enflasyonist (deflasyonist) baskıların ortaya çıktığı dönemlerde merkez bankasının enflasyon hedeflemesinin ruhuna uygun bir biçimde kısa vadeli faizleri yükseltmesine (düşürmesi) karşılık gelmektedir.

²⁰¹ Carare et al., p. 13. Bir diğer argüman düşük enflasyonun daha kolay kontrol edilebileceğine dayanmaktadır. Buna mukabil enflasyon hedeflemesine geçiş için başlangıç enflasyon oranının ne olması gerektiği hususu açık değildir. Nitekim başlangıç enflasyon oranı yüksek olsa bile enflasyon hedefinin ilanı ve hedefe uygun para ve maliye politikası izleneceğine yönelik taahhütün bulunduğu bir ortamda dezenflasyonist politikalar uygulanabilmesi mümkündür.

²⁰² Augusto de la Torre, E. L. Yeyati and S. L. Schmukler, "Financial Globalization: Unequal Blessings", **International Finance**, Vol. 5 No. 3, November 2002, p. 336

istikrarı arasındaki çatışma durumları, faiz oranı ve döviz kuru üzerinde uluslararası sermaye hareketlerinin de belirleyici olmasına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.

a. İç Denge: Mali Baskınlığın Olmaması ve Borçlanma Dinamikleri

Fiyat istikrarı amacına yönelik olarak istediği para politikası enstrümanını serbest bir biçimde seçme yetkisine sahip bir merkez bankasının, enflasyon hedeflemesini etkin bir biçimde uygulayabilmesi için ekonomide mali baskınlığın olmaması gereklidir.

Mali baskınlığın olmaması, para politikasının yürütülmesinde ülke kamu maliyesinin belirleyici olmaması veya temel politika enstrümanının ayarlanmasında kısıtlayıcı dinamikler taşımamasını ifade etmektedir.²⁰³ Bu anlamda kamu sektörünün, direk olarak merkez bankasından borçlanmasının hiç olmaması yanında geniş bir vergi tabanının varlığı ve sistematik bir biçimde senyoraj gelirine bağımlı olmaması beklenmektedir. Bunun yanında, yurtiçi finansal piyasaların kamu borcunu emmeye olanak tanıyacak ölçüde derin ve gelişmiş olması ve kamunun uluslar arası piyasalardan borçlanma olanaklarının varlığına bağlı olarak kamu borç stoğunun olumsuz dinamikler yaratacak kadar büyük olmaması ve sürdürülebilir bir nitelik taşıması enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi ve başarısı açısından gereklilik arz etmektedir.²⁰⁴

Borç stoğunun milli gelire oranının yüksek olduğu ekonomilerde düşük bir enflasyon hedefi ve fiyat istikrarının sağlanabilmesi için uygulanan sıkı para politikası ve yüksek reel faiz oranları aynı zamanda borcun sürdürülebilirliğini de güçleştirmekte ve merkez bankası temel politika enstrümanının serbestçe kullanılmasında kısıtlanmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde işleyebilmesi için mali baskınlığın olmaması gerekliliği C. Sims (2003), C. Favero ve F. Giavazzi (2004) ve O.

²⁰³ FTPL literatürüne bağlı olarak mali baskınlık, borç/GSYİH oranındaki değişmelere ya da borçlanma maliyetindeki artışlar karşısında faiz dışı fazlanın herhangi bir tepki vermemesi ya da yeterince tepki vermemesini ifade etmektedir. Francesco Giavazzi, "Inflation targeting and the Fiscal Policy Regime", **Bank of England Quarterly Bulletin**, Autumn 2003, p. 338

²⁰⁴ Masson et al., p. 8

Blanchard'ın (2004) çalışmalarında ortaya konulan çerçeveden hareketle ele alınabilir.²⁰⁵

Daha önce ele alındığı üzere mali baskınlığın olduğu bir ekonomide, ülkenin uyguladığı maliye politikasının davranışları ve borç stoğunun sürdürülebilirliğine ilişkin beklentiler faiz dışı fazla ile sinyellenmektedir. Buna bağlı olarak sermaye hareketlerinin serbest ve uluslar arası piyasalardan borçlanma olanaklarının mevcut olduğu bir ortamda gerek yerli gerekse yabancı yatırımcılar açısından ülkenin mali disipline yönelik performansı bir diğer deyişle borcun sürdürülebilirliğine ilişkin risk priminin ölçülmesinde ise (risk premium) Yükselen Piyasalar Bono Endeksi –spread- değeri (Emerging Market Bond Index-EMBI) kullanılmaktadır.²⁰⁶ Esas olarak risk priminin yüksek ve oynak (volatile) nitelikler arz etmesinin - EMBI spread değerindeki dalgalanmaların – para politikasının yürütülmesi açısından üç temel yansıması söz konusu olmaktadır.²⁰⁷

İlk olarak, EMBI spread değerindeki değişme döviz kurunu daha oynak hale getirmektedir. Ülkenin risk primi yükseldiğinde ülkeye yönelik kısa vadeli sermaye girişleri aniden durabilmekte (sudden stop) ve döviz kuru, ödemeler bilançosunun sermaye hesabındaki açığı dengelemek ve cari dengede (dış ticaret dengesi) fazla vermek amacıyla değer kaybetmektedir. Döviz kurundaki değer kaybı, ülkenin kamu borcunun döviz cinsinden ya da dövize endeksli olan kısmını etkileyerek borç/GSYİH oranını değiştirmektedir.

İkinci olarak merkez bankası, risk primindeki değişmelerin yol açtığı kur hareketi enflasyon beklentilerini değiştirdiği ölçüde kısa vadeli faiz oranlarını yeniden ayarlamaktadır. Bunun yanında EMBI spread değerindeki değişme döviz kuru aracılığıyla değil doğrudan enflasyon beklentilerini ve kısa vadeli faiz oranlarını

²⁰⁵ Christopher A. Sims, “Limits to Inflation Targeting”, Carlo A. Favero and Francesco Giavazzi, “Inflation Targeting and Debt: Lessons from Brazil” **NBER Working Paper**, No. 10390, March 2004, Olivier Blanchard, “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil”, **NBER Working Paper** No. 10389, March 2004

²⁰⁶ EMBI, gelişmekte olan ülkelere ait bono getirilerinin ABD bonolarının getirisine kıyasla risk primini gösteren endekstir ve uluslar arası yatırım kuruluşu J. P. Morgan tarafından hazırlanmaktadır.

²⁰⁷ Favero and Giavazzi, p. 2

etkileyebilir zira borçlanma maliyetindeki yükselme ileride kamu borcunun bir bölümünün monetize edileceği beklentisi doğurabilir.

Üçüncü olarak, EMBI spread'i uzun vadeli borçlanma faizlerini de etkileyebilir. İlk etki dolaylı olarak kısa vadeli faiz oranlarındaki değişmelerin tüm faiz oranlarının vade yapısını (term structure) değiştirmesi ile ortaya çıkmaktadır. Doğrudan etki ise uzun vadeli borçlanma faizlerinin risk ve vade primlerini de içermesi ve söz konusu primlerin kısa vadede bile borçların ödenmemesi (default) olasılığına bağlı olması sonucu ortaya çıkmaktadır.

Belirtilen üç etki çerçevesinde, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda yerli ve yabancı iktisadi ajanların kamu borcunun sürdürülebilirliğine yönelik beklentileri ve ülkenin faiz dışı fazla ve mali disipline yönelik tavrı EMBI spread değerindeki değişme ile yakından ilişkili olmaktadır.²⁰⁸ Bu durum aynı zamanda enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde işleminde yerli ve yabancı iktisadi ajanların ülkenin izlediği maliye politikasına ilişkin beklentileri ve mali disiplinin rolünü ortaya koyma imkanı sunmaktadır.

Esas olarak herhangi bir dış şok neticesinde risk priminde bir değişme meydana geldiğinde döviz kuru değer kaybetmekte ve enflasyon beklentileri olumsuzlaşmaktadır. Şayet faiz dışı fazla borç/GSYİH oranını istikrarlı tutacak şekilde ayarlanırsa enflasyon hedeflemesinin işleyişinde herhangi bir sorun doğmamaktadır. Kısa vadeli faiz oranlarındaki yükseliş kısmen de olsa döviz kurundaki değer kaybını giderecek ve kurda sağlanan istikrar kısa vadeli faiz oranındaki yükselişin borçlanma maliyeti üzerindeki

²⁰⁸ Drudi ve Prati tarafından yapılan çalışmada borç stoğu ile EMBI spread değeri arasında pozitif bir ilişki saptanırken faiz dışı fazla ile EMBI spread değeri arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Dolayısıyla EMBI spread değerinin hangi faktörler tarafından belirlendiği önem kazanmaktadır. Bu konuda yapılan çalışmaların bir kısmı içsel makroekonomik politikalar ve uygulanan döviz kuru rejimi üzerinde dururken bir kısmı dış makroekonomik koşullardaki değişmeyi dikkate almaktadır. Örneğin Calvo, endeksteki dalgalanmaların açıklanmasında ülkenin içsel makroekonomik koşullarından ziyade uluslararası yatırımcıların risk arzu ve algılamaları (risk appetite) üzerinde durmaktadır. Arora ve Cerisola tarafından yapılan çalışmada ise ABD para politikasında ve kısa vadeli faizlerdeki değişme EMBI endeksi değeri üzerinde belirleyici role sahip olduğu vurgulanmaktadır. Drudi and Prati, p. 27, Guillermo A. Calvo, "Globalization Hazard and Delayed Reform in Emerging Markets", *Economia*, Vol. 2 No. 2 Spring 2002, p. 2, Vivek Arora and M. Cerisola, "How Does U. S. Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets?", *IMF Staff Papers* Vol. 48 No. 3, 2001

etkisini sınırlayacaktır. Böylelikle borç/GSYİH oranını istikrarlı kılmak için faiz dışı fazlada daha küçük bir artış yeterli olmaktadır.

Öte yandan kısa vadeli ve yüksek bir borç stoğunun varolduğu bir durumda kısa vadeli faiz oranındaki yükseliş borçlanma maliyetini artırmaktadır. Şayet faiz dışı fazla değişmez ise, borç/GSYİH oranı artacak ve EMBI spread değeri yükselecektir. EMBI spread değerinin artışı ek olarak yeniden borç/GSYİH oranını yükseltecektir zira kurdaki değer kaybı kamu borcunun döviz cinsinden ya da dövize endekli kısmının ulusal para cinsinden GSYİH içindeki değerini artırmaktadır. Kurdaki değer kaybı aynı zamanda enflasyon beklentilerini olumsuz etkilemekte ve enflasyonu da yükseltmektedir. Bu süreç merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmesi ve tekrar borçlanma maliyetinin artması ile devam etmektedir.²⁰⁹

Mali baskınlığın olduğu bir ekonomide enflasyon hedeflemesi uygulandığında, para politikası aktarım mekanizmasının döviz kuru ve faiz oranı kanalları ters yönde çalışmaktadır.²¹⁰ Kısa vadeli faiz oranlarındaki yükselişe bağlı olarak döviz kuru değerlenmekte ve faiz arbitrajı için imkan oluşmaktadır. (pozitif etki) Ancak, kısa vadeli faiz oranlarındaki artışın borçlanma maliyetini artırmasına bağlı olarak EMBI spread değeri yükselmekte, borçların ödenememe riski doğmakta ve kısa vadeli sermaye çıkışlarına bağlı olarak döviz kuru değer kaybetmektedir (negatif etki).

Bu anlamda merkez bankası, kısa vadeli faiz oranı silahını kur değişmelerine karşı enflasyon hedefi doğrultusunda kullanabilme açısından ülke kamu maliyesinin yapısal özellikleri tarafından kısıtlanmakta ve fiyat istikrarının sağlanması mali baskınlığın olduğu bir ekonomide tehlikeye düşmektedir.

²⁰⁹ Giavazzi, p. 337

²¹⁰ Esas olarak açık ekonomi makro ekonomisi literatüründe, merkez bankası tarafından ayarlanan bir reel faiz artışının kamu borcunu cazip kılacağı kurda değerlendirilme doğrultusunda vurgulanmaktadır. Bununla birlikte, reel faizlerdeki artışlar borçların çevrilememesini beraberinde getiriyorsa kamu borçlanması daha az cazip olmakta, risk primi artarak kur değer kaybetmektedir. Bu durumun gerçekleşmesi başlangıç borç stoğunun büyüklüğü, döviz cinsinden borç stoğunun büyüklüğü ve risk algılamasının artması ölçüsünde daha olası hale gelmektedir. Dolayısıyla bu durumda enflasyon hedeflemesi ters etkiler doğurmakta ve enflasyonun düşmesi için para politikası değil maliye politikası doğru araç olmaktadır. Blanchard, p. 2 ve Sims, p.

Enflasyon hedeflemesi ile ilgili yapılan erken tarihli çalışmalarda, merkez bankasının enstrüman bağımsızlığı ve mali baskınlık ve kronik bütçe açıklarının olmaması gerekliliği, para politikasının kredibilitesi için stratejik gereklilik olarak değerlendirilmektedir.²¹¹ Ancak yukarıda ortaya konulan analiz çerçevesi dahilinde, kamu borcunun büyüklüğü yanında bileşimi ve vade yapısının da enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde işleyişinde rol oynadığı gözlenmektedir.

Bu anlamda kredibiliteye sahip bir enflasyon hedeflemesi için kronik bütçe açıkları ve yüksek kamu borç stoğunun bulunmaması gerekliliği yanında, kamu borcunun uzun vadeli bir yapı sergilemesi, döviz kuru ve kısa vadeli faiz oranlarıyla olan bağının kriz dinamiği yaratacak nitelikler taşımaması önem kazanmaktadır.²¹² Hem borç stoğunun büyüklüğü hem de bileşimi ve vade yapısının arz ettiği nitelikler özellikle dışa açık ekonomilerde borç yönetiminin (debt management) enflasyon hedeflemesinin önemli bir unsuru olduğunu ortaya koymaktadır.²¹³

Belirtilmesi gereken son bir nokta kamunun para politikasının kredibilitesi için neden faiz dışı fazla vermek zorunda olduğudur. Borç/GSYİH oranını istikrarlı kılabilmek için faiz dışı fazla verme yükümlülüğünün altında yatan temel neden borç üzerinden yapılan faiz ödemelerinin kontrol edilememesidir. Zira sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda döviz kuru ve faiz oranı dışında kamuya kontrol edebileceği tek değişken olarak faiz dışı fazla kalmaktadır.

b. Dış Denge: Ödemeler Dengesinin İstikrarı ve Sermaye Hareketleri

Enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde işleyebilmesi hususunda makroekonomik istikrar ortamının gerekliliği ekonominin iç dengesi yanında dış

²¹¹ Örneğin Masson et al. p. 8

²¹² Barry Eichengreen and Alan M. Taylor, "The Monetary Consequences of Free Trade Area of the Americas", **NBER Working Paper**, No. 9666, April 2003, p. 30 Eichengreen ve Taylor, mali baskınlığın kamu borcunun büyüklüğü ve bileşimi ile ilgili kısmını mali baskınlığın ikinci göstergesi (fiscal dominance mark II) olarak tanımlamaktadır.

²¹³ Francesco Giavazzi and A. Missale, "Public Debt Management in Brazil", **NBER Working Paper**, No. 10394, March 2004, p. 2

dengelesinin de varlığına bir diğer deyişle dışsal bir baskının (external dominance) olmamasına karşılık gelmektedir.

Dışsal bir baskının olmaması, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda döviz kuru değişmelerine bağlı olarak ekonominin gösterdiği kırılmalıkların azaltılması amacıyla özellikle ödemeler dengesinin sermaye hesabının başarılı bir biçimde yönetilmesine bağlıdır. Bu amaçla kur rejimi ile sermaye hesabı arasında yüksek düzeyde bir uyumun yanında para politikasının enflasyon hedefine uygun bir biçimde konjonktür karşıtı (counter cyclical) kullanılması gerekmektedir.

Daha önce ele alındığı üzere enflasyon hedeflemesi esnek kur rejimi ya da serbest dalgalanma ile birlikte uygulandığında hem kısa vadeli faiz oranı serbestçe kullanılabilen hem de olası dış şoklar karşısında kur rahatlıkla uyum sağlayabilmektedir. Ancak döviz kurunun TÜFE'nin önemli bir belirleyicisi olduğu ve özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin portföy tercihlerine bağlı olarak yön değiştirdiği ekonomilerde – iç denge ile ilgili ortaya konulan dinamiklerin yanında merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarını konjonktür karşıtı bir biçimde kullanma hususunda kısıtlanmaktadır.²¹⁴

Nitekim kısa vadeli sermaye hareketlerindeki ani duruşlara ya da kısa vadeli sermaye girişlerine (inflows) bağlı olarak para politikası fiyat istikrarı ile kur istikrarı arasında çatışma yaşamaktadır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde işleyebilmesi için dışsal baskının olmaması gerekliliği M. Kumhof (2000) ve R. Caballero ve A. Krishnamurty'nin (2003) çalışmalarından hareketle ele alınabilir.²¹⁵

Sermaye hareketlerinde ani bir duruş ilk olarak döviz kurunda ciddi bir değer kaybı doğurur. Bu durumda merkez bankası kısa vadeli faizleri yükseltmek ya da düşürmek hususunda bir açmaz ile karşılaşmaktadır: Şayet kısa vadeli faizleri yükseltirse kurdan enflasyona geçiş düşük olmakta ancak para politikası kur istikrarına

²¹⁴ Jiri Jonas and Frederic Mishkin, "Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects", **NBER Working Paper**, No. 9667, April 2003, p. 43

²¹⁵ Michael Kumhof, "A Critical View of Inflation Targeting: Currency Crises and Imperfect Credibility", iç. **10 Years of Inflation Targeting: Designs, Performance and Challenges** ve Ricardo Caballero and A. Krishnamurty, "Inflation Targeting and Sudden Stops", **NBER Working Paper**, No. 9599, April 2003

önem vererek konjoktüre uygun (procyclical) davranmaktadır. Bir diğer deyişle merkez bankası EMBI spread değerindeki yükselişin ekonominin iç dengesindeki olumsuz etkilerine vurgu yapmaktadır. Buna mukabil kısa vadeli faiz oranlarının düşürülmesi kurdan enflasyona geçişi artırmakla beraber para politikası konjoktür karşıtı uygulanmış olacaktır.²¹⁶

Esas olarak merkez bankasının kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen ani duruş karşısındaki tavrı, kamu ve özel kesimin döviz cinsinden ya da dövize endekli borç stoğunun büyüklüğü ve bileşimi ve vade yapısına bağlı olarak şekillenmektedir. Bu bağlamda kamu ve özel kesimin bilançolarında kur ve vade uyumsuzluğunun varlığı bir diğer deyişle pasiflerin dolarizasyonu (liability dollarization) olgusunun geçerli olması merkez bankasının ani duruş karşısında izleyeceği politikayı belirlemektedir.²¹⁷

Ani duruşun döviz kurunda yol açtığı değer kaybının beklenen ilk etkisi, üretim açığı üzerinde pozitif etkide bulunarak ülkenin rekabet gücündeki artışla ihracatın yükselmesi ve cari dengenin iyileşmesidir. Ancak kamu, özel kesim ve bankacılık kesimin bilançolarında varolan kur ve vade uyumsuzluğu firmaların net değerinin azalmasına ve likidite sorunlarına bağlı olarak borçların ödenememesi ve toplam talebin ve üretimin azalmasına yol açmaktadır.²¹⁸

Bu bağlamda ikinci etki, ilk etkiden beklenen sonucu kısmen ortadan kaldıracıdır.

Öte yandan kurdaki değer kaybı, ithal malları fiyatlarındaki artışla enflasyon bekleyişlerini olumsuz hale getirmekte ve enflasyonu artırıcı etkide bulunurken bilanço etkileri tersine işleyerek üretimi düşürmektedir. Dolayısıyla kısa vadeli sermaye hareketlerinde ani bir duruş karşısında merkez bankası, kurdaki değer kaybının hem enflasyon üzerindeki ilk etkilerini bertaraf etmek hem de üretim-istihdam kaybını

²¹⁶ Javier P. Gomez, "Inflation Targeting, Sudden Stops and the Costs of Fear of Floating", **Banco de la Republica Colombia Seminar Paper** No. 276, 2003, p. 2

²¹⁷ Caballero and Krishnamurty, p. 4

²¹⁸ Gomez, p. 9

azaltmak ve olası bir finansal istikrarsızlığın doğmasını engellemek için faiz oranlarını yükselterek kur istikrarına öncelik vermek ve konjoktüre uygun bir para politikası izlemek durumunda kalmaktadır.²¹⁹

Yukarıda ortaya konulan çerçeve sermaye girişlerinin arttığı ve döviz kurunun değer kazandığı durum için de ele alınabilir. Şayet sermaye girişleri portföy tercihlerindeki değişmeden kaynaklanıyorsa merkez bankasının faiz oranlarını düşürmesi gerekmektedir.²²⁰

Ancak bu tarz bir politika davranışı enflasyon hedeflemesi ile çelişmektedir zira faiz azalışına bağlı olarak toplam talep ve enflasyonda bir yükseliş söz konusu olacaktır.

Öte yandan herhangi bir politika tepkisinin verilmemesi, kurdaki değer artışının cari dengeyi kötüleştirilmesi ve ülkenin rekabet gücünün kaybolmasına bağlı olarak kısa vadeli sermaye hareketlerinde bir çıkışı ve bilinen etkilerin doğmasını beraberinde getirebilecektir. Sermaye girişleri ve kurun değer kazanması karşısında merkez bankası döviz piyasasına sterilizasyona yönelik müdahalede bulunarak, sermaye girişlerinin tamamıyla cari açığın finansmanına yönelmemesi amacıyla döviz rezervlerini artırma yoluna gidebilir. Ancak bu tarz bir müdahale sermaye girişlerini azaltmak için kısa vadeli faizlerin düşürülmesine ve dolayısıyla yeniden konjoktüre uygun para politikası davranışına yol açmaktadır.²²¹

Enflasyon hedeflemesi altında sermaye hareketlerinde ani bir duruş kısa vadede kurdaki değer kaybı ile enflasyonu hedef düzeyin üzerine çıkarsa da orta-uzun vadede kurun denge değerine dönmesine bağlı olarak enflasyon tekrar kontrol altına alınabilir. Buna bağlı olarak faiz oranındaki düşüşler ile ekonomi tekrar büyüme sürecine

²¹⁹ Bu yönüyle kur istikrarına verilen önceliğe bağlı olarak enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru hedeflemesi arasında herhangi bir ayrım kalmamaktadır. Kumhof, p. 34

²²⁰ Gomez, p. 23 Öte yandan sermaye girişleri doğrudan yabancı sermaye yatırımı şeklinde de (örneğin kamu mülkiyetindeki şirketlerin yabancı yatırımcılara satılarak özelleştirilmesi) gerçekleşebilir. Bu durumun hem üretimi hem de verimliliği artıracığı düşüncesiyle kurdaki değerlenmeye yönelik herhangi bir tepki verilmemesi savunulmaktadır. Ancak, kurdaki değerlenme hemen görülürken verimlik artışları için belirli bir zaman geçmesi gerekmektedir. Öte yandan, doğrudan yabancı sermaye girişi gerçekleşmeden yatırımcılar yerli para cinsinden pozisyon alabilirler. Jonas and Mishkin, pp. 43-44

²²¹ Jonas and Mishkin, p. 44

girebilecektir. Öte yandan kur istikrarına yönelik politika davranışı faiz oranlarındaki yükseliş ile kısa vadede enflasyonu kontrol altına almayı mümkün kılsa da sermaye çıkışlarının doğurduğu daraltıcı etkiler üretimin ve istihdamın azalmasına bağlı olarak enflasyon üzerinde ikinci bir düşüş etkisi doğurmaktadır. Ancak bu durumda para politikası resesyonun etkilerini daha da derinleştirmekte ve ekonominin büyüme sürecine geçiş süresi uzayabilmektedir.²²²

Enflasyon hedeflemesi altında para politikasının dışsal baskı altına girmemesi için merkez bankasının yurtiçi enflasyonu hedeflemek suretiyle şeffaf politika sürecinin desteğiyle orta vadeye odaklanarak konjonktür karşıtı politika izleyebileceği ve kriz dönemlerinde faiz oranlarını yükseltmek durumunda kalmayacağı vurgulanmaktadır. Bunun yanında enflasyon hedefinin A.B.D. faiz oranları, EMBI spread değeri gibi değişkenlere koşullu türetilmesi ya da kısa vadeli sermaye hareketlerindeki ani duruşlar karşısında istisna içeren belirli kuralların uygulanması önerilmektedir.²²³

3. Finansal İstikrar ve Gelişmiş Banka-Finans Kesimi

Enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde uygulanabilmesi için, finansal piyasaların düzgün bir biçimde işlemesi (well-functioning) ve banka-finans kesiminin belirli düzeyde gelişmiş olması gerekmektedir.

Fiyat istikrarına nazaran finansal istikrarın tanımı üzerinde ortak bir uzlaşımın varolmaması, enflasyon hedeflemesi açısından finansal istikrarın öneminin ortaya konulmasında belirli güçlükleri barındırmaktadır. Buna rağmen, enflasyon

²²² Gomez, p. 22 Öte yandan merkez bankasının kur istikrarına yönelik politika aksiyonlarında bulunacağı yönündeki beklentiler özel kesimin döviz kuru riskinden korunmak için önlem almaması yönünde bir güdü oluşturmakta ve doğal olarak pasiflerin dolarizasyonu olgusunun daha da ilerlemesine beraberinde getirmektedir. Bu sebeple enflasyon hedeflemesi altında türev piyasaların oluşturulması üzerinde önemle durulmaktadır. Ricardo Caballero and A. Krishnamurty, "Smoothing Sudden Stops", **Journal of Economic Theory**, Vol. 88 Issue 1, November 2004, p. 122

²²³ Gomez, p. 26 ve Caballero and Krishnamurty, p. 3

hedeflemesinin uygulanabilmesi açısından finansal istikrarın varlığı birbiriyle bağlantılı iki unsura işaret etmektedir.²²⁴

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

İlk unsura bağlı olarak ikinci unsur, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için banka-finans kesiminin sağlam (sound) bir yapıya sahip olmasını ve kriz dinamiği doğuracak kırılmalıklar taşımamasına karşılık gelmektedir. Bu bağlamda finansal istikrar, banka-finans kesiminin krizlere karşı minimum risk taşıyan bir görünümde olmasını ifade eder. Banka –finans kesiminin sağlıklı olması, kısa vadeli faizlerin enflasyon hedefi doğrultusunda uygulanmasında kısıtlayıcı dinamikler taşımaması yanında özellikle varlık fiyatlarının makroekonomik temellerden kopuk bir biçimde değerlendirilerek finansal istikrarsızlığa yol açmamasını yansıtmaktadır.

Gerek banka-finans kesiminin kırılmal yapıları gerekse makroekonomik istikrarsızlığın varlığına bağlı olarak finansal istikrar amacı ile fiyat istikrarı amacı arasında bir çatışma doğabilmektedir. Örneğin, banka-finans kesiminin kurumsal ve bilanço yapısının güçlü olmaması kısa vadede para politikasının enflasyon hedefi doğrultusunda sıkılaşması önünde kısıtlayıcı olabilmektedir. Nitekim kısa vadeli faiz oranlarında agresif yükselişlere dayanıklı olmayan bir banka-finans kesimi, merkez bankasından sıklıkla likidite enjekte edilmesini gerekli kıldığı gibi, banka-finans kesimi içerisinde gizlenen ve devlet garantisi altına alınmış belirli yükümlülüklerin (hidden liabilities- skeletons) aniden ortaya çıkması, hem banka-finans kesimine yönelik mali

²²⁴ Garry J. Schinasi, “Defining Financial Stability”, **IMF Working Paper** No. 187 October 2004, pp. 6-7 ve Andrew Crockett, “Why is Financial Stability a Goal of Public Policy”, iç. **Maintaining Financial Stability in a Global Economy**, pp. 8-9

destek verilmesini (bail-out) hem de mali baskınlığın ortaya çıkarak borç/GSYİH oranının yükselmesini beraberinde getirebilmektedir.²²⁵

Buna rağmen, hakim görüş fiyat istikrarı ile finansal istikrarın uzun vadede birbirini destekleyen amaçlar olduğunu ve enflasyon hedeflemesinin orta-uzun vadede etkinliği için finansal istikrarın varlığını gerekli görmektedir. Öte yandan enflasyon hedeflemesi açısından önemli bir konu, ekonominin makroekonomik temellerinde bir değişme olmamasına karşın finansal istikrarsızlığın doğabileceğidir. Bu bağlamda finansal istikrarsızlığın, özellikle 1990'lı yıllarda sermaye hareketlerinin uluslararasılaşması ve finansal liberalizasyonun da etkisiyle, düşük enflasyon ve fiyat istikrarı ortamının varlığına bağlı olarak ortaya çıktığı ileri sürülmekte ve finansal piyasaların kendilerine has özelliklerine vurgu yapılmaktadır.²²⁶

Finansal piyasalar doğaları gereği, kısa vadeli miyopik davranış karakteristiğinin yanı sıra, ekonominin temellerinde herhangi bir değişme olmasa bile rasyonel olmayan iyimser –coşkulu davranışlara (irrational exubance) açık bir yapı sergilemektedirler. Ekonomi ile ilgili iyimser dalgaların yükseldiği dönemlerde, geleceğe yönelik kar bekleyişlerinin artmasıyla varlık fiyatları yükselmekte ve bu yükselişi finanse edebilmek için iktisadi ajanların daha fazla borçlanma yoluna gitmeleri söz konusu olabilmektedir. Yükseliş döneminde, varlık fiyatlarındaki artışlar bilançoları sağlıklı göstererek borçların artışı saklayabilir. Ancak, olası bir kötümser dalgaya bağlı olarak balon patladığında, tüm bu süreç tersine dönmekte ve finansal istikrarsızlık ile karşı karşıya kalınmaktadır. Bu anlamda enflasyon hedeflemesi açısından önemli olan, oluşan balonun iktisadi ajanların borçluluk düzeyi, kredi genişlemesi vb. göstergeler

²²⁵ Felix Eschenbach and L. Schuknecht, "The Fiscal Costs of Financial Stability Revisited", **ECB Working Paper** No. 191, November 2002, p. 31 ve Mihaljek and Tissot, p. 19

²²⁶ Finansal istikrarsızlığın düşük ve istikrarlı enflasyon ortamının bir ürünü olduğunu savunan görüş, esas olarak BIS iktisatçıları tarafından dile getirilmekte ve 1990'lı yıllarda dünya ekonomisinde meydana gelen uluslararasılaşma ve liberalizasyon sürecinin politika ortamında yapmış olduğu değişikliklere atfen "yeni –makroekonomik- ortam" (new environment) olarak adlandırılmaktadır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin banka-finans kesimini ayrı bir düzenleyici otoritenin inisiyatifine bırakması karşısında para politikasının finansal piyasalara kayıtsız kalamayacağı yönünde politika önerileri getirilmektedir. C. Borio, B. English and A. Filardo, "A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for Monetary Policy", **BIS Working Papers** No. 127, February 2003

bağlamında genel olarak finansal istikrar ve reel ekonominin işleyişi ile ilgili neleri ifade ettiğidir.²²⁷

Öte yandan banka-finans kesiminin gelişmiş yapısı ve düzgün işleyen para, sermaye ve döviz piyasalarının varlığı hem kısa vadeli faizlerin hem de açık piyasa işlemlerinin etkinliğini artırmaktadır. Derin ve likit finansal piyasalar para politikasının geleceği hakkında ekonominin temelleri ile ilgili doğru bilgiyi merkez bankasına sinyallemede ve şokların emilmesine katkıda bulunarak merkez bankasının enflasyon hedefine odaklanmasına yardımcı olmaktadır. Finansal piyasaların kamunun borçlanma ihtiyacını karşılayacak şekilde derin olması merkez bankasının rahatlamasına ve para politikasının etkinliğine katkıda bulunmaktadır.

Gelişmiş bir finansal sistemin varlığı, ayrıca, merkez bankasının para politikasını etkin bir biçimde kullanabilmek için banka-finans kesiminin bilanço yapısı ve ülkenin döviz rezervlerini yönetmesine ve gerektiğinde banka-finans kesimine yönelik son borç verici merci olarak kredi arz etmesine imkan verir. Böylelikle para ve döviz piyasasına yönelik önemli miktardaki müdahale ve operasyonlar piyasa fiyatlarında herhangi bir sapma doğurmadan uygulanabilmektedir.²²⁸

4. Merkez Bankasının Kurumsal ve Teknik Yeterliliği

Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için, varlığı örtük olarak kabul edilen ancak açık bir biçimde vurgulanması gereken stratejik unsur, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi uygulayabilecek düzeyde kurumsal ve teknik açıdan yeterli olmasıdır.

²²⁷ Claudio Borio and P. Lowe, “Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back from the Wilderness”, **BIS Working Papers** No. 157, July 2004, p. 19. Bu çerçevede enflasyon hedeflemesinin finansal istikrar amacının ötesinde, orta vadede kredi ve varlık piyasasında meydana gelen gelişmelere bağlı olarak doğabilecek risklerin makroekonomik istikrar açısından TÜFE ve iktisadi faaliyet hacmi üzerindeki etkilerini de dikkate alması gerekliliği üzerinde durulmakta ve böyle bir yaklaşım için”ekli enflasyon hedeflemesi” (inflation plus targeting) tanımı yapılmaktadır. Stephen Bell, “Inflation-Plus Targeting at the Reserve Bank Australia”, **The Australian Economic Review**, Vol. 37 No. 4, December 2004 p. 395

²²⁸ Carare et al., p. 15

Enflasyon hedeflemesinin merkez bankasının kurumsal ve teknik açıdan belirli bir gelişmişlik düzeyine ihtiyaç duyması, esas olarak, fazla talepkar bir hedefleme stratejisi olmasının yanı sıra merkez bankasının kendi yasasında, yönetim yapısında, içsel karar alma süreçlerinde ve para politikasının enflasyon (tahmin) hedefi doğrultusunda yürütülebilmesi için belirli bir teknik birikime ihtiyaç duymasından kaynaklanmaktadır. Bu sebeple diğer stratejik gereklilikler yanında kurumsal ve teknik açıdan belirli bir düzeye ulaşmamış bir merkez bankasının enflasyon hedeflemesini hiç denememesi ileri sürülmektedir.²²⁹

Enflasyon hedeflemesi açısından bağımsızlık, şeffaflık ve hesap verebilirlik unsurları özellikle para politikası karar alma ve uygulama sürecinin depolitize edilmesi açısından önem kazanmaktadır. Bu bağlamda gerek para politikası karar alma süreci gerekse Para Politikası Kurulunun oynadığı rol itibariyle banka bünyesindeki organların – başkanlık, banka meclisi gibi – ve karar alma ve uygulama sürecindeki diğer kişilerin görev tanımları, seçme-atanma koşulları yeniden belirlenmekte ve bankanın kendi iç yönetim yapısında hiyerarşik değil daha esnek bir organizasyon şemasına doğru bir yönelim söz konusu olmaktadır.²³⁰

Bunun yanında, nihai ve öncelikli amaç olarak fiyat istikrarının ön plana çıkması, merkez bankasının farklı amaçlara yönelik politika oluşturma ihtiyacını azaltmakta ve kaynak kullanımı ve insan kaynakları politikalarını da değiştirmektedir. Para politikasının orta-uzun vadeli bir amaca yönelik olması, finansal piyasaların günlük işleyişindeki gelişmelerden ziyade para politikasının geleceğine yönelik bekleyişlerin ve bilgi setinin oluşturulmasını ve ağırlık verilmesini beraberinde getirmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin uygulanmasında merkez bankasının teknik yeterliliği, hem para politikasını yürütebilmek ve finansal piyasalarda operasyon yapabilmek için yeterli ve doğru araçlara sahip olmasına hem de para politikasının formülasyonu ve enflasyon tahminlerinin türetilmesinde, ekonominin işleyişine ait modelin oluşturulmasında, iletişim stratejisinin işleyişinde kullanılacak araçların

²²⁹ Truman, p. 53

²³⁰ Schaechter and Stone, pp. 33-34

geliştirilmesinde yeterli bilgi ve birikimi bünyesinde barındırmasına karşılık gelmektedir. Bu sebeple merkez bankası, para politikası operasyonları için güçlü bir teknolojik kapasite kurmanın yanı sıra ciddi ve yeterli bir araştırma bütçesi ve departmanı oluşturmak, uzman kişiler istihdam etmek durumundadır.

IV. BÖLÜM: ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAYAN ÜLKELER VE UYGULAMALARI

Dünya ekonomisinde 1990'lı yılların başından itibaren, para politikasının fiyat istikrarı amacına uygun bir biçimde dizaynı ve yürütülmesi hususunda gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesini tercih ettikleri gözlenmektedir. Bu anlamda enflasyon hedeflemesi, para politikası itibariyle her iki ülke grubu arasında bir yakınsamanın varlığını simgelemektedir.

Enflasyon hedeflemesi, her iki ülke grubu için ortak bir para politikası çerçevesi sunmasına rağmen stratejinin dizaynı ve yürütülmesi her iki ülke grubu için farklı biçimsel olgulara karşılık gelmektedir. Esas olarak gelişmiş ülkeler, enflasyon hedeflemesini para politikasının çerçevesini ve sorumluluk alanını tam olarak çizmek amacıyla tercih ederken gelişmekte olan ülkeler için enflasyon hedeflemesi, para politikası ve beklentiler için yeni bir nominal çapa arayışlarını yansıtmaktadır.

Bu durum, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon hedeflemesinin operasyonel dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili olarak farklılıkları beraberinde getirmekte ve enflasyon hedeflemesinin her iki ülke grubunda farklı makroekonomik performans göstermesine neden olmaktadır. Makroekonomik performans farklılıkları ise enflasyon hedeflemesinin stratejik gerekliliklerinin gelişmekte olan ülkeler tarafından karşılan(a)maması ve makroekonomik politika ortamının gelişmiş ülkelere farklı karakteristikler göstermesi ile açıklanmaktadır.

Burada önemli olan, gelişmekte olan ülkelerin, enflasyon hedeflemesinin stratejik gerekliliklerinin karşılanmasında politika amaçları arasında çatışma yaşayabilecekleri yönünde korkularının olup olmadığıdır. Zira politika ortamının, stratejinin adaptasyonundan bağımsız olarak gösterdiği karakteristikler, enflasyon hedeflemesi altında para politikasının davranışlarının daha önce uygulanan stratejilere benzer dinamikler sergilemesine neden olabilmektedir.

Bu bağlamda, söz konusu ülkelerde enflasyon hedeflemesi, fiyat istikrarı amacı ile diğer amaçlar arasında çatışma doğurabilecek politika ortamının varlığı sebebiyle aşamalı bir dezenflasyon süreci çerçevesinde stratejik gerekliliklerin karşılanma düzeyine bağlı olarak adapte edilmekte ve stratejinin farklı unsurlarını farklı düzeylerde karşılayan ülkelerin varlığı belirli bir kategorizasyon zorunluluğunu da beraberinde getirmektedir.

Bu çerçevede, öncelikle enflasyon hedeflemesinin her iki ülke grubu açısından nasıl kategorize edildiği sunularak stratejinin operasyonel dizaynı, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında varolan farklılıkların gözlenmesine imkan verecek şekilde ele alınacaktır. Ardından, söz konusu farklılıkların enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansı üzerindeki etkileri incelenerek, her iki ülke grubuna ait biçimsel olgular sıralanacaktır.

Nihayet, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedefinden sapmaya neden olan şoklar için ortak bir çerçeve çıkarılmasından hareketle söz konusu ülkelerde gerek stratejinin operasyonel dizaynı gerekse makroekonomik performans düzeylerindeki farklılıkların temelleri, fiyat istikrarı ile diğer amaçlar arasındaki çatışmaları yansıtabilecek şekilde incelenecektir. Böyle bir inceleme, enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerde uygulanabilirliğini, söz konusu ülkelerin dışa açık ekonomilerde politika ortamından bağımsız bir biçimde davranma ve nominal çapa tesis etme yönünde yaşadıkları güçlüklerle ilgili olarak ele almayı mümkün kılmaktadır.

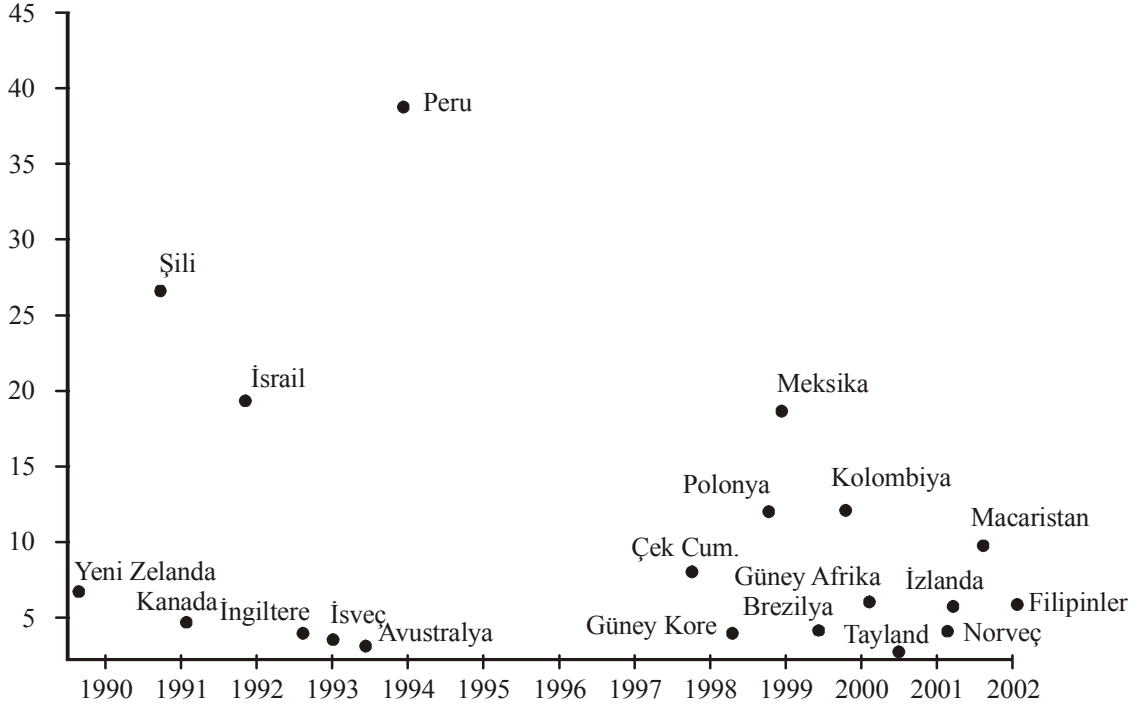
A. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Kategorizasyonu ve Ülke Uygulamaları

İlk defa Aralık 1989'dan itibaren Yeni Zelanda da uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesinin, özellikle 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren artan bir biçimde gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler tarafından para politikası hedefleme stratejisi olarak benimsendiği görülmektedir.

1995 yılına gelindiğinde dünyada Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, Avustralya ve İsveç'ten oluşan 5 gelişmiş ülkenin enflasyon hedeflemesi uyguladıkları

gözlenmektedir. Bu ülkelere 1999 yılında Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Güney Kore, İsrail, Kolombiya, Polonya, ve Şili'den oluşan 7 gelişmekte olan ülke katılmıştır. 1999 yılı sonu itibariyle enflasyon hedeflemesi uygulayan 12 ülke varken, 2003 yılı sonu itibariyle 2'si gelişmiş (İzlanda ve Norveç) 6'sı gelişmekte olan ülke (Filipinler, Güney Afrika, Macaristan, Meksika, Peru ve Tayland) olmak üzere 8 ülke daha katılmıştır. 2003 yılı itibariyle enflasyon hedeflemesi uygulayan 20 ülkenin enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başladığı tarih ve uygulama başlarken enflasyon oranları Şekil 15'te yer almaktadır.¹

¹ Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülke sayısını kesin olarak belirlemek güçlük arz etmektedir. Literatürde farklı yazarlara ait çalışmalarda ülke sayısı 18 ile 24 arasında değişmektedir. Bazı çalışmalarda sırasıyla Şubat 1993 ve Ocak 1995'te enflasyon hedeflemesi uygulamaya başlayan Finlandiya ve İspanya'da listeye dahil edilmektedir. Ancak her iki ülke 1999 yılına Euro'ya geçerek enflasyon hedeflemesini terk etmişlerdir. Öte yandan İsviçre'de enflasyon hedeflemesi uyguladığı şeklinde listeye dahil edilmesine rağmen daha önce belirtildiği gibi SNB kendisini enflasyon hedeflemesi uyguladığı şeklinde tanımlamamaktadır. Son olarak Endonezya bazı çalışmalarda enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler listesine dahil edilmesine rağmen söz konusu ülke enflasyon hedeflemesine geçiş ile ilgili hazırlıklarının nihai aşamasındadır. Öte yandan F. S. Mishkin'in çalışmasında Türkiye, Romanya ve Slovakya'yı da enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler arasına dahil ettiği görülmektedir. Bu çerçevede çalışmamızda Finlandiya, İspanya, İsviçre ve Endonezya listeye dahil edilmemiştir. Truman, p. 29, Thorarinn G. Petursson, "Formulation of Inflation Targeting Around the World", **Central Bank of Iceland Monetary Bulletin**, No. 1, 2004, p. 62, Schmidt-Hebbel and Tapia, p. 1, A. Fracasso, H. Genberg and C. Wyplosz, "How Do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Reports by Inflation Targeting Central Banks", **Geneva Reports on the World Economy Special Report No. 2**, International Center for Monetary and Banking Studies, 2003, pp. 2-3, Mishkin, "Can Central Bank Transparency", p. 30 Scott Roger and M. Stone, "Home on the Range ? The International Experience with Inflation Targeting", **IMF Working Paper**, 2004



Şekil 15. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesinin Adaptasyon Tarihleri ve Başlangıç Enflasyon Oranları

Kaynak: Tablo 7'deki verilerden yararlanılarak hazırlanmıştır.

İlk defa gelişmiş ülkelerce izlenen enflasyon hedeflemesinin, ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulandığı gözlenmektedir. Nitekim 1998 yılına kadar 2 olan enflasyon hedeflemesini benimsemiş gelişmekte olan ülke sayısı 2003 yılı sonu itibariyle 13'e ulaşmıştır. Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Kolombiya, Meksika, Şili, Peru gibi Latin Amerika ülkeleri, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya gibi Avrupa Birliği üyesi ve Euro'ya geçmek üzere olan geçiş ekonomilerinin yanı sıra Filipinler, G. Kore ve Tayland gibi Asya ülkeleri ile G. Afrika ve İsrail bulunmaktadır.

Son 15 yılda enflasyon hedeflemesinin hızla popüler hale gelerek benimsenmesi ve enflasyon hedeflemesine geçmeyi arzulayan potansiyel ülke sayısındaki artış, enflasyon hedeflemesi uygulayan mevcut ülkelerin belirli bir kategorizasyona tabi tutulması yönündeki çabaları artırmıştır. Nitekim, enflasyon hedeflemesinin kavramsal çerçevesi ortaya konulurken belirtildiği gibi, enflasyon hedeflemesinin temel özellikleri

ve stratejik gerekliliklerine yönelik farklı yaklaşımlar ve ülkelerin enflasyon hedeflemesinin farklı unsurlarını farklı dönemlerde uygulamaya koymaları belirli bir kategorizasyonun yapılmasını gerektirmektedir.

Kategorizasyon zorunluluğu, özellikle düşük enflasyon ve fiyat istikrarına geçiş sürecini yaşayan gelişmekte olan ülkeler açısından daha fazla önem kazanmaktadır. Zira gelişmiş ülkeler enflasyon hedeflemesinin adaptasyonu için gerekli stratejik unsurlara uygun bir makroekonomik ortama sahip olmalarına rağmen gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçebilmeleri belirli stratejik unsurları yerine getirmelerine bağlı olarak gerçekleşmektedir. Bu anlamda söz konusu ülkelerin enflasyon hedeflemesinin farklı unsurlarını belirli bir adaptasyon sürecine bağlı olarak uygulamaya koydukları ve düşük enflasyon ve fiyat istikrarına ulaşmak için belirli bir zaman ve olgunlaşma sürecine ihtiyaç duydukları gözlenmektedir.

Ayrıca farklı adaptasyon biçimleri, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin temel parametrelerinin dizaynı ve yürütülmesi söz konusu olduğunda, her iki ülke grubu arasında makroekonomik dinamikler açısından varolan farklılıkları yansıtmakta ve kategorizasyon zorunluluğunun bir diğer boyutuna karşılık gelmektedir.

Bu çerçevede öncelikle gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon hedeflemesinin adaptasyon biçimindeki farklılıklara bağlı olarak, ülke uygulamalarının kategorizasyonu yapılacaktır. Ardından enflasyon hedeflemesinin ülke uygulamaları itibariyle dizaynı ve yürütülmesi incelenecektir.

1. Enflasyon Hedeflemesinin Adaptasyonu ve Ülkelerin Kategorizasyonu

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin kategorizasyonu, enflasyon hedeflemesinin stratejik gerekliliklerine atıfta bulunmak suretiyle ülkenin enflasyon hedeflemesine geçiş öncesi başlangıç enflasyon oranı ve makroekonomik karakteristiklerine bağlı olarak yapılmaktadır.

Bu anlamda IMF iktisatçıları tarafından yapılan kategorizasyonun gerek literatürde gerekse uygulamada gittikçe kabul gördüğü gözlenmektedir. Öte yandan IMF tarafından yapılan kategorizasyondan ayrı olarak E. Truman tarafından yapılan çalışma, özellikle yüksek enflasyondan düşük enflasyona ve fiyat istikrarına geçiş

sürecinde ülkelerin farklı kategoriler arasında geçiş yapabildiğini ortaya koyması açısından önem kazanmaktadır.

a. Enflasyon Hedeflemesinin Adaptasyonu

Enflasyon hedeflemesi, III. bölümde ele alınan temel özellikleri ve stratejik gereklilikleri itibarıyla 7'si gelişmiş 13'ü gelişmekte olan 20 ülke tarafından uygulanmaktadır.

Tablo 7 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke gruplarına göre enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeleri ve adaptasyon tarihlerini sunmaktadır. Esas olarak enflasyon hedeflemesinin adaptasyonu konusunda farklı yazarların farklı tarihler verdiği görülmektedir. Bunun temel sebebi özellikle gelişmekte olan ülkelerde belirli bir enflasyon hedefi ilan edilmesine karşın, enflasyon hedeflemesinin tüm unsurlarının yerine getirilmesi ve düşük enflasyon ve fiyat istikrarının sağlanması için belirli bir geçiş sürecine ihtiyaç duyulmasıdır. Örneğin İsrail ilk enflasyon hedefini Aralık 1991'de ilan etmesine rağmen nihai olarak Haziran 1997'de, Peru ilk enflasyon hedefini Ocak 1994'te ilan etmiş olmasına rağmen nihai olarak Ocak 2002'de, Şili ilk enflasyon hedefini Eylül 1990'da ilan etmiş olmasına rağmen nihai olarak Eylül 1999'da enflasyon hedeflemesine geçtiği şeklinde değerlendirilmektedir.²

² Adaptasyon tarihi ile ilgili benzer farklılıklar Meksika için de geçerlidir. Truman, Meksika'nın enflasyon hedeflemesini ilk olarak Ocak 1995'te nihai olarak Ocak 2001'de adapte ettiğini kabul etmektedir. Bu bağlamda çalışmamızda ülkelerin kendi beyan ettiği adaptasyon tarihleri dikkate alınmıştır. Truman, p. 29, Fracasso et al., p. 2

Tablo 7. Enflasyon Hedeflemesinin Adaptasyon Tarihi ve Hedefleme Öncesi Dönemde Ülkelerin Seçilmiş Ekonomik Göstergeleri¹

| Ülkeler | Adaptasyon Tarihi | Kamu Borcu/ GSMH | Bütçe Dengesi/ GSMH | Dış Tic. Hacmi/ GSMH | Dış Tic. Dengesi/ GSMH | Cari Denge/ GSMH | |
|-------------------------|-------------------|-------------------|---------------------|----------------------|------------------------|------------------|-------------|
| GELİŞMİŞ ÜLKELER | Avustralya | Haziran 1993 | 19,0 | -3,6 | 12,6 | 0,2 | -1,5 |
| | İngiltere | Ekim 1992 | 34,4 | -3,1 | 49,7 | -1,7 | -1,4 |
| | İsveç | Ocak 1993 | 63,3 | -7,8 | 52,9 | 1,7 | -3,0 |
| | İzlanda | Mart 2001 | 42,2 | 2,7 | 79,3 | -5,7 | -10,2 |
| | Kanada | Şubat 1991 | n.a. | -3,8 | 45,3 | 0,8 | -3,8 |
| | Norveç | Mart 2001 | 22,0 | 14,9 | 74,7 | 15,6 | 14,3 |
| | Yeni Zelanda | Aralık 1989 | 61,9 ² | 4,0 | 13,7 | 0,7 | -0,9 |
| | Ortalama | | 38,0 | -2,0 | 47,1 | 1,0 | 0,3 |
| GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER | Brezilya | Haziran 1999 | 42,2 ³ | -7,5 | 13,8 | -0,8 | -4,2 |
| | Çek Cum. | Aralık 1997 | 12,9 | -2,3 | 95,4 | -8,6 | -6,1 |
| | Filipinler | Ocak 2002 | 59,7 | -4,5 | 88,0 | -1,0 | 1,8 |
| | Güney Afrika | Şubat 2000 | 37,5 | -2,4 | 46,5 | 3,0 | -0,4 |
| | Güney Kore | Nisan 1998 | 9,2 | -1,7 | 58,8 | -0,6 | -1,7 |
| | İsrail | Erken Aralık 1991 | 140,5 | -6,2 | 48,6 | -8,2 | -0,7 |
| | Kolombiya | Ekim 1999 | 30,0 | -3,8 | 25,7 | -2,5 | -5,3 |
| | Macaristan | Haziran 2001 | 54,9 | -3,6 | 129,1 | -6,2 | -6,0 |
| | Meksika | Ocak 1999 | 54,9 | -1,2 | 57,7 | -1,9 | -3,8 |
| | Peru | Erken Ocak 1994 | 56,2 ⁴ | -2,6 | 24,1 | -2,8 | -5,2 |
| | Polonya | Ekim 1998 | 46,0 | -1,2 | 45,6 | -7,8 | -3,1 |
| | Şili | Erken Eylül 1990 | 99,6 | 0,8 | 51,7 | 4,3 | -1,6 |
| | Tayland | Mayıs 2000 | 55,6 | -3,5 | 81,2 | 9,3 | 10,2 |
| | Ortalama | | 45,6 | -4,1 | 48,1 | -1,2 | -2,7 |

1. Tüm ülkeler için veriler enflasyon hedeflemesine geçişten 1 yıl önceki döneme ya da aynı yıla aittir. İsrail, Peru ve Şili için erken adaptasyon tarihine ait veriler kullanılmıştır. Nihai adaptasyon tarihleri İsrail için Haziran 1997, Peru için Ocak 2002, Şili için Eylül 1990'dır.
2. Veri 1990 yılına aittir.
3. Net
4. Peru için Kamu dış borcu / GSMH

Kaynak: Truman, p.29, Scott Roger and M.Stone, "Home on the Range ? The International Experience with Inflation Targeting", *IMF Staff Paper*, 2004 Eren Öğretmen, "Enflasyon Hedeflemesi-Uygulama Özellikleri", *TCMB*, Temmuz 2004, p.20 'den yararlanarak düzenlenmiştir.

Enflasyon hedeflemesine geçiş öncesi her iki ülke grubuna ait makroekonomik göstergeler, Tablo 7'den hareketle ele alınarak gelişmekte olan ülkelerin aşamalı geçiş

stratejileri daha iyi anlaşılabilir. Buradan hareketle enflasyon hedeflemesi uygulamaya başlayan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin adaptasyon öncesi belirli makroekonomik göstergelerine bağlı olarak görülen farklılıklar şöyle sıralanabilir:

- Gelişmekte olan ülkeler açısından kamu borcunun GSMH'ya oranı İsrail (%140.5) ve Şili (%99.6) dışında %60 civarında ve altında seyretmektedir. Gelişmiş ülkelerde ise sözkonusu oran İsveç için %63.3, Yeni Zelanda için %61.9'dur.

- Bütçe açığı gelişmekte olan ülkelere Brezilya (%7.5) ve İsrail (%6.2) dışında %3 civarı ve altında seyretmekte ve sadece Şili'de bütçe fazlası (%0.8) bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ise İsveç (%7.8) hariç bütçe açıkları düşük seyretmekte Norveç (%14.9) ve Yeni Zelanda ve İzlanda'nın bütçe fazlası bulunmaktadır.

- Dışa açıklık oranı açısından gelişmiş ülkelerde İngiltere (%49.7), İsveç (%52.9) İzlanda (%79.3) ve Norveç (%74.7) gelişmiş ülke ortalamasının üzerinde yer almaktadır. Gelişmekte olan ülkelere ise Macaristan (%129.1), Çek Cumhuriyeti (%95.4) ve Filipinler (%95.4) gelişmekte olan ülke ortalamasının oldukça üzerinde seyretmektedir.

- Cari açık düzeyi açısından İzlanda (%10.2), Kolombiya (%5.3) ve Çek Cumhuriyeti (%6.1) yüksek oranlara sahiptir. Bunun yanında Brezilya, Macaristan ve Peru'da cari açık düzeyi %4'ün üzerinde seyretmektedir.

- Bu çerçevede gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında ortalama olarak kamu borç stoğunun GSMH'ya oranı ve ekonominin dışa açıklık oranı (dış ticaret hacmi/GSMH) açısından bir farklılık bulunmamasına rağmen ülke bazında gelişmekte olan ülkelerin bütçe açıklarına ve oldukça dışa açık bir makroekonomik yapıya sahip oldukları görülmektedir. Buna mukabil, gelişmiş ülkeler düşük cari açık ve cari işlemler fazlası vermekte gelişmekte olan ülkelere ise Filipinler dışında tümüyle cari işlemler açığı vermektedirler.

Düşük borç stoğu, ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçiş öncesi mali baskınlığın enflasyon hedefini tehlikeye atmaması arzusunun ve kredibilite kaygılarını

yansıtmaktadır. Nitekim E. Truman, tarafından yapılan çalışmada ülkelerin mali dengelerindeki iyileşmenin enflasyon hedeflemesine geçme olasılığını artırdığı ortaya konulmaktadır.³ Bunun yanında yüksek dışa açıklık oranları, ülkelerin döviz kuru hedeflemesinden neden vazgeçtiklerini ve parasal hedefleme stratejisinin sorunlarına bağlı olarak neden daha fazla enflasyon hedeflemesini tercih ettiklerini ortaya koymaktadır.⁴

Bu tespitin ve her iki ülke grubu arasında makroekonomik yapıya ilişkin farklılıkların, enflasyon hedeflemesinin seçimine yönelik motivasyonu nasıl etkilediği Tablo 8 tarafından ortaya konulmaktadır. E. Truman'ın enflasyon hedefini adapte etmeden önce finansal kriz yaşamış ve daha önceki nominal çapa ile olumlu makroekonomik performans gösterememiş ülkelerde enflasyon hedefinin adapte edilme olasılığının arttığı yönündeki bulgusu Tablo 8'den açıkça görülmektedir.⁵

³ Truman, p. 38 Mishkin ve Schmidt – Hebbel'de, enflasyon hedefinin adaptasyonu ile mali dengelerin iyileşmesi arasında pozitif ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Mishkin and Schmidt-Hebbel, p. 7

⁴ Nitekim, S. Gerlach çalışmasında ihracatı nispi olarak daha az ürün farklılaştırması gösteren ülkelerin enflasyon hedeflemesini adapte etme olasılığının daha fazla olduğu sonucuna ulaşmıştır. Bunun temel sebebi daha az ürün farklılaştırmasına dayalı ihracat yapısının sabit döviz kurunu savunma hususunda şoklara karşı daha kırılabilir bir yapıyı ifade etmesidir. Stefan Gerlach, "Who Targets Inflation Explicitly?", **European Economic Review**, Vol. 43 No. 7, June 1999, p. 1276

⁵ Truman, p. 38 Dışa açık ekonomilerin enflasyon hedeflemesini daha yüksek olasılıkla tercih edip etmedikleri kesin bir teorik yanıtı sahip değildir. Truman, ekonominin dışa açıklık düzeyi artıkça enflasyon hedefine ulaşmanın güçleştiğini ileri sürmekte buna mukabil Mishkin ve Schmidt – Hebbel dışa açıklık ile enflasyon hedefinin adaptasyonu arasında pozitif ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. Mishkin and Schmidt-Hebbel, p. 7

Tablo 8

Bir önceki nominal çapanın ağırlıklı olarak döviz kuru olduğu gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi seçiminin ardında, döviz kuru istikrarsızlıklarından sakınmak ve enflasyon bekleyişleri için yeni bir çapa oluşturmak yatmaktadır.⁶ Nitekim İngiltere ve İsveç gibi gelişmiş ülkelerin 1992'deki ERM krizinin ardından, Brezilya, Meksika, Kolombiya Polonya ve Tayland'ın da yaşadıkları finansal krizlerin ardından enflasyon hedefini adapte ettikleri gözlenmektedir.

Bunun yanında İzlanda, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya gibi Avrupa Birliği'ne üyelik ve Euro'ya geçiş hazırlıkları yapılan ülkelerde enflasyon hedeflemesi, Euro'ya geçiş öncesi dezenflasyon politikalarının bir parçası olarak işlev görmektedir.⁷

Enflasyon hedeflemesinin adaptasyonu ile ilgili yapılan açıklamalar ışığında, gelişmiş ülkelerin enflasyon hedeflemesini esas olarak fiyat istikrarı amacı ve para politikası hedefleme stratejilerini kurumsal hale getirmek ve makroekonomik istikrarı sürdürebilmek-korumak amacıyla tercih ettikleri ve hedefleme için uygun ve sağlam makroekonomik temellere sahip oldukları görülmektedir. Buna mukabil gelişmekte olan ülkeler için enflasyon hedeflemesi tercihi esas olarak döviz kuru hedeflemesi ile ilgili yaşadıkları sorunlara bağlı olarak yeni bir nominal çapa arayışını yansıtmaktadır.

b. IMF'nin Kategorizasyonu

Enflasyon hedeflemesinin adaptasyonu, gelişmekte olan ülkeler için belirli bir aşamalı geçişe bağlı olarak dezenflasyon ve para politikasının kredibilitésinin inşa edilmesi sürecini içermesine rağmen gelişmiş ülkeler için böyle bir durum söz konusu değildir.

Buna bağlı olarak, enflasyon hedeflemesinin adaptasyonunda ülkenin yaşadığı tarihsel enflasyon deneyiminin ne kadar önemli olduğu bir diğer deyişle başlangıç enflasyon oranının ne olması gerektiği hususunda farklı görüşler mevcuttur. M. Neumann - J. von Hagen ve F. Mishkin-K. Schmidt-Hebbel tarafından yapılan çalışmalarda yüksek enflasyona sahip ülkelerin geçmiş politika başarısızlıkları

⁶ Petursson, p. 67

⁷ Lucjan T. Orłowski, "From Inflation Targeting to the Euro Peg: A Model of Monetary Convergence for transition economies", **Economic Systems**, Vol. 25 2001, p. 234

nedeniyle enflasyon hedefine yönelmeleri daha muhtemel olarak değerlendirilmesine rağmen E. Truman ve T. Petursson tarafından yapılan çalışmalarda birçok ülkenin enflasyon hedeflemesine geçmeden önce enflasyonu tek haneli düzeye indirdikleri ve para politikasının kredibilitelerini inşa ettikleri vurgulanmaktadır.⁸

Bu çerçevede IMF iktisatçıları tarafından yapılan kategorizasyon, gerek enflasyon oranının uygun başlangıç düzeyine yönelik yaklaşım farklılıkları gerekse formel bir enflasyon hedefine sahip olmasına rağmen enflasyon hedeflemesi uygulamayan ya da serbest ya da yönetimli dalgalanma şeklinde kur rejimi olan ve potansiyel olarak enflasyon hedeflemesine geçmeyi arzulayan ülkelerin varlığına bağlı olarak yapılmıştır.⁹

Esas olarak IMF tarafından yapılan kategorizasyon, açık bir enflasyon hedefi ve hedefe yönelik kurumsal taahhüt mekanizmalarının varlığı yanında düşük enflasyona yönelik para politikasının kredibilitelerinin tesis edilmiş olması kriterlerini kullanmaktadır. Bu kriterler uyarınca enflasyon hedeflemesi 3 grup ülke ayırımına bağlı olarak şöyle kategorize edilmektedir:

- İlk grup tam donanımlı enflasyon hedeflemesini (full-fledged inflation targeting) uygulayan ülkelere oluşmaktadır. Bu kategorideki ülkeler, açık bir enflasyon hedefine ve hedefe yönelik kurumsal taahhüt mekanizmalarına sahip, para politikasını şeffaf ve hesap verebilir bir biçimde yürüten ve para politikasının kredibilitelerinin inşa edildiği ülkeleri kapsamakta ve 7'si gelişmiş 13'ü gelişmekte olan 20 ülkeden oluşmaktadır (Şekil 16).

⁸ M. J. M. Neumann and J. Von Hagen, "Does Inflation Targeting Matter", **FED of St. Louis Review**, Vol. 84 No. 4, July/August 2002, p. 145, Mishkin and Schmidt-Hebbel, p. 7, Truman, p. 39, T. Petursson, "The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance", **Central Bank of Iceland Working Paper** No. 23, June 2004, p. 14

⁹ A. Carare and M. Stone, "Inflation Targeting Regimes", **IMF Working Paper** No. 9, January 2003, p. Literatürde kategorizasyona yönelik erken tarihli çalışmalar esas olarak subjektif tercihleri yansıtmakta ve özgül ampirik temeller üzerine inşa edilmektedir. IMF kategorizasyonu ise ilk kez stratejik gerekliliklere atıfta bulunmaktadır. Öte yandan IMF kategorizasyonunun hedefe yönelik açıklık ve kredibilite kriterleri son 15 yılda ülkelerin para politikası hedefleme stratejilerine yönelik tercihlerinde ihtiyarilikten kutbundan kural kutbuna doğru bir yönelimi üzerine inşa edilmiştir. Mark R. Stone and A. J. Bhundia, "A New Taxonomy of Monetary Regimes", **IMF Working Paper** No. 191, October 2004. (IMF tarafından yapılan kategorizasyonda kredibilitenin göstergesi olarak Standard& Poors'un ülke borçlanma derecesi (rating) kullanılmıştır).

- İkinci grup pragmatik enflasyon hedeflemesini (eclectic inflation targeting) uygulayan ülkelerden oluşmaktadır. Bu kategorideki ülkeler, para politikası uygulamaları itibariyle heterojen bir görünüm arz etmekte açık bir enflasyon hedefi ve hedefe yönelik şeffaf ve hesap verebilir güçlü bir çerçeve olsun ya da olmasın sahip oldukları yüksek kredibilite sayesinde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını sürdürebilmektedir. Ayrıca fiyat istikrarı ve finansal istikrarın varlığı, ilk kategoriden ayrı bir biçimde, optimal para politikası izlemeye yönelik esnekliği temin etmektedir. Bu grupta FED ve ECB'nin yanı sıra Japonya, İsviçre ve Singapur gibi ülkeler yer almaktadır.

- Üçüncü grup eksik donanımlı-yumuşak enflasyon hedeflemesini (inflation targeting lite) uygulayan ülkelerden oluşmaktadır. Bu gruptaki ülkelerde açık bir enflasyon hedefi bulunmakla birlikte hedefe yönelik kurumsal taahhüt mekanizmaları zayıftır ve para politikasının kredibilitesi heniz tesis edilememiştir. Bu grupta yer alan ülkeler makroekonomik istikrarı tam sağlayamamış, sığ finansal piyasalar ve yüksek kamu borcuna sahip olmanın yanında şoklara karşı kırılgan bir yapı sergilemektedir. Bu anlamda yumuşak enflasyon hedeflemesi para politikasının kredibilitesinin inşası ve enflasyon hedefleemesinin stratejik gerekliliklerinin karşılanması için belirli bir geçiş stratejisini temsil etmektedir.¹⁰

IMF tarafından yapılan kategorizasyon, ülkelerin öznel makroekonomik koşullarına vurgu yapmak suretiyle enflasyon hedeflemesinin temel özellikleri ve stratejik gerekliliklerini farklı düzeylerde sağlayan ülkeler arasında bir gruplandırma yapmakta ve esas olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında makroekonomik temellerin farklılığını para politikasının kredibilitesini temel almak suretiyle açıklamaktadır. Para politikasının kredibilitesi itibariyle söz konusu gruplandırma Tablo 9 aracılığıyla izlenebilir.

¹⁰ Mark R. Stone, "Inflation Targeting Lite", **IMF Working Paper** No. 12, January 2003, p. 22 Eksik donanımlı- yumuşak enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler tek haneli enflasyon ve finansal istikrara ulaşmak için daha az esnek kur rejimi çerçevesinde daha müdahaleci kur politikası uygulamaktadır.

Tablo 9. Enflasyon Hedeflemesi Tipleri ve Kredibilite

| | Tam Donanımlı | Pragmatik | Eksik Donanımlı |
|------------------------------------|---------------|---------------|-----------------|
| Kredibilite | Orta-Yüksek | Yüksek | Yumuşak düşük |
| Enflasyon hedefinin açıklık düzeyi | Yüksek | Oldukça düşük | Düşük |
| Diğer amaçlara ilişkin esneklik | Düşük | Yüksek | Yüksek |

Kaynak: A. Carare and M. Stone, "Inflation Targeting Regimes", *IMF Working Paper* No. 9, January 2003, p. 21

Üç tip enflasyon hedeflemesi arasında yapılacak geçişler tanım gereği, gelişmiş ülkeler için II. gruptan I. gruba ve I. gruptan II. gruba söz konusu olmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için tek alternatif ise III. gruptan I. gruba geçişi simgelemekte ve enflasyon hedeflemesine geçiş hedefe yönelik kredibilitenin sağlandığı anlamına gelmektedir.¹¹

Bu bağlamda yapılan kategorizasyon, ülkelerin enflasyon hedeflemesinin hangi düzeyinde olduğunu açık bir biçimde ortaya koymakta ve grup değişiklikleri için gerekli stratejik unsurların adaptasyonuna yönelik politika tedbirlerinin alınmasına temel oluşturmaktadır. Dolayısıyla tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulamayı arzulayan potansiyel ülkelerin, enflasyon hedeflemesinin stratejik gerekliliklerini karşılamalarına bağlı olarak I. grubun içerisinde yer alabilecekleri açıktır.

c. E. Truman'ın Kategorizasyonu

Enflasyon hedeflemesinin farklı olgunlaşma düzeylerine karşılık gelen IMF kategorizasyonu para politikasının günümüzde ulaştığı düzey itibariyle enflasyon hedeflemesini bir norm olarak kabul etmektedir. Bu yönüyle söz konusu kategorizasyon potansiyel ülkelerin bir kez I. gruba dahil olduktan sonra tekrar III. gruba geçmesinin söz konusu olmayacağı yönünde örtük bir sonuca ulaşmaktadır.

¹¹ Nitekim Avustralya ve Kanada II. gruptan I. gruba geçmiştir.

Öte yandan tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin başlangıç enflasyon oranlarına göre kategorizasyonu yapıldığında enflasyon hedeflemesinin adaptasyonunun ardından farklı performans sergiledikleri görülmektedir. Bu anlamda E. Truman, tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler ile potansiyel ülkeler arasında 4 farklı gruptan oluşan bir sınıflandırma yapmaktadır.¹²

- İlk grup fiyat istikrarı amacı ile uyumlu enflasyon hedefine ulaşan ve yıllık %5'in altında enflasyon oranını sürdürebilen tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelere oluşmakta ve istikrarı sürdüren ülkeler (maintainers) olarak tanımlanmaktadır.

- İkinci grup orta-uzun vadede fiyat istikrarı amacı ile uyumlu enflasyon hedefine ulaşma amacıyla dezenflasyon uygulayan ve yıllık %5'in üzerinde ancak %10'un altında enflasyon oranına sahip ülkelere oluşmakta ve yakınsayan ülkeler (convergers) olarak tanımlanmaktadır.

- Üçüncü grup, yıllık %20 ya da üzerinde enflasyon oranına sahip ve orta-uzun vadede daha düşük düzeylerde enflasyon hedefine ulaşmayı arzulayan ülkelere oluşmakta ve enflasyonu baskılayan (squeezers) ülkeler olarak tanımlanmaktadır.¹³

- Dördüncü grup, negatif enflasyon oranına sahip ve düşük-pozitif enflasyon oranına ulaşmayı arzulayan ülkelere oluşmakta ve geriye dönmeyi (reversers) arzulayan ülkeler olarak tanımlanmaktadır.

¹² Truman, p. 69

¹³ Bu grup ülkeler IMF kategorizasyonunda eksik donanımlı-yumuşak enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelere karşılık gelmektedir. Enflasyon hedeflemesine geçme hususunda nihai aşamaya gelmiş güçlü potansiyel adaylar arasında Türkiye, Arjantin, Rusya, Endonezya, Slovenya, Romanya, Jamaika ve Sri Lanka sayılmaktadır.

E. Truman'ın kategorizasyonu dahilinde tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin başlangıç enflasyon oranlarına göre hangi gruba ait olduğu Tablo 10'da görülmektedir. Buna göre, enflasyon hedefinin adapte edildiği tarihe göre 5'i gelişmiş (Avustralya, İngiltere, İsveç, Kanada, Norveç) 3'ü gelişmekte olan (Brezilya, G. Kore, Tayland) ülke ilk grup içinde yer almaktadır. Öte yandan 2'si gelişmiş (İzlanda ve Yeni Zelanda) ve 5'i gelişmekte olan ülke (Çek Cum., Filipinler, G. Afrika, Macaristan ve Meksika) II. grup içindedir. İsrail, Kolombiya, Peru, Polonya ve Şili ise III. grup içerisinde enflasyonu baskılayan ülkeler arasında bulunmaktadır.

Tablo 10'da 1990-2002 yılları arasında ortalama enflasyon oranlarına göre yapılan kategorizasyonda ise İzlanda ve Yeni Zelanda'nın II. Gruptan ilk gruba geçtiği ve fiyat istikrarına ulaştığı görülmektedir. Buna mukabil, gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya'nın, ilk gruptan III. gruba, Kore'nin ilk gruptan II. gruba, Macaristan ve Meksika'nın II. gruptan III. gruba düştüğü gözlenmektedir. Buna mukabil İsrail, III. gruptan II. gruba geçerek olumlu bir performans sergilemiştir.

Tablo 10'un verileri 2003 yılı sonu itibariyle ele alındığında gelişmiş ülkeler fiyat istikrarını sürdürme-koruma hususunda başarılıdırlar. Gelişmekte olan ülkeler arasında ise 9 ülke (Çek Cum., Filipinler, G. Afrika, G. Kore, İsrail, Peru, Polonya, Şili, Tayland) başarılı bir enflasyon performansı göstererek I. gruba dahil olmuştur. Brezilya, Kolombiya, Macaristan ve Meksika ise III. gruptan II. gruba geçerek başarılı bir dezenflasyon uygulamışlardır.

Tablo 10

Bu çerçevede, özellikle tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkeler arasında kategoriler arası geçiş mümkündür ve geçiş sadece tek yönlü değildir. Bir diğer deyişle gelişmekte olan ülkelerin I. gruba dahil olması fiyat istikrarını sürdürebilecekleri-koruyabilecekleri anlamını taşımamaktadır.¹⁴

E. Truman tarafından yapılan kategorizasyon, özellikle gelişmekte olan ülkeler için enflasyon hedeflemesinin her derde deva bir ilaç (panacea) olmadığını ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, IMF tarafından yapılan kategorizasyonun üzerinde durduğu kredibilite inşası ve açık bir hedef ve kurumsal taahhüt mekanizmaları bulunsa bile gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği ve önceki nominal çapalardan daha yüksek bir performans sergileyeceği hususu tartışma konusu olarak karşımıza çıkmaktadır.

2. Ülke Uygulamalarının Temel Özellikleri

Enflasyon hedeflemesini diğer para politikası hedefleme stratejilerinden ayıran önemli bir özellik, dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili olarak ülkeden ülkeye değişen özelliklere sahip olmasıdır. Ülke uygulamaları, özünde aynı para politikası yaklaşımını benimsemesine rağmen stratejinin operasyonel özellikleri ve yürütülmesi ile ilgili farklılıklar enflasyon hedeflemesinin farklı yüzlerini yansıtmaktadır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon hedeflemesinin dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili farklılıklar, kredibilite ve esneklik arasında uygun bir bileşimin ülkelerin kendi özel makroekonomik koşullarına bağlı olarak ortaya çıkmasından kaynaklanmaktadır. Bunun yanında enflasyon hedeflemesi ile ilgili deneyim-birikim arttıkça ve fiyat istikrarını sürdürme-koruma hususunda başarı kazanıldıkça hedefin parametreleri ve yürütülmesi ile ilgili karakteristikler de kendi içinde bir evrim sürecine tabi olmaktadır.

¹⁴ Truman, p. 70

Bu çerçevede enflasyon hedeflemesinin dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili ülke uygulamalarının karakteristikleri tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ayırımına göre ele alınacaktır.

a. Yasal Çerçeve ve Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi

Enflasyon hedeflemesi altında para politikasının fiyat istikrarı amacı doğrultusunda yürütülmesinin gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde merkez bankası yasasında kurumsal hale getirildiği gözlenmektedir.

Tablo 11 her iki ülke grubunda enflasyon hedeflemesinin yasal çerçevesini ortaya koymaktadır. Buna göre, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarı para politikasının nihai amacını temsil etmekte ve diğer amaçlar karşısında önceliğe sahip bulunmaktadır. Ülkelerin yasal düzlemde para politikasının nihai amacını açık bir biçimde belirlemelerine rağmen hiyerarşik bir düzenleme yapmaları katı bir hedefleme biçiminden ziyade diğer amaçları da (üretim istikrarı gibi) dikkate alan esnek uygulama biçimini benimsediklerini göstermektedir.

Buna mukabil Yeni Zelanda, G. Afrika ve Peru'da fiyat istikrarı tek amaç olarak belirlenmesi katı bir hedefleme biçimi yansıtmaktadır. Kanada ve İsrail'de ise fiyat istikrarı amacı diğer amaçlar karşısında formel bir önceliğe sahip değildir.

Öte yandan bütçe açıklarının finansmanı ile ilgili olarak 20 ülkeden 8'i yasaklayıcı, 9'u ise sınırlayıcı bir düzenlemeye merkez bankası kanunlarında yer vermektedir (Tablo 11). Avustralya, İngiltere ve Yeni Zelanda'da ise herhangi bir düzenlemenin yapılmaması bütçe açıklarının finansmanında merkez bankası kaynaklarına başvurulduğu şeklinde değil, mali otorite-hükümet arasında böyle bir davranışın olmaması ile ilgili ortak bir yaklaşımın varolduğu şeklinde algılanmalıdır.¹⁵

¹⁵ Petursson, p. 68

Tablo 11.

Para politikasının enflasyon hedefi doğrultusunda yürütülmesi ve temel politika enstrümanının serbestçe kullanılması ile ilgili olarak özellikle gelişmekte olan tüm ülkelerin tam enstrüman bağımsızlığını benimsedikleri görülmektedir (Tablo 12). Bunun yanında Avustralya, İngiltere, Kanada, Yeni Zelanda, Şili ve Tayland'da hükümete belirli düzenleme biçimleriyle merkez bankası kararlarını değiştirme olanağı tanınmıştır. Ancak merkez bankası kararlarını değiştirmek beraberinde açık politik maliyetleri de getirebilir. Öte yandan Norveç enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler arasında en az enstrüman bağımsızlığına sahip ülkedir.

Öte yandan gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde merkez bankası başkanı genel seçimlerin yapıldığı süreden daha fazla bir biçimde, çoğunlukla 5 yıl ve üzerinde görev süresine sahiptir.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan tüm ülkelerde hedef enflasyon oranı kamuoyuna ilan edilmektedir. Bunun yanında hedefin belirlenmesi ile ilgili olarak farklı uygulamaların benimsendiği görülmektedir (Tablo 13).

Esas olarak gelişmiş ülkelerde (Avustralya, İzlanda, Kanada, Yeni Zelanda) ve Kolombiya'da enflasyon hedefini merkez bankası ve hükümet ortak belirlemektedir. Enflasyon hedefinin hükümet ile ortak ya da hükümet tarafından belirlenmesi özellikle dezenflasyon sürecinde olan gelişmekte olan ülkelerde mali otoritenin enflasyon hedefine uygun davranışlar sergilemesi ve para politikasının kredibilitesi açısından önem kazanmaktadır.¹⁶ Nitekim Brezilya, Filipinler, G. Kore, İsrail ve Tayland'da hedef hükümet tarafından merkez bankasına danışarak belirlenmekte ve politik destek sağlanmaktadır. Bununla birlikte bazı gelişmekte olan ülkelerde hedef bizzat merkez bankası tarafından (Çek Cum.,G. Afrika, Meksika, Polonya) ya da hükümete danışarak (Macaristan, Peru, Şili) belirlenmektedir.

¹⁶ Roger and Stone, p. 9

Tablo 12

Tablo 13

b. Hedefin Formülasyonu

Para politikasının nominal çapası olarak enflasyon hedefinin formülasyonu, hedefin zaman ufku, ölçüsü, nokta ya da band hedefi, hedefin gözden geçirilmesi ve kaçış koşulları ile ilgili uygulamalar itibariyle ülkeden ülkeye değişmekte ve enflasyon hedeflemesi olgunlaştıkça zaman içerisinde evrime uğramaktadır. Hedefin formülasyonu itibariyle Tablo 14 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedefinin temel parametreleri ile ilgili özellikleri bir araya getirmektedir.

Enflasyon hedefinin zaman ufku ile ilgili olarak yıllık-çoklu yıl ve açık zaman ufku tercihi hedeflemenin olgunlaşmasına göre yapılmaktadır. Fiyat istikrarını sürdürmeyi-korumayı başarmış gelişmiş ülkelerde zaman ufku, enflasyon hedeflemesinin erken aşamalarında çoklu yıl olarak tanımlanmakta fiyat istikrarı politikasına uyum sağlandıkça herhangi bir zaman sınırı tanımlanmamaktadır. Bunun temel sebebi esnek hedefleme biçimi dahilinde hem para politikasındaki gecikmeleri dikkate almak hem de enstrüman ve üretim istikrarsızlığının önüne geçmektir. Nitekim Tablo 14'ten söz konusu ülkeler için (örneğin İngiltere, İsveç, Kanada) belirli bir zaman ufku verilmeksizin enflasyonun uzun bir zaman dilimi boyunca belirli bir oranda hedeflendiği gözlenmektedir.

Buna mukabil enflasyon hedefinin uzun vadeli fiyat istikrarı politikasına uyum sağlama yolunda olduğu gelişmekte olan ülkelerde zaman ufku daha kısa vadeli ve yıllık olarak tanımlanmaktadır. Nitekim sözkonusu ülkelerde (örneğin Brezilya, Kolombiya, Macaristan) orta-uzun vadeli enflasyon hedefi rakamsal olarak belirlenmekte, ancak belirli bir band içinde yıllık olarak hedeflenmektedir. Enflasyon oranı orta-uzun vadeli hedefe uyum sağladıkça yıllık enflasyon hedefi zaman sınırı olmayan hedef enflasyon oranı ile yer değiştirmektedir (örneğin Polonya). Gelişmekte olan ülkeler hem yıllık hem de orta –uzun vadeli hedef belirleyerek beklenmeyen dezenflasyonun yararını görmeyi ve aşamalı geçişle dezenflasyonun yaratacağı refah maliyetlerini minimize etmeyi arzulamaktadırlar.¹⁷

¹⁷ Mishkin and Schmidt-Hebbel, p. 17

Tablo 14

Enflasyon hedefinin ölçümü tüm ülkeler için TÜFE cinsinden yapılmaktadır. Bunun yanında çekirdek enflasyon ölçüsü G. Afrika, G. Kore ve Tayland tarafından hedeflenmektedir (Tablo 14). Zaman içerisinde ülkeler hem fiyat endekslerini yeniden tanımlamakta (örneğin Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda) ya da endeks tercihlerini değiştirmektedirler. Örneğin İngiltere ipotek faiz ödemelerinin düşülmesiyle elde edilen ve bir anlamda çekirdek enflasyon olarak işlev gören perakende fiyat endeksi yerine (RPIX), 2003 sonundan itibaren ECB'nin HCIP endeksini hedef ölçüsü olarak kullanmaya başlamıştır.

Tablo 14 verileri incelendiğinde nokta ya da band hedefi tercihi açısından Avustralya, Yeni Zelanda, Filipinler, G. Afrika, İsrail ve Tayland dışındaki ülkelerin belirli bir nokta hedefine simetrik aralıklarla sahip oldukları görülmektedir. Bunun yanında tüm ülkelerde pozitif enflasyon oranları hedeflenmekte ve optimal enflasyon oranına ilişkin akademik tartışmaların vardığı noktayı destekler şekilde hedef %1 ile %3 arasında bulunmaktadır

Beklenildiği gibi hedefin tolerans limitleri gelişmekte olan ülkeler ve yüksek enflasyon volatilitesine sahip ülkeler için daha geniş tutulmakta dezenflasyon süreci başarılı ilerledikçe tolerans limitleri daralmaktadır. Nitekim hedef düzeyinin yanında gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler arasında hedef bandı açısından da belirli bir yakınsamanın varlığı göze çarpmaktadır. Genel olarak hedef bandı %2 düzeyinde (hedef enflasyon oranı +/-%1) seyretmektedir (sadece Brezilya'da +/-2 düzeyinden +/-2.5 düzeyine çıkarılmıştır.).

Enflasyon hedefinin gözden geçirilmesi açısından bazı gelişmiş (Avustralya, İsveç, Norveç) ve gelişmekte olan (Macaristan, Peru, Tayland) ülkelerde hedefin gözden geçirilmesine ilişkin bir düzenleme yapılmamıştır (Tablo 14). Buna mukabil özellikle dezenflasyon sürecinde olan gelişmekte olan ülkelerde genel olarak yılda 1 kez hedefin gözden geçirildiği görülmektedir. Hedefin düzenli olarak gözden geçirilmesi özellikle yeni seçilen hükümetlere hedefe yönelik desteklerini yineleme şansı vermesine

rağmen Yeni Zelanda örneğinde görüldüğü gibi hedefin sık değiştirilmesi riskini beraberinde getirmektedir.¹⁸

Enflasyonun hedef değerinden sapması karşısında Kanada, Yeni Zelanda, Çek Cum., Filipinler, G. Afrika ve Polonya'da kaçış koşullarına yer verildiği görülmektedir (Tablo 14). Kaçış koşullarına ilişkin düzenleme para politikasının birinci derece etkilerine tepki vermediği arz şokları ya da dolaylı vergilerdeki değişmelerin fiyatlar üzerindeki etkilerini kapsamaktadır.

c. Para Politikasının Yürütülmesi

Enflasyon hedeflemesi uygulayan gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde genel olarak uygulanacak para politikalarına ilişkin kararlar Yeni Zelanda ve İsrail hariç belirli bir kurul tarafından alınmaktadır (Tablo 15). Kurulun varlığı nihai politika kararını alan organ olarak hesap verebilirliğe de temel oluşturmaktadır.

Bununla birlikte her ülkenin kendi merkez bankası yasası ve bünyesindeki organizasyon yapısına bağlı olarak politika kararlarını alan organ değişebilmektedir. Örneğin İsveç, Norveç ve Şili'de para politikası kararlarını Banka İcra Kurulu (Executive Board) alırken İzlanda, Çek Cum., Kolombiya, Meksika ve Peru'da Banka Yönetim Kurulu (Board of Governors) politika kararlarını almaktadır. Diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde ise karar organı Para politikası Kurulu'dur. Öte yandan Yeni Zelanda ve İsrail'de politika kararları doğrudan başkan tarafından alınmasına rağmen enformel olarak başkana danışmanlık yapan Danışma Kurulu (Advisory Board) mevcuttur.

¹⁸ Petursson, p. 70 ve Schmidt-Hebbel and Tapia, pp. 56-58

Tablo 15

Genel olarak tüm ülkeler Kurul'un terkininde merkez bankası dışından üyelere yer vermektedirler. Kurul üye sayısı İzlanda ve G. Afrika (3 üye) hariç 5 ile 11 arasında değişmektedir. Avustralya, Norveç, Filipinler, G. Kore, Peru, Polonya, Şili ve Tayland'da merkez bankası dışından olan üye sayısı daha fazladır. Kurul, nihai politika kararını Avustralya, Kanada, Norveç'te konsensüs, G. Kore ve Tayland'da oylama/konsensüs, diğer ülkelerde ise oylama yoluyla almaktadır. Para politikası karar alma süreci içerisinde Avustralya, Filipinler ve Kolombiya'da hükümetin atadığı bir temsilci (Kolombiya'da maliye bakanı) oy hakkına sahip bir biçimde, Macaristan, Polonya ve Şili'de ise oy hakkı olmaksızın toplantılara katılabilmektedir.

Kurul toplantılarının tüm ülkelerde önceden ilan edilen bir takvim uyarınca düzenli periyodlar halinde ve genel olarak aylık toplantılar şeklinde yapıldığı görülmektedir. Düzenli ve önceden belirli toplantıların yapılması enflasyonun görünümüne ilişkin belirsizliği azaltırken merkez bankasının piyasalara ve bekleyişlere yön verme yeteneği artmakta ve politika değişiklikleri kadar politikaların neden değişmediğini de ortaya koyma imkanı tanımaktadır.¹⁹

Tablo 16 para politikasının yürütülmesinde kullanılan temel politika enstrümanı, para politikası araçları ve döviz kuru rejimini bir araya getirmektedir. Buna göre tüm merkez bankaları finansal sistemin likiditesini etkileyebilmek için temel politika enstrümanı olarak kısa vadeli ya da gecelik faiz oranlarını kullanmaktadır. Filipinler, Meksika ve Peru ise bir önceki nominal çapaları para arzıdır- bankacılık sistemindeki likiditeyi hedeflemektedirler. Öte yandan Kanada hariç tüm merkez bankaları repo ve devlet tahvili- hazine bonusu üzerinden açık piyasa işlemlerini para politikası aracı olarak kullanmaktadır. Kanada ise sabit bir parasal taban düzeyi üzerinden piyasa faiz oranlarını dar faiz oranı koridoru kullanmak suretiyle etkilemektedir.²⁰

¹⁹ Fracasso et al. p. 9

²⁰ Carare et al., p. 24

Tablo 16

Enflasyon hedeflemesi ile uyumlu döviz kuru rejimi açısından gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin esnek-dalgalı kur rejimini benimsedikleri görülmektedir. Buna mukabil Macaristan ve İsrail belirli bir band içinde dalgalanan kur hedefine sahiptir. Tablo 16 ülkelerin döviz piyasasına hangi koşullarda müdahalede bulduklarını da ortaya koymaktadır. Esas olarak döviz piyasasına yapılan müdahaleler kur değişmelerinin enflasyon hedefini tehlikeye atması yanında finansal istikrarın tehlikeye düştüğü durumları içermektedir. Sadece Macaristan (Euro'ya geçiş çerçevesinde) ve İsrail belirli bir kur hedefini savunma amacıyla döviz piyasasına müdahalede bulunmaktadır.

d. Şeffaflık ve İletişim Prosedürleri

Nominal çapa olarak açık bir enflasyon hedefinin varlığı, hem şeffaflık hem de hesap verebilirliğin birbirini güçlendirmesini beraberinde getirmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde para politikasını belirleme yetkisi tam enstrüman bağımsız merkez bankasına devredildiği için, karar alma süreci ve para politikasının geleceği açık ve şeffaf bir biçimde kamuoyu ile paylaşılmakta ve iletişim prosedürleri oluşturulmaktadır (Tablo 17).

Para politikası karar alma süreci ile ilgili şeffaflık konusunda, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin önceden belirlenen ve ilan edilen bir takvim uyarınca toplanan Para Politikası Kurulu'nun aldığı politika kararlarını aynı gün içerisinde- sadece İsveç ertesi gün- basın duyurusu-konferansı ve web sitesi aracılığıyla duyurdukları görülmektedir. Bunun yanında toplantı tutanakları her iki ülke grubu için İngiltere, İsveç, Brezilya, Çek Cum., G. Kore, Polonya ve Şili tarafından en erken 2 hafta en geç 1 yıl içerisinde yayınlanmakta ve kamuoyu ve iktisadi ajanlara sunulmaktadır.

Bunun yanında birçok merkez bankası kendi web sitesi aracılığıyla kurum içinde yapılan her türlü araştırma yayını ve para politikası raporlarını, Başkan ve /veya yardımcıları tarafından konuşma ve sunumları yayınlamaktadır. Ayrıca enflasyon hedeflemesi ile ilgili yapılan çeşitli atölye çalışmaları (workshop), seminer sunumları ve düzenlenen konferanslara ait tebliğlere de (proceedings) web sitesi aracılığıyla ulaşmak mümkündür.

Tablo 17

Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde kamuoyu ile iletişimde kullanılan temel araç enflasyon raporudur. Tablo 17'nin verileri itibariyle enflasyon raporlarının ilk yayınlanma tarihleri gelişmiş ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçmelerinin ardından enflasyon raporu hazırlamalarına rağmen gelişmekte olan ülkelerin tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçiş öncesi yapılan hazırlıklara bağlı olarak enflasyon raporu yayınladıklarını ortaya koymaktadır. Her iki ülke grubuna ait merkez bankaları ağırlıklı olarak yılda 4 kez enflasyon raporu yayınlamaktadırlar.

Tablo 18 enflasyon raporunun içeriği ve rapor içerisinde enflasyon tahmininin nasıl oluşturulduğu ile ilgili özellikleri bir araya getirmektedir. Buna göre tüm ülkelerde enflasyon raporları geçmiş enflasyonun analizine ve gerek ulusal gerekse uluslararası düzeyde son ekonomik ve mali gelişmelerin, reel ekonominin davranışlarının ve enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefi ve tahmini üzerindeki etkilerine yer vermektedir.²¹

Enflasyon raporları aynı zamanda geleceğe yönelik enflasyon, büyüme ve üretim açığı tahminlerine de yer vermektedir. Enflasyon tahmini İsrail hariç tüm merkez bankaları tarafından yayınlanmakta ve alınan faiz oranı kararlarının arkasında yatan nedenleri görmek mümkün olmaktadır. Bunun yanında gelişmiş ülkelere Norveç ve Yeni Zelanda geleceğe yönelik faiz oranı projeksiyonlarını da yayınlamaktadır. Avustralya, ve Polonya hariç tüm merkez bankaları büyüme tahminleri yayınlarken, enflasyon ve büyüme tahminleri için bazı merkez bankalarının güven aralığı belirledikleri görülmektedir. Üretim açığı tahmini ise ağırlıklı olarak gelişmiş ülkeler tarafından yayınlanmakta gelişmekte olan ülke olarak sadece Kolombiya üretim açığı tahmini yayınlamaktadır.

²¹ Jonas and Mishkin, p. 2 ve Schaechter and Stone, pp. 43-44

Tablo 18

Daha önce ele alındığı üzere esnek enflasyon hedeflemesine bağlı olarak enflasyon – üretim değişkenliğini azaltabilmek için yapılan tartışmalarda para politikası reaksiyon fonksiyonunun yayınlanması ya da Taylor kuralı izlenmesi şeklinde öneriler getirilmiştir. Buna mukabil enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler, enflasyonun hedef değerinden sapması durumunda reel ekonomide herhangi bir istikrarsızlık doğurmadan uygun bir biçimde tekrar hedef düzeyine nasıl döneceğini açık bir biçimde ortaya koymaktadırlar.

Tablo 18 bu amaçla enflasyon tahmininin zaman ufku ve tahminin nasıl türetildiği ile ilgili verileri de ortaya koymaktadır. Buna göre Kanada, İsveç, Norveç, Yeni Zelanda ve Şili'nin minimum 4 maksimum 12 çeyreklik açık tahmin ufkuna sahip oldukları görülmektedir. Buna mukabil, 5 merkez bankası (İngiltere, İzlanda Brezilya, Filipinler ve İsrail) ancak hedefte açık bir sapma olduğunda açık bir tahmin-hedef ufkuna yer vermektedirler.²²

Esas olarak tüm ülkeler enflasyon tahminlerini pedagojik avantajlarına bağlı olarak sabit faiz oranı varsayımına göre türetmektedirler. Buna mukabil, Yeni Zelanda, Çek Cum. ve Kolombiya belirli bir modele bağlı olarak (içsel) faiz oranı patikası yayınlamaktadırlar. İngiltere ve Norveç ise, içsel faiz oranı patikası yayınlamanın daha önce ele alınan zaaflarına bağlı olarak enflasyon tahminlerini iktisadi ajanların faiz oranı bekleyişlerine koşullu olarak türetmektedirler.

Enflasyon tahmininin türetilmesinde sabit faiz oranı varsayımına benzer şekilde 3 merkez bankası (İzlanda, Macaristan ve Brezilya) sabit döviz kuru varsayımı kullanmaktadır. Bununla birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler ağırlıklı olarak kendi model spesifik içsel tahminlerini kullanmaktadırlar.

Öte yandan Tablo 18 verilerine göre, arz şokları, enerji fiyatlarında değişme ve politik gelişmelere bağlı olarak doğabilecek belirsizliklerin önüne enflasyon tahmininin özellikle gelişmekte olan ülkelerde yelpaze haritası şeklinde yayınlanması yoluyla

²² Schmidt-Hebbel and Tapia, pp. 3-4

önüne geçilmeye çalışıldığı gözlenmektedir. Enflasyon tahmini yansıtan ana senaryo, olası risklere ve gelişmelere bağlı olarak değiştiğinde para politikasının yelpaze grafiğinin üst kısmı-ki enflasyonun ana senaryonun üzerinde olmasını ifade eder- ya da alt kısmına – ki enflasyonun ana senaryonun altında olmasını ifade eder- göre yürütülmesi söz konusu olmaktadır. Yelpaze grafiği yanında enflasyon tahmin ve görünümü, olası risk ve gelişmelerle birlikte sözel olarak ta tartışılmakta ve faiz oranı kararlarını alan ilgili Kurul'un üyelerinin değerlendirmelerine yer verilmektedir.²³

e. Hesap Verebilirlik

Açık bir enflasyon hedefine yönelik olarak merkez bankasının taahütte bulunması şeffaflık yanında hesap verme yükümlülüğü empoze etmektedir. Ancak gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler için formel ya da yasal bir hesap verme sorumluluğunun bulunmadığı görülmektedir.²⁴

Enflasyonun hedef değerinden sapmasına yönelik hesap verme, enflasyonun hedef bandı içinde olup olmamasına bağlı olarak değişmektedir. Şayet enflasyon hedef bandın içinde ise merkez bankaları düzenli olarak yayınladıkları enflasyon raporlarında sapmanın nedenleri ve enflasyonun hedef değerine dönmesi ile ilgili gerekli açıklamaları yapmaktadırlar. Buna karşın enflasyon hedef bandın dışında ise daha katı uygulama biçimleri gündeme gelmekte ve merkez bankası sapmanın rasyonel temellerini açıklama hususunda daha fazla baskı görmektedir.

Tablo 19 enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde enflasyon raporundan sorumlu organ ile açık mektup yayınlanması ve parlamento oturumu şeklinde iki tür hesap verme biçimini ortaya koymaktadır. Faiz oranı kararının ilgili kurul tarafından alındığı ülkelerde enflasyon raporunun sorumluluğu kurula ait olurken, bazı ülkelerde

²³ Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaların enflasyon hedefi için hem kontrol ufku hem de hedef ufku belirledikleri görülmektedir.

²⁴ Roger and Stone, p. 10

kurum olarak merkez bankası ya da raporu hazırlayan araştırma departmanı sorumlu olmaktadır.²⁵

Tablo 19. Enflasyon Hedeflemesi ve Hesap Verebilirlik

| Ülkeler | | Enflasyon Raporundan Sorumlu Organ | Açık Mektup | Parlamento oturumları |
|-------------------------|--------------|------------------------------------|-------------|-----------------------|
| GELİŞMİŞ ÜLKELER | AVUSTRALYA | Merkez Bankası | Hayır | Evet |
| | İNGİLTERE | Para Politikası Kurulu | Evet | Evet |
| | İSVEÇ | İcra Kurulu | Evet | Evet |
| | İZLANDA | Merkez Bankası | Evet | Hayır |
| | KANADA | İcra Kurulu | Hayır | Evet |
| | NORVEÇ | Başkan ve İcra Kurulu | Evet | Evet |
| | YENİ ZELANDA | Başkan | Evet | Evet |
| GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER | BREZİLYA | Para Politikası Kurulu | Evet | Hayır |
| | ÇEK CUM. | İcra Kurulu | Hayır | Evet |
| | FİLİPİNLER | Para Politikası Kurulu | Evet | Evet |
| | GÜNEY AFRİKA | Araştırma Departmanı | Hayır | Hayır |
| | GÜNEY KORE | Para Politikası Kurulu | Hayır | Evet |
| | İSRAİL | İcra Kurulu ve Araş.Dep. | Evet | Evet |
| | KOLOMBİYA | İcra Kurulu | Hayır | Evet |
| | MACARİSTAN | Araştırma Departmanı | Hayır | Evet |
| | MEKSİKA | Merkez Bankası | Hayır | Evet |
| | PERU | Merkez Bankası | Hayır | Hayır |
| | POLONYA | Araştırma Departmanı | Evet | Evet |
| | ŞİLİ | İcra Kurulu | Hayır | Evet |
| | TAYLAND | Para Politikası Kurulu | Hayır | Hayır |

Kaynak: Petursson, p.75, Roger and Stone, p.34, Truman, p.67 ve ilgili ülkelerin merkez bankası web sitelerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

Formel olarak hesap verebilirlik düzenlemeleri Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, Avustralya, Şili, G. Afrika ve Norveç'te mevcuttur. Bu ülkelerde hükümet hedefte ciddi bir sapma olduğunda sapmanın nedenleri ile ilgili açıklama isteme ve merkez bankası kararlarını askıya alma hakkına sahiptir. Bu durum, Yeni Zelanda, Şili ve Kanada'da

²⁵ Schmidt-Hebbel and Tapia, pp. 12-13

resmi gazete aracılığıyla duyurulmakta İngiltere ve Norveç'te ise parlamentoya bildirilmektedir.

Öte yandan hedefte bir sapma olduğunda sapmanın nedenlerinin açıklanması ve hedefe tekrar ulaşabilmek için alınacak politika tedbirleri İngiltere, İsveç, İzlanda, Norveç, Yeni Zelanda, Brezilya, Filipinler, İsrail ve Polonya'da hükümete ya da ilgili bakana açık mektup şeklinde sunulmaktadır. Bunun yanında İzlanda, Brezilya G. Afrika, Peru ve Tayland dışında kalan merkez bankaları parlamentoya para politikasının geleceği ve enflasyon hedefi ile ilgili düzenli oturumlar aracılığıyla sunum yapmaktadırlar.

Katı bir hesap verme biçimi olarak Yeni Zelanda'da merkez bankası başkanı doğrudan maliye bakanına karşı sorumludur. Başkanın görev süresi enflasyon hedefinin tutması ya da tutmamasına bağlıdır. Hedef tutmadığında başkanın yeniden göreve ataması yapılmamaktadır.²⁶

f. Hedeften Sapmalar

Enflasyon hedeflemesinin dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin gösterdiği farklı karakteristiklerin varlığı ve her iki ülke grubunun enflasyon hedeflemesinin adaptasyonu ile ilgili güdü farklılıkları, enflasyonun hedef değerinden sapması ile ilgili özellikler itibariyle de kendini göstermektedir.

Tablo 20 her iki ülke grubunda enflasyonun hedef değerinden sapması açısından sapmanın sıklığı (frequency), büyüklüğü (magnitude) ve süresi (duration) ile ilgili verileri bir araya getirmektedir. Buna göre tüm ülkeler açısından enflasyon hedefinden sapmaların sıklığı ortalama %43.3 düzeyindedir. Hedefte aşağıya doğru sapma yukarıya doğru sapmadan daha sık yaşanmıştır. Buna karşın aşağı ya da yukarı doğru sapmaların büyüklüğü aynı düzeydedir. (+/-1.2 puan) Hedefte sapmalar her iki ülke grubunda ortalama 8.2 ay içerisinde ortadan kalkmaktadır.

²⁶ Petursson, p. 75

Tablo 20. Enflasyon Hedefinden Sapmalar

| | Sapmaların Sıklığı (%) | | | Sapmaların Büyüklüğü (%puan) | | | Sapmaların Süresi (Ay) | | |
|-------------------------|------------------------|-------------|--------------|------------------------------|-------------|--------------|------------------------|-------------|--------------|
| | Toplam | Aşağı Doğru | Yukarı Doğru | Ort. | Aşağı Doğru | Yukarı Doğru | Ort. | Aşağı Doğru | Yukarı Doğru |
| Tüm Ülkeler | 43.3 | 24.0 | 19.3 | 1.2 | -1.2 | 1.2 | 8.2 | 9.1 | 7.0 |
| Gelişmiş Ülkeler | 34.8 | 22.5 | 12.3 | 0.9 | -0.8 | 1.0 | 8.2 | 8.8 | 7.3 |
| Gelişmekte Olan Ülkeler | 51.8 | 25.5 | 26.2 | 1.5 | -1.5 | 1.4 | 8.2 | 9.5 | 6.8 |

Kaynak: Roger and Stone, p. 34

Gelişmiş ülkeler açısından ele alındığında, enflasyonun hedef değerinden sapması gelişmekte olan ülkelere nazaran daha az sıklıkla yaşanmakta (ortalama %34.8) ve daha düşük düzeyde gerçekleşmektedir (ortalama 0.9 puan). Buna mukabil gelişmekte olan ülkelerde ise enflasyonun hem aşağı hem de yukarı doğru hedef değerinden daha sıklıkla saptığı ve sapmanın büyüklüğünün daha fazla (ortalama 1.5 puan) olduğu görülmektedir. Sapmaların giderilmesi her iki ülke grubunda ortalama 8.2 aya karşılık gelmesine rağmen gelişmekte olan ülkelerde hedefte aşağı doğru sapmalar daha uzun bir sürede (ortalama 9.5 ay) giderilmektedir.

Enflasyonun hedef değerinden sapması ile ilgili farklılıklar, gelişmekte olan ülkelerin tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçmiş olsalar bile (halen) belirli bir dezenflasyon ve kredibilitenin inşası süreci yaşadıklarını ve E. Truman'ın kategorizasyonu itibarıyla farklı gruplar arasında geçiş yaptıklarını ortaya koymaktadır. Bunun yanında söz konusu ülkelerde aşağı doğru sapmaların daha uzun sürede giderilmesi fırsatçı dezenflasyon davranışını yukarı doğru sapmaların daha kısa sürede giderilmesi ise para politikasının kredibilitelerini tesis etme yönündeki kaygılarını yansıtmaktadır.²⁷

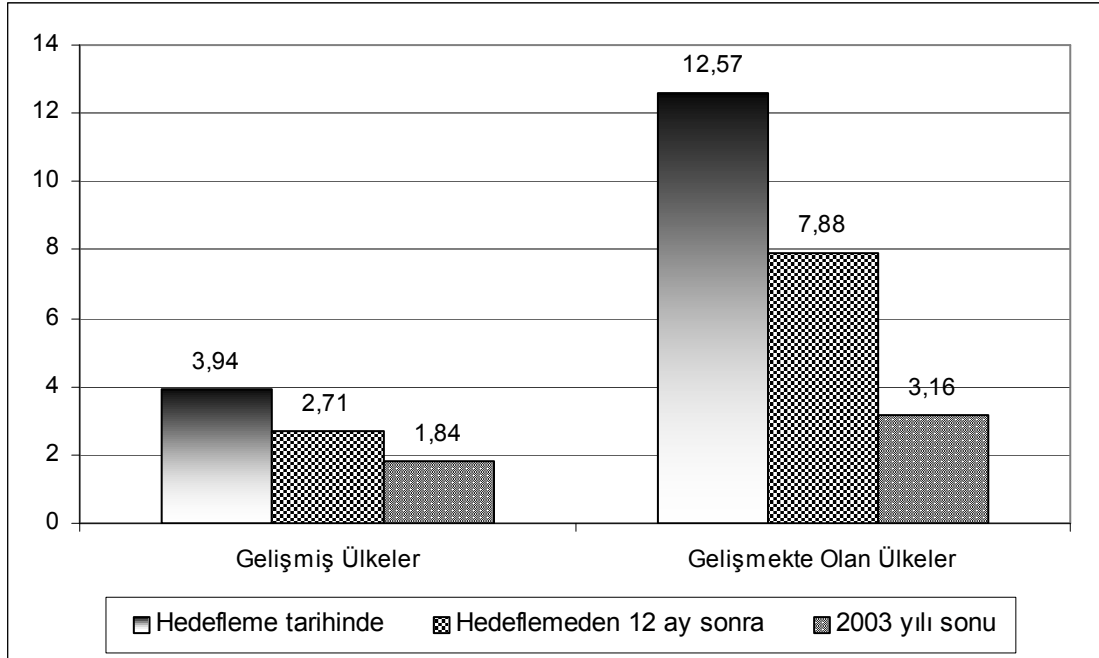
B. Enflasyon Hedeflemesinin Makroekonomik Performansı

Bir para politikası hedefleme stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansını ele almak, teorik analiz çerçevesinde ortaya konulan

²⁷ Roger and Stone, p. 14

kapsam ve özelliklerin, uygulamada hangi düzeyde gerçekleştirilebildiğini ortaya koymayı gerektirmektedir.

Enflasyon performansı itibariyle Şekil 16 tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde enflasyon oranlarının adaptasyon tarihlerine nazaran önemli ölçüde düşürüldüğünü ortaya koymaktadır. Gelişmiş ülkeler ortalama %3.94 düzeyinde olan başlangıç enflasyon oranlarını 2003 yılı sonu itibariyle ortalama %1.84 düzeyine geliştirmişlerdir. Gelişmekte olan ülkeler ise ortalama %12.57 olan başlangıç enflasyon oranlarını 2003 yılı sonu itibariyle ortalama %3.16 düzeyine indirmişlerdir.



Şekil 16. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Hedefleme Dönemi ve Sonrası Enflasyon Seviyesi

Kaynak: Tablo 7'deki veriler kullanılarak oluşturulmuştur.

Buna mukabil, enflasyon hedeflemesinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde göstermiş olduğu performans bizzat enflasyon hedeflemesinin başarısı olarak değerlendirilmemekte ve 1990'lı yıllarda dünya ekonomisinde global düzeyde gözlenen dezenflasyon olgusunun doğal bir sonucu olarak ele alınmaktadır.²⁸ Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansını inceleyebilmek için öncelikle stratejinin başarısı aleyhine ileri sürülen argümanlara değinmek gerekmektedir.

Diğer taraftan, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin kategorizasyonu ve stratejinin dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili olarak gelişmiş ve gelişmekte olan ülke uygulamalarının farklı karakteristikler sergilemesi her iki ülke grubu arasında varolan farklı makroekonomik ve yapısal koşulları yansıtmaktadır. Bu anlamda ülke uygulamalarına ilişkin belirli biçimsel olguların ortaya konması her iki ülke grubu açısından enflasyon hedeflemesinin neyi ifade ettiğinin belirlenmesi ve enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerde uygulanabilirliğinin ele alınması açısından gereklidir.

1. Enflasyon Hedeflemesinin Başarısı Aleyhine Argümanlar

Enflasyon hedeflemesi aleyhine argümanlar, stratejinin teorik kapsam ve özelliklerinden ziyade enflasyon hedeflemesine geçen ülkelerde diğer ülkelere nazaran belirgin bir makroekonomik performans farklılığının oluşmamasına bağlı olarak ileri sürülmektedir.

Enflasyon hedeflemesini güçlü bir biçimde savunanlara göre strateji, düşük enflasyondan fiyat istikrarına geçiş sürecinde belirli üretim (istihdam) maliyetleri doğurmasına karşın enflasyon oranının düşürülmesi ve enflasyon bekleyişlerinin kontrol altına alınması hususunda enflasyon hedefinin adapte edilmediği duruma nazaran daha yüksek performans sergilemektedir. Bunun yanında enflasyon hedeflemesi, para politikasının şeffaflığı ve kredibilitesindeki artışlar ve politika yapıcıların hesap

²⁸ Neumann and von Hagen, p. 127 ve L. Ball ve N. Sheridan, "Does Inflation Targeting Matter?", **NBER Working Paper** No. 9577, March 2003, p. 29

verebilirliği aracılığıyla orta-uzun vadede fiyat istikrarını sürdürme-koruma konusunda katkıda bulunmaktadır.²⁹

Bu argümana karşı ve enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansı aleyhine ileri sürülen görüşleri dört noktada toplamak mümkündür:

İlk olarak, bir para politikası hedefleme stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başladığı dönem, global düzeyde fiyat istikrarına uygun bir makroekonomik ortamın bulunduğu ve enflasyonun bir sorun olmaktan çıktığı 1990'ı yıllara denk gelmektedir. Bu bağlamda tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin gösterdiği performans, global dezenflasyon olgusunun bir parçası olmaktan öte bir anlam taşımamakta ve stratejinin başarısı hususunda yeterince ikna edici bir durum ortaya koymamaktadır.³⁰

Buna bağlı ve ikinci olarak, enflasyon hedeflemesini adapte etmeyen ülkelerin fiyat istikrarını sürdürme-koruma hususunda risk altında oldukları yönünde lehte ileri sürülen argüman sadece entelektüel düzeyde geçerlilik taşımaktadır. Zira gerek FED gerekse ECB enflasyon hedeflemesi hususunda önemli ölçüde şüpheli davranmakta ve karşı argümanlar ileri sürmektedir. Ayrıca - daha önce ele alındığı gibi- enflasyon hedeflemesi ile parasal hedeflemenin makroekonomik performansı arasında belirgin bir farklılık bulunmamakta ve her iki strateji arasındaki seçim teknik iktisadi gerekçelerden ziyade ilgili ülkenin iktisat kültürü ve politika gelenekleri bağlamında değerlendirilmelidir.

Üçüncü olarak, özellikle gelişmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce 1970 ve 80'li yıllardan edinilen dersler ışığında fiyat istikrarının sağlandığı ve para

²⁹ Bernanke et al., p. 283

³⁰ 1990'lı yıllarda dünya ekonomisinde global düzeyde yaşanan dezenflasyon olgusunun hangi düzeyde para politikasının katkısı sonucunda gerçekleştiği hususunda farklı görüşler mevcuttur. K. Rogoff global dezenflasyon olgusuna, merkez bankalarının bağımsızlığı ve fiyat istikrarı amacına yönelik para politikalarının izlenmesi, daraltıcı maliye politikalarının izlenerek gelişmiş ülkelerde borç/GSYİH oranlarının düşürülmesi, verimlilik düzeyindeki artışlar ve teknolojik yenilikler, global düzeyde deregülasyon faaliyetlerine bağlı olarak firma ve sendikaların tekeli güçlerinin zayıflaması ve ulusal ve uluslararası rekabetin artması şeklinde 5 temel faktörün katkıda bulunduğunu belirtmektedir. K. Rogoff, "Globalization and Global Disinflation", **FED of Kansas Economic Review**, Fourth Quarter 2003, pp. 57-65

politikasının kredibilitésinin inşa edildiği gözlenmektedir. Bu anlamda enflasyon hedeflemesi sadece söz konusu kazanımların sürdürülmesi ve güçlendirilmesi yanında enflasyon bekleyişlerinin kontrol edilmesi açısından bir önem taşımaktadır.

Dördüncü olarak, enflasyon hedeflemesinin kalıcılığı ve sürdürülebilirliğini gözleme fırsatı verecek belirgin bir şokun yaşanmaması stratejinin kalıcılığı ve sürdürülebilirliği ile ilgili olarak daha fazla teste ihtiyaç olduğunu ortaya koymaktadır.³¹

Bu çerçevede temel sorun, tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçen ülkeler ile diğer ülkeler arasında makroekonomik performans açısından bir farklılığın olup olmadığı ve olası performans farklılıklarının hangi düzeyde enflasyon hedeflemesine ait olduğunun ortaya konmasıdır.

2. Enflasyon Hedeflemesinin Makroekonomik Performansı

Enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansı, stratejinin adaptasyonu sonucunda enflasyon, üretim (istihdam), faiz oranı ve döviz kuru değişkenleri arasındaki etkileşimin stratejinin teorik analizinde ortaya konan değiş-tokuş ilişkileri ve enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankasının davranışlarına uygun bir biçimde gerçekleşip gerçekleşmediğinden hareketle ele alınmaktadır.

Bu amaçla yapılan ampirik çalışmalar, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler ile diğer ülkeler arasında enflasyon hedeflemesine geçiş öncesi ve sonrasında (before-after) değişkenlerin davranışları açısından ne gibi farklılıklar olduğunu araştırmaktadır.³² Literatürde yer alan belirli çalışmalar, enflasyon hedeflemesinin

³¹ Neumann and von Hagen, p. 145. Ball ve Sheridan, bu yönleriyle enflasyon hedeflemesinin ardında ekonomik faktörlerden çok politik argümanların yer aldığını ileri sürmektedir. Ball and Sheridan, p. 29

³² Belirtilmesi gereken önemli bir nokta, enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansı lehine ya da aleyhine yapılan çalışmaların, metodolojik-ampirik açıdan ülke örneği, model spesifikasyonu ve ele alınan tarihsel dönem itibarıyla belirli farklılıkları olduğu ve bu bağlamda çeşitli tenkitlere uğradığı hususudur. Tenkitlerin bir kısmı, enflasyon hedefini adapte eden ülkelerin başlangıç koşulları itibarıyla farklı iç ve dış makroekonomik ve finansal koşullara sahip olmasının model sonuçlarını değiştireceğini ileri sürmektedir. Öte yandan söz konusu çalışmalarda, strateji değişikliğinin dışa açık gelişmekte olan ülke ekonomileri ile gelişmiş ülke ekonomileri arasındaki etkileşimin doğasını ve kantitatif öğelerini değiştirmesi hususu dikkate alınmamıştır. Bu konuda, F. N. de Simone, "Inflation Targeters in Practice: A Lucky Lot?", **Contemporary Economic Policy**, Vol. 19 No. 3, July 2001, Frederic S. Mishkin, "Commentary", **FED of St. Louis Review**, Vol. 84 No. 4, July/August 2002 çalışmalarına bakılabilir

makroekonomik performansını lehte ve aleyhte ileri sürülen argümanlar ayırımına bağlı olarak Tablo 21’de bir araya getirilmiştir.

Tablo 21’in enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansına ilişkin sunduğu sonuçlar şöyle sıralanabilir:

1. Enflasyon hedeflemesi, enflasyon oranlarının düşürülmesi ve fiyat istikrarının sürdürülmesi-korunması hususunda başarılı bir performans sergilemektedir. Buna mukabil, enflasyon oranlarındaki düşüş global deflasyon sürecinin bir ürünü olarak değerlendirilse de - söz konusu süreç ve diğer ülkeler kontrol değişkeni olarak kullanıldığında – enflasyon hedefinin adaptasyonu özellikle gelişmekte olan ülkelerde enflasyon oranlarını önemli ölçüde düşürmüştür. Bu durum sadece enflasyon oranları için değil enflasyon değişkenliği için de geçerlilik arz etmektedir.³³

2. Enflasyon oranları ve değişkenliğindeki azalmaya bağlı olarak, bazı çalışmalarda kredibilite inşa edildikçe, enflasyon beklentilerinin azaldığı ve para politikasının kredibilitesinin arttığı gözlenmektedir.³⁴

3. Enflasyon hedeflemesine geçen ülkelerde genel olarak enflasyonun yerleşikliği (persistence) de azalmaktadır. Bu anlamda daha az yerleşik enflasyon, geçmiş enflasyon ile bağların koptuğu ve olası bir şokun ardından enflasyonun tekrar hedef değerine döndüğünü göstermektedir. Ayrıca bu durum, enflasyon beklentilerinin daha fazla ileriye yönelik olarak oluşturulmasına ve para politikasının kredibilitesine katkıda bulunmaktadır.

³³ Faust ve Henderson, optimal politikanın ilk adımda enflasyonun ortalama düzeyini indirmeye ikinci adımda değişkenliğini azaltmaya karşılık geldiğini belirtmektedir. Bu itibarla, enflasyon dinamiklerinin doğasına yönelik yapılan çalışmalar, global düzeyde yaşanan deflasyon olgusunun enflasyonun ortalama düzeyi için geçerli olduğunu ancak değişkenliği ve yerleşikliği itibarıyla herhangi bir değişimin doğmadığını ortaya koymaktadır. Faust and Henderson, p. 117 ve Stephen Cecchetti and G. Debelle, “Has the Inflation Process Changed?”, **BIS Conference on Understanding Low Inflation and Deflation**, Switzerland, 18-19 June 2004, p. 25

³⁴ V. Corbo, O. Landerretche and K. Schmidt-Hebbel, “Assessing Inflation Targeting After a Decade of World Experience”, **International Journal of Finance and Economics**, Vol. 6 Issue 4 October 2001, p. 365

Tablo 21 a

Tablo 21 a devam

Tablo 21 b

4. Bu sonuçlar ve para politikasının kredibilitesindeki artışlar aynı zamanda faiz oranlarının ve faiz oranlarındaki değişkenliğin azalmasıyla da desteklenmektedir. Ancak faiz oranlarının azalması sadece enflasyon hedeflemesine geçişle değil süreç içerisinde kredibilitenin inşa edilmesine bağlı olarak gerçekleşmektedir.³⁵

5. Enflasyon hedeflemesinin reel ekonomik faaliyetler üzerindeki etkisi hususunda açık bir yargıya varılması güçtür. Bazı çalışmalar, üretim ya da istihdamda azalma/değişkenlik olduğunu vurgulamakta bazı çalışmalar ise üretimin ve GSYİH'nın arttığını ve değişkenliğin azaldığını ortaya koymaktadır. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesine geçişin büyüme, büyümenin değişkenliği ve istihdam üzerinde net bir olumsuz etkisi görülmemektedir. Ancak söz konusu değişkenlerin performansının uzun vadede belirli bir görünüm sergilediği de unutulmamalıdır.³⁶

6. Öte yandan enflasyon bekleyişlerindeki azalma ve para politikasının kredibilitesindeki artışlar, enflasyon hedeflemesine geçiş sonucunda fedakarlık oranlarında bir azalış tarafından desteklenmemektedir. Zira yapılan çalışmalarda genel olarak fedakarlık oranlarının diğer ülkelere benzer düzeyde azaldığı görülmektedir.

7. Enflasyon hedeflemesine geçiş, merkez bankası davranışlarını kendine uygun bir biçimde değiştirmiştir. Genel olarak enflasyon karşıtlığında önemli artışlar görülmesine karşın para politikasının üretim açığına da tepki verdiği ve esnek bir hedefleme uygulandığı görülmüştür.³⁷

8. Enflasyon hedeflemesine geçişin döviz kuru ile ilgili etkileri konusunda yeterli çalışma olmasa da kur istikrarının özellikle daha önce, daha esnek kura sahip olan

³⁵ T. G. Petursson, "The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance" **Central Bank of Iceland Working Paper** No23, July 2004, p. 26

³⁶ Truman, p. 72 ve Petursson, "The Effects of Inflation Targeting on...", p. 32

³⁷ K. Kuttner and A. Posen, "Does Talk Matter After All? Inflation Targeting and Central Bank Behaviour", **FED of New York Staff Report** No. 88, October 1999. Para politikasının davranışlarına ilişkin çalışmalar, aktarım mekanizmasının işleyiş dinamiklerinde zaman içinde oluşan değişimlerden para politikasının izole edilmesi yönündeki güçlükler itibariyle eleştiriye uğramaktadır. Bir diğer deyişle, faiz oranlarının bizzat makroekonomik koşulların bir fonksiyonu olduğu durumda, faiz oranlarının söz konusu koşullar üzerindeki etkisini izole etmek güçlük arz etmektedir. Kuttner and Mosser, pp. 17-18 ve Philip Arestis and M. Sawyer, "Inflation Targeting: A Critical Appraisal", **Jerome Levy Economics Institute Working Paper** No. 388, September 2003, pp. 19-20

ülkelerde arttığı buna karşın sabit kurdan enflasyon hedeflemesine geçen ülkelerde ise kurun daha istikrarsız olduğu görülmüştür. Bunun yanında nominal döviz kurlarının şok emici özellikler sergilediği ve reel şokları yansıttığı vurgulanmak ile beraber bu durumun ağırlıklı olarak gelişmiş ülkeler için geçerli olduğu üzerinde durulmaktadır.³⁸

9. Enflasyon hedeflemesinin kurumsal özelliklerinin gerek enflasyon-üretim değişkenliğinin azaltılması gerekse enflasyon bekleyişlerinin yönlendirilmesi ve stratejinin işleyişi açısından para politikasının kredibilitesine önemli katkılarda bulunduğu görülmektedir.³⁹

Enflasyon hedeflemesinin sürdürülebilirliği hususunda yapılan çalışmalar, stratejiyi uygulayan merkez bankalarının 1998 yılında dünya ekonomisinde yaşanan petrol şoku karşısında, 1970’li yıllarda yaşanan petrol şoklarına daha az agresif bir para politikası izlediğini ortaya koymaktadır. Buna sebep olarak ise para politikasının 1970’li yıllara nazaran daha yüksek kredibiliteye sahip olması gösterilmektedir. Öte yandan, 1998 Güneydoğu Asya krizi ve 11 Eylül 2001’de A. B. D. ’de meydana gelen terör saldırılarının doğurduğu global ekonomik koşullar karşısında enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının üretim kayıpları yaşamalarına rağmen başarılı bir enflasyon performansı gösterdikleri vurgulanmaktadır.⁴⁰

Ayrıca parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme stratejileri ile ilgili deneyimler ve sonuçları hatırlandığında enflasyon hedeflemesi, esnek, şeffaf ve hesap verebilir bir uygulama çerçevesi sunarak, para politikasının kredibilitesini artırmakta ve alternatif bir strateji olarak karşımıza çıkmaktadır.

³⁸ Petursson, ”The Effects of Inflation Targeting on...”, p. 32 ve V. C. Sabban, M. G. Rozada and A. Powell, “ A New Test for the Success of Inflation Targeting”, Universidad Torcuato Di Tella **Business School Working Papers** No. 4, 2003

³⁹ Buna mukabil Ball ve Sheridan, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler ile diğer ülkelerde para politikasının benzer şekilde yürütüldüğünü ve dolayısıyla stratejinin kurumsal özelliklerinin herhangi bir önemi olmadığını ileri sürmektedir. Ball and Sheridan, p. 30 Ball ve Sheridan tarafından yapılan çalışmanın bir eleştirisi için M. Hyvonen, “Inflation Convergence Across Countries”, **Reserve Bank of Australia Discussion Paper** No. 4 June 2004

⁴⁰ Petursson, ”The Effects of Inflation Targeting on...”, p. 32 ve Schaechter and Stone, p. 31

3. Ülke Uygulamaları ile İlgili Biçimsel Olgular

Enflasyon hedeflemesinin genel makroekonomik performansı ve alternatif nominal çapaların yokluğu, stratejinin adaptasyonu lehine argümanlara temel olsa da, stratejinin dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili gelişmiş ve gelişmekte olan ülke uygulamalarına ait biçimsel olguların ele alınması gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik performans düzeyindeki farklılıkların açıklanmasına imkan vermektedir.

Enflasyon hedeflemesinin dizaynı ve yürütülmesine ilişkin ülke uygulamaları ile ilgili biçimsel olgular şöyle sıralanabilir:

1. Enflasyon hedeflemesi uygulamaları önemli düzeyde operasyonel esnekliğe sahiptir. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde hedef sıklıkla tutturulamamasına karşın ortalama performans hedefe yakın düzeylerde gerçekleşmiştir. Merkez bankaları enflasyon hedef değerinden saptığında, hedefe tekrar dönmesi için geçen süre bazen uzun olsa da, hemen tepki vermeyerek sapmaya izin vermektedir. Bu anlamda operasyonel esneklik, Svensson anlamında katı değil esnek bir hedefleme biçimine karşılık gelmektedir.

2. Enflasyon hedeflemesi bir para politikası hedefleme stratejisi olarak sürdürülebilir bir nitelik sergilemektedir. Finlandiya ve İspanya dışında hiçbir ülke enflasyon hedeflemesini terk etmemiştir. Enflasyon hedefinden sıklıkla ve önemli ölçüde sapmalar söz konusu olmasına rağmen stratejinin kalıcılığı, özellikle gelişmiş ülkelerde operasyonel esnekliğin bir yansıması olarak enflasyon hedefi ile üretim istikrarı ve finansal istikrar arasında herhangi bir çatışma doğmaması ve kurumsal çerçeveyi oluşturan enstrüman bağımsızlığı, şeffaflık ve hesap verebilirliğin varlığına bağlı olarak açıklanmaktadır.

3. Enflasyon hedeflemesinin operasyonel şeffaflığı artmasına rağmen merkez bankaları diğer amaçlar ile ilgili potansiyel çatışmalar hususunda daha az şeffaf davranmaktadır. Nitekim tüm merkez bankaları enflasyon raporu yayınlamakta ve para politikası ile ilgili belirli bir iletişim prosedürü ortaya koymaktadır. Ancak Svensson

anlamında, hiçbir merkez bankası fiyat istikrarı ya da üretim istikrarına verdikleri ağırlıkları açıklamamaktadır.

4. Bunun yanında merkez bankaları, enflasyon hedefi ile ilgili kesin bir zaman ufku vermeyerek üretim istikrarı ve finansal istikrar gibi amaçlara yönelik olarak esnek davranmayı tercih etmektedir. Bu durum, üretim istikrarı ve finansal istikrar açısından merkez bankalarını hesap verebilir kılan bir çerçevenin oluşturulması ile ilgili güçlükler düşünüldüğünde, anlaşılabilir karşılanmaktadır. Ayrıca, amaçlara ilişkin daha az şeffaf olunması, para politikasının kredibilitesine zarar vermemektedir. Zira, enflasyon hedef değerinden ciddi ölçüde sapsa bile, stratejinin sürdürülebilirliğini güçlendiren kurumsal özellikler, merkez bankasının fiyat istikrarı amacı dışında zaman tutarsız davranışlar sergilemesini engellemektedir.⁴¹

5. Enflasyon hedeflemesinin hesap verebilirlik ile ilgili özellikleri, ülkeye özgü ve daha az formel bir görünüm arz etmektedir. Hesap verebilirliğe ilişkin ortak bir çerçevenin oluşmaması, hesap verebilirlik ile ilgili düzenlemenin her ülkenin kendi merkez bankası yasasında yapılmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca ülkeler, diğer operasyonel karakteristikler ve şeffaflığa nazaran hesap verebilirlik ile ilgili düzenlemeleri nadiren yapmaktadır.

Bu anlamda hesap verebilirliğe ilişkin düzenlemelerin daha az sıklıkla yapılması, diğer ülke deneyimlerinden elde edilen sonuçların kolaylıkla adapte edilememesini beraberinde getirmektedir. Ancak bu durum, tam donanımlı enflasyon hedeflemesine yeni geçen ülkeler açısından herhangi bir kredibilite kaybını ifade etmemektedir.⁴²

6. Esas olarak gelişmiş ülkelerin enflasyon hedeflemesini fiyat istikrarını sürdürme-koruma amacıyla adapte ettiği buna mukabil gelişmekte olan ülkelerin eksik donanımlı-yumuşak enflasyon hedeflemesinden tam donanımlı enflasyon hedeflemesine

⁴¹ Bir diğer deyişle, enflasyonun hedef değerinden sapmaları herhangi bir kredibilite kaybını doğurmadığından sapmaların her durumda yanlış uygulanan para politikasını temsil etmediği görülmektedir. Roger and Stone, p. 22 . Ayrıca kurumsal özelliklerin varlığı, global düzeyde olası bir enflasyon yükselişi yaşandığında fiyat istikrarını sürdürmeyi arzulayan merkez bankaları için enflasyon hedeflemesinin en uygun alternatif olduğuna işaret etmektedir. Simone, p. 250

⁴² Roger and Stone, p. 22.

geçtiği görülmektedir. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelere nazaran daha uzun ve zorlu bir dezenflasyon süreci yaşamakta, fiyat istikrarını sağlamaları ve kredibilitiyi inşa etmelerine paralel olarak makroekonomik performans düzeyleri artmaktadır.

7. Ancak, gelişmekte olan ülkeler için kredibilitenin inşası ve fiyat istikrarının sağlanması, gelişmiş ülkelere benzer şekilde fiyat istikrarının sürdürülüp-korunduğu ve makroekonomik performans düzeyinin gelişmiş ülkelere yakınsadığı anlamını taşımamaktadır. Nitekim, performans farklılıkları, dezenflasyon sürecinde olan ülkeler ile fiyat istikrarını sürdüren-koruyan ülkeler arasında, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ayırımına bağlı olarak gözlenen farklılıktan çok daha güçlüdür.

8. Benzer şekilde, enflasyonun hedef değerinden sapması, gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelere nazaran daha sık ve büyük oranlarda gerçekleşmektedir. Sapmaların ayrıntısına inildiğinde, sermaye hareketlerinin serbest ve dışa açıklık oranının yüksek olduğu ülkelerin daha fazla sapma yaşadığı ve söz konusu ülkelerin enflasyon hedefini genel olarak tutturma hususunda başarılı olan ülkeler ile benzer operasyonel karakteristikler sergilediği görülmektedir.⁴³

9. Bu bağlamda, dışa açık ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu gelişmekte olan ülke ekonomileri için enflasyonun hedef değerinden sapması ile ilgili ortak bir çerçevenin çıkarılması mümkündür ve söz konusu çerçeve esas itibariyle gelişmekte olan ülkeler ile gelişmiş ülkeler arasındaki farklı makroekonomik yapı ve işleyiş dinamiklerini ortaya koymaktadır.

Ülke uygulamaları ile ilgili olarak ortaya konulan biçimsel olgular, enflasyon hedeflemesinin operasyonel düzeyde esnek uygulama biçimi ve bağımsızlık, şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi unsurların -en azından kurumsal düzeyde- varlığı itibariyle her iki ülke grubu arasında bir yakınsamayı ortaya koymaktadır. Ancak, her iki ülke grubu arasında stratejinin adaptasyon güdülleri ve farklı makroekonomik koşullarda para

⁴³ Enflasyonun hedef değerinden sapması ile ilgili ortak özellikler bir sonraki kısımda gelişmekte olan ülkeler açısından ele alınacaktır.

politikasının yürütülmesi, enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansının da farklılaşmasına sebep olmaktadır.

Bu sonuç, enflasyon hedeflemesinin aslında talepkar bir strateji olmadığını da ortaya koymaktadır.⁴⁴ Zira gelişmekte olan ülkeler, operasyonel gereklilikler ötesinde enflasyon hedeflemesinin özellikle makroekonomik istikrar ve finansal istikrara ilişkin stratejik gerekliliklerini farklı düzeylerde karşılamakta ve tam donanımlı enflasyon hedeflemesini -örneğin mali dinamikleri olumsuz olsa da- dezenflasyon aracı olarak kullanabilmektedirler. Bir diğer deyişle söz konusu gereklilikler, bir şartlar setinden ziyade adaptasyon öncesi arzulanır koşulları ifade etmektedir.

Bu anlamda, fiyat istikrarını sürdürebilen ve para politikasının kredibilitasını tesis etmiş gelişmiş ülkeler açısından enflasyon hedeflemesinin gündemi Svensson anlamında mükemmel enflasyon hedeflemesinin içeriğini oluşturan şeffaflığın hangi düzeyde olması gerektiği, uygun enflasyon tahmininin nasıl oluşturulacağı, optimal para politikası kuralının ne olduğu ve nasıl izleneceği yanında bağımsızlık-hesap verebilirlik dengesinin nasıl sağlanacağı ve deflasyon (likidite tuzağı) koşullarında enflasyon hedeflemesinin işleyiş dinamikleri gibi konuları kapsamaktadır.

Haliyle, gelişmekte olan ülkeler açısından enflasyon hedeflemesinin gündemi, dışa açık ve gelişmekte olan bir ekonomide enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirlik koşulları ve makroekonomik performansı hususunda yapılan tartışmaları içermektedir.

C. Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesinin Uygulanabilirliği

Makroekonomik performans açısından enflasyon hedeflemesinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde başarılı bir performans sergilediği yönünde genel bir uzlaşımın mevcut olduğu söylenebilir. Bununla birlikte, stratejinin uygulandığı politika ortamlarının farklılığı, tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler

⁴⁴ Truman, p. 96. Benzer şekilde Carare ve Stone, enflasyon hedeflemesine geçişte stratejik gerekliliklerinin belirli bir zaman süreci içinde sağlandığından hareketle, ülke gruplarının kategorizasyonunda esas olarak esnek-dalgali kur rejimi tercihinin de önemli bir role sahip olduğunu vurgulamaktadır. Bu bağlamda, özellikle sabit kur sisteminde finansal kriz yaşayan ülkelerin kriz sonrası hemen kuru serbest bıraktıkları ve bu tercihe bağlı olarak enflasyon hedeflemesinin belirli unsurlarını aşamalı olarak adapte etmeye başladıkları görülmektedir. Carare and Stone, p. 5

açısından stratejinin ömrü ve performansı, enflasyon hedeflemesine geçmeyi arzulayan potansiyel ülkeler açısından ise uygulanabilirliği ile ilgili tartışmaları beraberinde getirmektedir.

Yapılan tartışmaların ilk eksen, stratejinin uygulanabilirliğine ilişkin değerlendirmelerin, gelişmekte olan ülkeler için herhangi bir para politikası stratejisinin seçiminden farklı bir çerçeve arz etmediğini ortaya koymaktadır. Nitekim, söz konusu ülkelerin daha önce benimsemiş oldukları nominal çapalardan vazgeçmelerine neden olan makroekonomik ortamın nitelikleri ve işleyiş dinamikleri, hali hazırda enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği için de benzer karakteristikleri sergilemektedir. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi, söz konusu ülkelerin para politikasına ilişkin nominal çapa arayışlarının geldiği noktayı temsil etmektedir.⁴⁵

Buna mukabil ikinci eksen, tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan 13 ülkenin gösterdiği performans ve potansiyel ülkelerin varlığının, stratejinin gelişmekte olan ülkeler için düşük enflasyondan fiyat istikrarına geçiş ve sürdürülebilir bir makroekonomik yapı için uygun bir çerçeve ortaya koyduğunu ileri sürmektedir. Bu anlamda enflasyon hedeflemesi,

söz konusu ülkelerde yeniden kriz dinamiklerinin yaşanmaması için sahip olduğu kurumsal özellikler ve operasyonel çerçeve itibariyle uygun bir hedefleme stratejisini temsil etmektedir.⁴⁶

⁴⁵ Guillermo Calvo, "Capital Markets and the Exchange Rate, with Special Reference to Dollarization Debate in Latin America", **Journal of Money Credit and Banking**, Vol. 33 No. 2 Part 2: Global Monetary Integration, May 2001, p. 326 ve Guillermo A. Calvo and C. M. Reinhart, "Fear of Floating", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 117 Issue 2, May 2002, p. 404. İlk eksen, kredibilite sorunu temelinde gelişmekte olan ülkeler için enflasyon hedeflemesi ile diğer alternatif hedefleme stratejileri arasında mukayese yapmaktadır. Barry Eichengreen, "Can Emerging Markets Float?, Should They Inflation Target?", **Banco Central do Brasil Working Paper** No. 36, February 2002 ve Federico Ravenna, "Why Don't Emerging Market Economies Adopt Inflation Targeting?", Santa Cruz Center for International Economics Working Papers No. 20, April 2004

⁴⁶ İkinci eksen de ağırlıklı olarak kredibilite sorunları üzerinde durmasına rağmen enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerin para politikası uygulamaları için umut vadeden (promising) bir yapıya sahip olduğunu vurgulamaktadır. Bernanke et al., p. 308, Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", **American Economic Review**, Vol. 90 No. 2 May 2000, p. 105 ve Truman, p. 216

Esas olarak, dışa açık ve gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği, stratejik gerekliliklerinin hangi düzeyde karşılandığı ve özellikle para politikasının enflasyon hedefi doğrultusunda yürütülmesi ve fiyat istikrarı amacının diğer amaçlar karşısında önceliği hususunda makroekonomik politika ortamının ne düzeyde belirleyici olduğu ile ilgilidir. Bir diğer deyişle gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi, bir yandan düşük kredibilite ve zayıf ve kırılgan kurumsal yapı diğer yandan yüksek düzeyde makroekonomik istikrarsızlık ortamı ve şoklara karşı dayanıksızlık arasında varolan kısır döngünün (vicious circle) ortadan kaldırıldığı düzeyde uygulanabilir bir görünüm arz etmektedir.

Bu çerçevede, stratejinin uygulanabilirliği ile ilgili her iki eksene ilişkin görüşler ışığında, öncelikle tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik politika ortamının gösterdiği karakteristikler ile zayıf ve kırılgan kurumsal yapı arasındaki ilişkilerin ele alınması gerekmektedir.

Ardından, söz konusu ülkelerde yapısal kırılganlığa ve enflasyonun hedef değerinden sapmasına neden olan şoklara bağlı olarak enflasyon hedeflemesinin sürdürülebilirliği ve fiyat istikrarı ile kur ve finansal istikrar arasında yaşanan çatışmaların sebeplerine değinilecektir.

1. Makroekonomik Politika Ortamının Karakteristikleri

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi altında para politikasının yürütülmesi, dört temel sorun ya da etki ile başa çıkmayı gerektirir:⁴⁷

- Düşük kredibiliteye bağlı olarak kredibilitenin inşa edilmesi gereği
- Dezenflasyondan fiyat istikrarına geçiş
- Şoklara karşı dayanıklılığın sağlanması
- Mali – finansal baskınlığın etkileri

⁴⁷ Arminio Fraga, I. Goldfajn and A. Minella, “Inflation Targeting in Emerging Market Economies”, **NBER Working Paper** No. 10019, October 2003, p. 8

Gelişmiş ülkelerden farklı bir biçimde gelişmekte olan ülkelerin sahip olduğu makroekonomik politika ortamının karakteristikleri, söz konusu dört temel sorunla ilgili olarak belirli biçimsel olgulara karşılık gelmektedir. Bu anlamda, fiyat istikrarı amacıyla uyumlu enflasyon hedefinin üzerinde bir enflasyon oranının olduğu makroekonomik ortam, zayıf-kırılgan kurumsal yapı ve düşük kredibilite ile beraber, ekonomiyi vuran şokların üretim, enflasyon ve faiz oranlarında yüksek düzeyde oynaklık yaratmasına neden olmaktadır.

a. Politika Ortamına İlişkin Biçimsel Olgular

Gelişmekte olan 13 ülkenin tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçtiği 1990'lı yıllar, söz konusu ülkeler – ve potansiyel ülkeler- için iç ve dış finansal liberalizasyonu sağlamaya yönelik adımların atıldığı ve finansal globalizasyonun bir ürünü olarak sermaye hareketlerinin uluslar arası bir nitelik kazandığı sürece karşılık gelmektedir.

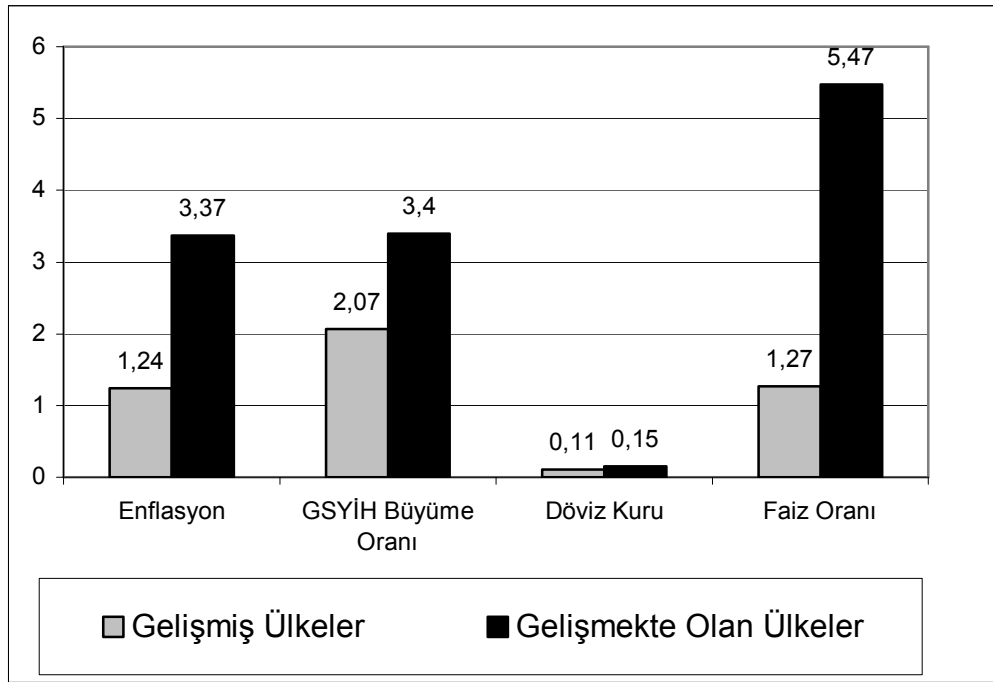
Bu süreç gelişmekte olan ülkeler için, ulusal düzeyde uygulanan makroekonomik politikalarla sermaye hareketleri arasında belirli bir uyumun sağlanmasını zorunlu kılmaktadır. Zira, artan finansal globalizasyon neticesinde gelişmekte olan ülkelerde yaşanan konjonktür hareketleri önemli ölçüde sermaye hareketlerine ve gelişmiş ülkelerin uyguladığı makroekonomik politikalara bağlı olarak dalgalanma göstermekte, sermaye hareketlerine bağlı olarak oluşan dalgalanmalar esas olarak büyüme dinamiklerinin temel belirleyicisi olmaktadır.⁴⁸

Bu anlamda, sermaye giriş ve çıkışları söz konusu ülkelerde makroekonomik politika ortamında istikrarsızlıklara ve makroekonomik değişkenlerde yüksek düzeyde oynaklığa sebep olmaktadır. Dolayısıyla, gelişmekte olan ülkeler gelişmiş ülkelere

⁴⁸ Mark Aguiar and G. Gopinath, “Emerging Market Business Cycles: The Cycle is the Trend”, **NBER Working Paper** No. 10734, September 2004, p. 2. G. Calvo, sermaye hareketlerinin serbestleşmesi ile gelişmekte olan ülke ekonomilerinin gösterdiği kırılganlıkları söz konusu ülkelerin kendi makroekonomik problemleri ötesinde uluslar arası finansal sistemin sistemik bir unsuru olarak ele almakta ve bu durumu, özellikle IMF'nin kriz yaşayan ülkelere yönelik kurtarma paketleri açmasının doğurduğu ahlaki zafiyet sorunlarına bağlı olarak değil globalizasyon zafiyetine (globalization hazard) bağlı olarak ele almaktadır. Guillermo A. Calvo, “Globalization Hazard and Delayed Reform in Emerging Markets”, **Economia**, Vol. 2 No. 2, Spring 2002, p. 2

nazaran daha yüksek düzeyde istikrarsız bir makroekonomik ortamda enflasyon hedefini tutturmaya çalışmaktadır.

Şekil 17 A. Fraga vd. tarafından yapılan çalışmaya bağlı olarak tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde 1997-2002 dönemi için makroekonomik değişkenlerde gözlenen oynaklığa ilişkin farkları ortaya koymaktadır.⁴⁹ Buna göre GSYİH, enflasyon, faiz oranı ve döviz kurunda görülen oynaklık değerleri şöyle sıralanabilir:



Şekil 17. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Makroekonomik Değişkenlerde Gözlenen Oynaklık Düzeyi* (Ortalama standart sapma), 1997-2002

* Gelişmiş ülkelere İsviçre dahil, gelişmekte olan ülkelerde Filipinler hariçtir.

Kaynak: Arminio Fraga, I. Goldfajn and A. Minella, "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", *NBER Working Paper* No. 10019, October 2003, p. 8

- GSYİH büyüme oranının ortalama standart sapması gelişmiş ülkelerde %2.1 gelişmekte olan ülkelerde ise %3.4 düzeyindedir.

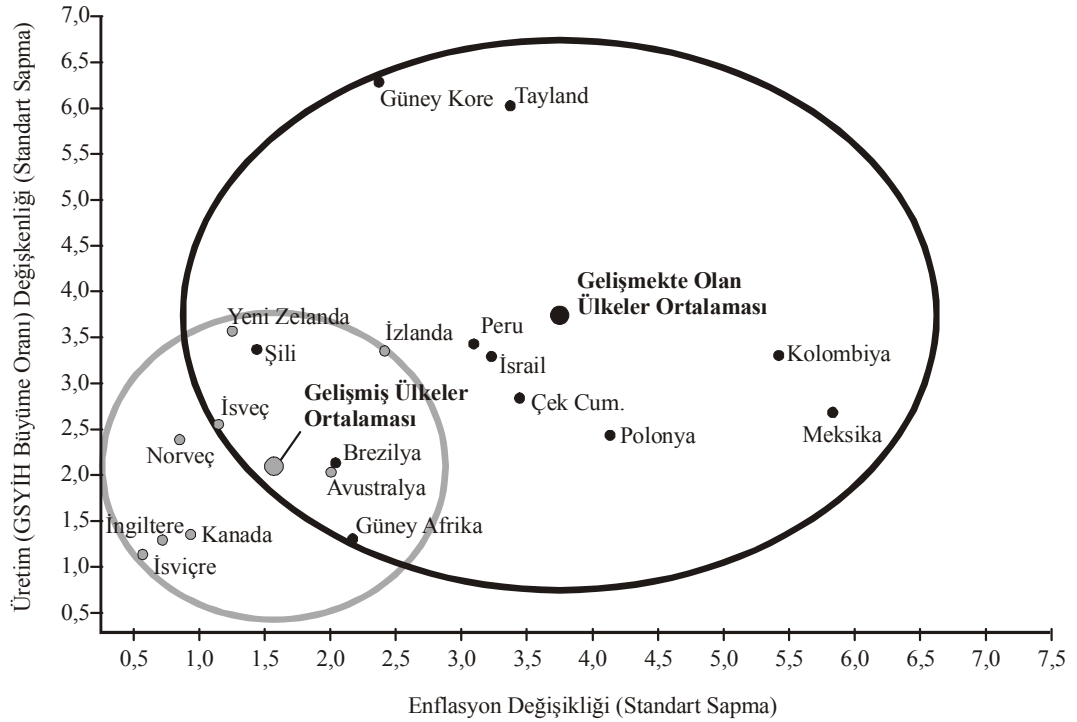
⁴⁹ Fraga et al., p. 9

- Enflasyon oranının ortalama standart sapması gelişmiş ülkelerde %1.24 gelişmekte olan ülkelerde %3.4 düzeyindedir.

- Faiz oranının ortalama standart sapması gelişmiş ülkelerde %1.3 gelişmekte olan ülkelerde ise %5.5 düzeyindedir.

- Döviz kurundaki değişme gelişmiş ülkelerde %0.11 gelişmekte olan ülkelerde ise %0.15 düzeyindedir.

Gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik değişkenlerde gözlenen yüksek oynaklık düzeyleri kendisini, üretim-enflasyon değişkenliği açısından da göstermektedir (Şekil 18). Gelişmiş ülkeler gelişmekte olan ülkelere nazaran daha yüksek para politikası kredibilitesi, daha düşük fedakarlık oranları ve makroekonomik istikrar ortamını yansıtır biçimde ortalama olarak daha düşük üretim-enflasyon değişkenliğine sahiptir.



Şekil 18. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Üretim Enflasyon Değişkenliği (1997-2002)

Kaynak: Fraga et.al., p. 8

Gelişmekte olan ülkelerin ise ortalama olarak daha yüksek enflasyon-üretim değişkenliğine sahip olduğu gözlenmektedir. Ayrıca, üretim-enflasyon değişkenliklerinin tekil ülkeler itibariyle farklılaşması, ülkeler arasında para politikasının kredibilitesi ve makroekonomik istikrar açısından belirgin farklılıkların olduğunu ortaya koymaktadır.

Bu çerçevede gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin uygulandığı politika ortamına ilişkin karakteristikler, yüksek düzeyde oynak olan bir makroekonomik ortamda kredibilite-esneklik arasında optimal dengenin sağlanması yönünde güçlükler doğurmakta ve enflasyon hedeflemesinin farklı bir biçimde dizaynı ve yürütülmesini beraberinde getirmektedir.

b. Zayıf ve Kırılgan Kurumsal Yapı

Finansal globalizasyon süreci ve sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelerde doğurduğu makroekonomik istikrarsızlık ortamı, söz konusu ülkelerde kurumsal yapının zayıf ve kırılgan olmasına bağlı olarak açıklanmakta, zayıf ve kırılgan kurumsal yapı, düşük kredibilitenin kökeni olarak değerlendirilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik politika ortamının istikrarsızlığı, politika yapım sürecinde kural-ihtiyarilik spektrumunda uygun bir bileşimin seçimi ve taahhüt mekanizmalarının sürekliliğini olumsuz etkilemektedir. Zira, zayıf ve kırılgan kurumsal yapının varlığında taahhüt, istikrarsız makroekonomik ortamın özellikle dış şoklara karşı dayanıksız olması nedeniyle sürekli yenilenmekte kamuoyu ve iktisadi ajanlar nezdinde kredibilite tesisi ve inandırıcılık açısından disipline edici işlev görmemektedir. Bu bağlamda, şokların etkilerinin dış sebeplerden mi yoksa politika yapım sürecindeki zayıflıklardan mı kaynaklandığını ayırtmak güçlük arz etmektedir.⁵⁰

G. Calvo ve F. Mishkin, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği açısından zayıf ve kırılgan mali yapıya sahip, finansal ve parasal kurumların varlığının yüksek enflasyon ortamı ve düşük kredibilite ile birleştiğinde

⁵⁰ Ashoka Mody, "What is an Emerging Market ?", **IMF Working Paper** No. 177, September 2004, p. 6.

finansal kriz dinamikleri doğuracağını vurgulamaktadır. Bu anlamda, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi altında para politikasının dizaynı ve yürütülmesi, gelişmiş ülkelere nazaran politikaları uygulayan kurumların yapısı ve kredibilitesi açısından farklılaşmaktadır.⁵¹

Bu farklılık, mali, finansal ve parasal kurumlar arasında para politikasının fiyat istikrarı amacı ve enflasyon hedefi doğrultusunda yürütülmesi yönünde gerekli koordinasyonun sağlanamaması şeklinde kendini göstermektedir. Ayrıca mali baskınlık, zayıf bankacılık kesimi sığ ve yeterince gelişmemiş finansal piyasaların gösterdiği makroekonomik yapı, döviz kuru hedefleme stratejisinin işleyişine benzer bir biçimde – üzerinde yeterince uzlaşmanın sağlandığı - finansal kriz dinamiklerine uygun bir ortam hazırlamaktadır.

Esas olarak mali ve finansal kurumların dizaynı ve makroekonomik istikrara katkı yapacak şekilde işlemesi, para politikası otoritelerinden ziyade hükümet ve parlamentonun inisiyatifindedir. Bu sebeple, gelişmekte olan ülkelerde merkez bankasının enstrüman bağımsızlığı, kredibilitenin tesisi ve enflasyonun tam olarak kontrolü için gerek şart olarak görülmekte ancak yeter şart olarak değerlendirilmemektedir.

Bir diğer deyişle söz konusu ülkelerde, fiyat istikrarı amacına yönelik kurumsal taahhüt sadece merkez bankası yasasında yapılan düzenleme itibariyle ele alınmamakta ülkenin tarihsel olarak politika deneyimleri, kamuoyunun anti- enflasyonist bir kültür edinimi ve uzun vadeli bakış açısına sahip olmasının da enflasyon hedeflemesinin başarısı için gerekli olduğu vurgulanmaktadır.⁵²

⁵¹ Calvo and Mishkin, p. 9 ve Frederic S. Mishkin, “Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?”, *Festschrift in Honor of Guillermo A. Calvo*, IMF, April 15-16, 2004, p. 3

⁵² Mishkin, “Can Inflation Targeting Work...”, pp. 12-13 ve Eelke de Jong, “Why are Price Stability and the Statutory Independence of Central Banks Negatively Correlated? The Role of Culture”, *European Journal of Political Economy*, Vol. 18 Issue 4, November 2002, p. 691

c. Kredibilitenin İnşası Gereği

Makroekonomik değişkenlerde gözlenen yüksek düzeyde oynaklık ve taahhüt mekanizmalarının yeterince güçlü olmamasına yol açan zayıf ve kırılğan kurumsal yapının-merkez bankası dahil- varlığı, gelişmekte olan ülkelerde para politikasının düşük kredibiliteye sahip olmasını açıklamaktadır.

Düşük kredibilite yanında, gelişmiş ülkelere nazaran başlangıç enflasyon oranlarının yüksek olması –ki ilk hedef enflasyon oranları da yüksektir-enflasyon hedeflemesinin adaptasyonu öncesi para politikasının kredibilitésinin inşa edilmesini gerektirmektedir. Bu sebeple, söz konusu ülkelerde enflasyon hedeflemesi enflasyon oranlarının fiyat istikrarı ile uyumlu bir düzeye gelmesi için dezenflasyon aracı olarak ta işlev görmekte ve tam donanımlı enflasyon hedeflemesi aşamalı olarak adapte edilmektedir.

Tarihsel olarak yüksek enflasyon geçmişı ve düşük kredibilite, iktisadi ajanların bekleyişlerinin enflasyon hedefine yönelik taahhüdün tut (turula)mayacağı yönünde oluşmasına beklenen ve gerçekleşen enflasyon oranlarının kredibilitenin sağlandığı duruma göre daha yüksek çıkmasına neden olmaktadır. Nitekim iktisadi ajanlar, olası bir fiyat şokuna merkez bankasının güçlü bir biçimde tepki vereceğine inanmamakta, şoka uyum sağlanacağı düşüncesiyle ücret ve fiyat davranışlarını ayarlamaktadırlar. Buna bağlı olarak, merkez bankası hem düşük kredibilite nedeniyle oluşan enflasyonist baskılar hem de yeni enflasyon taahhüdüne sadık olduğunu kanıtlamak için para politikasının kredibilitésini inşa etmeye çalışmaktadır.⁵³

Öte yandan kredibilitenin inşası gereği, söz konusu ülkelerin tarihsel olarak düşük kredibilite stoğuna sahip olmalarının yanı sıra esnek-dalgalı kurun beklenen işlevlerini

⁵³ Fraga et al. pp. 14-15. Başlangıç enflasyon oranlarının yüksekliği kredibilite inşasını gerektirmesine rağmen, gelişmekte olan ülkelerin daha yüksek enflasyon hedeflerine sahip olması Balassa-Samuelson etkisi ile açıklanmaktadır. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkeler ile aynı düzeyde enflasyon hedefi benimsemesi dış ticarete konu olan malların fiyatlarının daha az artmasını ve döviz kurunun değerlenmesini beraberinde getirmektedir. Bu sebeple söz konusu ülkeler, daha yüksek enflasyon hedefi belirleyerek dış ticarete konu olan mal fiyatlarının daha hızlı artmasını ve döviz kuru istikrarını gözetmektedir. Jeffery D. Amato and S. Gerlach, “Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade”, **European Economic Review**, Vol. 46, Issues 4-5, May 2002, p. 788

yerine getirebilmesi için de önemlidir. Zira, düşük kredibilite esnek-dalgalı kurun bağımsız para politikası izleme yönünde sağladığı avantajı ortadan kaldırmaktadır. Merkez bankası enflasyon hedefine sadık kalacağı yönünde iktisadi ajanlar nezdinde kredibiliteye sahip değilse, faiz oranındaki değişimler firmaların fiyatlama davranışlarını enflasyon hedefine uyumlu bir biçimde ayarlama hususunda etkinliğini kaybedecektir.⁵⁴

Bu çerçevede, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi altında merkez bankası reaksiyon fonksiyonunun parametrelerinin daha yüksek değere sahip olduğu görülmektedir. Dezenflasyon sürecinin ilk aşamalarında merkez bankası hem kredibilite kaygısı hem de enflasyon hedefini tutturabilmek için temel politika enstrümanını daha agresif bir biçimde kullanarak enflasyona daha hızlı bir biçimde tepki vermekte, süreç içerisinde kredibilite inşa edildikçe faiz oranı ayarlamaları daha düşük dozlarda yapılmaktadır. Dolayısıyla, dezenflasyon sürecinin ilk aşamalarında enflasyon, üretim ve faiz oranlarında daha fazla değişkenlik yaşanması kredibilitenin inşa edilmesi gereğinden kaynaklanmaktadır.⁵⁵

Kuşkusuz, aşamalı dezenflasyon davranışı aynı zamanda ekonomiyi resesyona düşürmeme kaygısını da yansıtmaktadır. Öte yandan, faiz oranı ayarlamaları, bir diğer deyişle enstrüman istikrarı, döviz kurunun politika yapım sürecindeki önemi ve banka-finans kesiminin yapısı ve dayanıklılığına bağlı olarak yapılmaktadır. Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların sığ ve yeterince gelişmemiş olması bekleyişlerin faiz oranlarının vade yapısı aracılığıyla etkide bulunmasını güçleştirmektedir. Haliyle, enflasyonun hedef değerinden sapmalarına daha güçlü ve hızlı tepki verilmesi, aktarım mekanizmasının daha kısa vadede işlemlerini temin etmesi nedeniyle uygun olmaktadır.⁵⁶

⁵⁴ Ravenna, p. 4

⁵⁵ Fraga et al., p. 15 ve Klaus Schmidt-Hebbel and A. M. Werner, "Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate", *Economía* - Volume 2, Number 2, Spring 2002, p. 48

⁵⁶ Taylor, "Using Monetary Policy Rules in Emerging", p. 446 . Taylor, gelişmekte olan ülkeler için enflasyon hedefi, esnek-dalgalı kur ve Taylor kuralının uygun bir para politikası çerçevesi sunduğunu

Düşük kredibilite ve tarihsel olarak yüksek enflasyon deneyimine bağlı olarak, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon beklentilerinin olası bir fiyat şokunun ardından hızla yükselmesi, mevcut enflasyon oranı ile beklentilerin bağının kopmasına bir diğer deyişle bir sonraki dönemin enflasyon oranı ile bir önceki dönemin enflasyon oranı arasında önemli farklılıklar oluşmasına neden olmaktadır.⁵⁷

Bu durum özellikle dezenflasyon sürecinde, bir yandan beklentilerin yönlendirilmesi için hayati öneme sahip olan sağlıklı bir enflasyon tahmininin oluşturulması ve hedefin tutturulması diğer yandan uygun politika tepkisinin belirlenmesi açısından belirsizlik doğurmakta ve merkez bankasının ilan ettiği politikalara uygun davranıp davranmadığını tayin etmek güçleşmekte, haliyle para politikasının kredibilitesi üzerinde olumsuz etkide bulunmaktadır.

Sağlıklı bir enflasyon tahmininin oluşturulamaması ve beklentilerin yönlendirilmesindeki güçlük, söz konusu ülkelerde enflasyon dinamiklerinin doğası ve hedefte sapmaya neden olan şokların yapısına bağlı olarak açıklanmaktadır. Bu anlamda, gelişmekte olan ülkelerde TÜFE'nin içinde tarımsal ürün fiyatlarının ağırlıkta olması ve kamu tarafından belirli mal ve hizmetlerin fiyatlarının -özellikle dezenflasyonun erken aşamalarında- kontrol edilmesi ya da belirlenmesi ve sermaye hareketlerindeki dalgalanmalar gerek enflasyonun kontrol edilmesi gerekse sağlıklı bir enflasyon tahmininin yapılmasını güçleştirmektedir.⁵⁸

Gelişmekte olan ülkeler için sağlıklı bir enflasyon tahmininin yapılması merkez bankası ile iktisadi ajanların uzun vadede fiyat istikrarı ile uyumlu enflasyon hedefi ve

belirtmekle beraber, kuralın formülasyonunda söz konusu ülkelere özgü faktörler - örneğin döviz kurunun önemli bir politika değişkeni olması ya da uzun vadeli piyasaların yokluğu gibi - nedeniyle değişiklik yapılması gerektiğini vurgulamaktadır.

⁵⁷ Nitekim bu durum gelişmekte olan ülkeler için para politikası kuralının formülasyonunda, hangi enflasyon oranının kullanılacağı (mevcut enflasyon mu yoksa beklenen enflasyon mu) hakkında sorun doğurmaktadır. Ayrıca, söz konusu ülkelerde makroekonomik değişkenlerde gözlenen yüksek değişkenlik sebebiyle üretim açığının hesaplanması da güçlük taşımaktadır.

⁵⁸ Eichengreen, "Can Emerging Markets Float...?", pp. 23-24 ve M S Mohanty and M. Klau, "What Determines Inflation in Emerging Market Economies?", iç. **Modelling Aspects of the Inflation Process and the Monetary Transmission Mechanism in Emerging Market Countries**, BIS Papers No. 8, November 2001, pp. 14-15

dezenflasyonun hızının belirlenmesi açısından son derece önemlidir. Tarihsel olarak yüksek enflasyon deneyimi ve düşük kredibilite, özel kesimin stratejinin kalıcılığı hususunda şüphe duyması nedeniyle bekleyişlerin aşamalı olarak uyum sağlamasına yol açmaktadır.

Bekleyişlerin hedef enflasyona uyum sağlaması ve dezenflasyonun refah maliyetlerinin düşmesi açısından önemi hatırlandığında, gelişmekte olan ülkelerde özel kesimin stratejiyi öğrenme süreci ve adaptasyon başarısı, enflasyon hedeflemesinin işleyişi açısından kritik bir rol oynamaktadır. Zira, dezenflasyon sürecinde, para politikasının yürütülme biçimindeki değişmeye bağlı olarak, makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin yönü ve derecesi, enflasyon dinamiği ve geçmiş enflasyona endeksleme davranışlarının değişmesi ve ileriye yönelik davranış biçiminin hakim olması beklenmektedir.⁵⁹

Şeffaflığın önemi hususunda, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi ve bekleyişler arasındaki ilişkiler açısından belirtilmesi gereken bir nokta, stratejinin teorik temelleri hakkındadır. İncelendiği üzere, Yeni Neo klasik Sentez temelinde rasyonel bekleyişlere sahip iktisadi ajanların bekleyişlerini hedef enflasyon ile uyumlu kılma derecesi arttıkça enflasyon hedeflemesinin daha başarılı olacağı düşünülmektedir. Buna mukabil, iktisadi ajanların daha az ileriye yönelik davranışı, farklı varsayım ve modeller dahilinde enflasyon hedeflemesinin farklı performans sergilemesini –doğal olarak- beraberinde getirmektedir.⁶⁰

Bu çerçevede teorik modellerin kullandığı varsayımların, bazı ülkeler için daha geçerli olması nedeniyle stratejinin işleyişinde daha uygun bir çerçeve sunduğu üzerinde durulmaktadır. . Bir diğer deyişle enflasyon bekleyişleri geçmişe yönelik

⁵⁹ Fraga, et al., pp. 17-18 ve Eichengreen, “Can Emerging Markets Float...”, pp. 22-23 Bu bağlamda, gelişmekte olan ülkelerin dezenflasyon sürecinin, geçmiş enflasyon ile gelecek enflasyon bekleyişleri arasındaki bağı koparılması amacıyla emek piyasasındaki rijitliklerin ve endeksleme davranışlarının hakim olduğu sektörlerdeki enflasyon direncinin kırılmasına odaklanması gereği üzerinde önemle durulmaktadır. Prakash N. Loungani and P. Swagel, “Sources of Inflation in Developing Countries”, **IMF Working Paper** No. 198, December 2001, p. 13.

⁶⁰ Truman, p. 98

davranışları içerdikçe iktisadi ajanlar merkez bankasının yarın ne yapacağını söylemesinden değil dün ne yaptığından daha fazla etkilenmektedir.

d. Enflasyon Hedefinden Sapmaya Neden Olan Şokların Kökeni

Tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin stratejinin uygulanması sürecinde yaşadıkları sorunları ele alabilmek için, söz konusu ülkelerde enflasyonun hedef değerinden sapmasına neden olan şokların kökeni ve enflasyon dinamiklerinin doğası arasındaki ilişkilere değinmek gerekmektedir.

Bu amaçla, Tablo 22 tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan 1'i gelişmiş (İzlanda), diğer 5'i gelişmekte olan 6 ülkede, enflasyon hedefinde önemli düzeyde meydana gelen sapmaları ve sapmaya neden olan şokların kökenlerini bir araya getirmektedir.⁶¹

⁶¹ Roger and Stone, pp. 19-20

Tablo 22

Tablo 22 itibariyle, enflasyon hedefinde meydana gelen sapmaların ortak özellikleri şöyle sıralanabilir:

- Hedefte hem yukarı hem de aşağı doğru sapmaların olduğu ve tüm sapmaların dezenflasyon sürecinde yaşandığı gözlenmiştir.

- Dış şoklar, ülkelerin cari işlemler hesabı ve sermaye hesabının açıklığını yansıtır biçimde, ağırlıklı olarak sermaye giriş ve çıkışlarında meydana gelen değişmelere bağlı olarak yaşanmıştır. Ayrıca petrol fiyatlarında yaşanan değişimler ve ülkelere özgü spesifik faktörlerin de saptmaya neden olduğu gözlenmektedir.

- Dış şokların kökeninde yer alan sermaye hareketleri, önemli döviz kuru dalgalanmalarını beraberinde getirerek saptamalara neden olmuştur.

- İç şoklar, esas olarak para ve maliye politikası arasında enflasyon hedefine yönelik politika izleme hususundaki koordinasyon sorunları ve faiz oranlarının istikrarsızlığına bağlı olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca, tarımsal ürünler arzındaki değişim ve ülkelere özgü belirli faktörlerin de rol oynadığı gözlenmektedir.

- Brezilya ve İsrail’de maliye politikası kökenli şoklar, mali baskınlık nedeniyle faiz oranlarının enflasyon hedefi doğrultusunda kullanılması ile ilgili kısıtlamayı yansıtmaktadır.

- İç şokların kökeninde kamu tarafından kontrol edilen mal ve hizmet fiyatlarının varlığı, emek piyasasındaki rijitlikler, vergi sisteminde meydana gelen değişimler ve bankacılık sektöründeki zayıflıkların da rol oynadığı gözlenmiştir.

- Enflasyon hedefinde meydana gelen sapmalar stratejinin kalıcılığı ve hedefe yönelik taahhüt için herhangi bir sorun doğurmamış ve saptamalara karşı tepki, enflasyon hedefinin uyumlu kılınmasıyla (adjust) verilmiştir.

Tablo 22’nin, aslında, standart bir dışı açık ve gelişmekte olan ülke ekonomisinin yaşadığı temel makroekonomik sorunların bir özetini verdiği açıktır. Bu çerçevede, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun hedef değerinden saptmasında gerek iç gerekse dış şokların belirli bir bileşimde rol oynadığı ancak döviz kuru hedefleme stratejisinden farklı olarak stratejinin hiçbir ülke tarafından terk edilmediği gözlenmiştir.

Öte yandan Tablo 22'nin ortaya koyduğu veriler, aynı zamanda gelişmekte olan ülkelerin enflasyon dinamiklerinin ele alınmasına da uygun bir çerçeve sunmaktadır. Esas olarak enflasyonun kökeninde, enflasyon tahminini ve aktarım mekanizmasının işleyişini güçleştiren parasal olmayan faktörlerin rol oynadığı –petrol fiyatları, tarımsal ürün fiyatları – görüşü karşısında söz konusu faktörlerin kısa dönemde enflasyon üzerinde belirleyici olduğu ve uzun dönemde enflasyonun parasal faktörler tarafından belirlendiği görüşü mevcuttur. Buna mukabil, gelişmekte olan ülkelerin her iki görüş arasında bir yere uygun enflasyon dinamiklerine sahip olduğu vurgulanmaktadır.⁶²

Bu bağlamda tarımsal ürün fiyatları ve döviz kurundaki değişimler enflasyon üzerinde doğrudan belirleyici etkide bulunmaktadır. Enflasyon ve üretim açığı arasındaki ilişkiler açısından, GSYİH 'da ve iktisadi faaliyet hacminde potansiyel büyüme oranı üzerindeki artışlar ve genişlemeci maliye politikası davranışları özellikle enflasyonist sürecin başlaması ve ilerlemesinde rol oynamaktadır. Öte yandan sermaye girişlerinin, daha esnek kur rejiminde dezenflasyonist sürece yardımcı bir makroekonomik ortam hazırladığı vurgulansa da, ani sermaye çıkışları dezenflasyonist sürecin kazanımlarını tersine çevirecek dinamikleri beraberinde getirmektedir.⁶³

Gelişmiş ülkelere benzer biçimde, gelişmekte olan ülkelerde de enflasyon hedeflemesi toplam talep şoklarını - talepte oluşan değişimler üretim açığı ve parasal büyüme göstergeleri tarafından içerildiği ölçüde- etkin bir biçimde ortadan kaldırmaktadır. Dolayısıyla ileriye yönelik ve şeffaf bir para politikası talep şokları açısından gelişmekte olan ülkeler için herhangi bir sorun oluşturmamakta ve toplam talep etkin bir biçimde yönetilebilmektedir.

⁶² Mohanty and Klau, p. 1. Kronik ve yüksek enflasyon oranlarının temelinde mali açıklar ve parasal genişlemenin olduğu bilinmesine karşın mali açıklar ile enflasyon arasında özellikle düşük enflasyon oranlarında belirgin bir ampirik ilişkinin olmadığı ileri sürülmektedir. Buna mukabil, Catao ve Terrones tarafından gelişmekte olan ülkeler için yapılan çalışmada, bütçe dengesi/GSYİH oranında %1'lik bir azalmanın parasal genişlemenin büyüklüğüne bağlı olarak enflasyon oranlarında %1.5'ten %6'ya uzanan bir azalma doğurduğu ortaya konmuştur. Luis Catao and Marco Terrones, "Fiscal Deficits and Inflation: A New Look at the Emerging Market Evidence", **IMF Working Paper** No. 74, May 2001, p. 17

⁶³ İlker Domaç and E. M. Yücel, What Triggers Inflation in Emerging Market Economies", **World Bank Policy Research Working Paper** No. 3376, August 2004, pp. 19-20

Buna mukabil, özellikle döviz kuru değişmelerine yol açan arz şokları, Tablo 16'nın verileri tarafından ortaya konulduğu üzere enflasyon hedefinde sapmalara yol açmaktadır. Bu sebeple, sermaye hareketlerine bağlı olarak istikrarsız bir makroekonomik ortam, düşük kredibilite ve zayıf ve kırılğan kurumsal yapı ile birleştiginde, gelişmekte olan ölkeler için enflasyon hedefine ulaşmak ve fiyat istikrarını sağlamak, enflasyon hedeflemesinin ötesinde açıklamalara ihtiyaç duymaktadır.

2. Sürdürülebilirlik Sorunu ve Politika Amaçlarında Çatışma

Açıktır ki, gelişmekte olan ölkeler için-ister mevcut uygulayıcılar ister potansiyel ölkeler olsun- yukarıda ortaya konulan karakteristikler, enflasyon hedeflemesinin uygulanmadığı bir makroekonomik ortamda da geçerliliğini korumaktadır. Bu anlamda, gelişmekte olan ölkeler için enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği ve başarılı bir performans sergilemesi hususunda söz konusu karakteristiklerin hangi düzeyde belirleyici olduğunun ele alınması gerekmektedir.

Henüz hiçbir ülkenin enflasyon hedeflemesini terk etmemesi ve enflasyon hedeflemesine geçmeyi arzulayan potansiyel ölkelerin varlığı söz konusu olsa da, gelişmekte olan ölkelerde enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği açısından tartışmalar, stratejinin döviz kuru hedefleme stratejisinin işleyişine benzer dinamikler taşıyıp taşımadığı ve sürdürülebilir bir çerçeve sunup sunmadığı etrafında yapılmaktadır.

Gelişmekte olan ölkeler açısından enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru hedefleme stratejisinin işleyişi arasındaki benzer dinamiklerin sebebi, söz konusu ölkelerin gelişmiş ölkelerden farklı olarak belirli fenomenlere sahip olmasıyla açıklanmaktadır. Bu bağlamda, söz konusu fenomenler gelişmekte olan ölkelerin enflasyon hedeflemesinin stratejik gerekliliklerinin sağlanması itibariyle belirli korkular (fear) yaşamasını beraberinde getirmektedir.⁶⁴

⁶⁴ Guillermo A. Calvo and C. M. Reinhart, "Fixing for Your Life", **NBER Working Paper** No. 8006, November 2000, p. 8

Esas olarak gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı korkular, enflasyon hedeflemesinin bir stratejik gerekliliği olarak makroekonomik istikrarın tesis edilmesiyle ilgili temel “sürdürülebilirlik” sorununu yansıtmaktadır. Gerek iç denge gerekse dış denge itibariyle sürdürülebilirlik sorunu, gelişmekte olan ülkelerin fiyat istikrarı ile diğer politika amaçları arasında çatışma yaşaması ve enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru hedefleme stratejisi arasında benzer dinamikler oluşmasının temel nedenidir.⁶⁵

Bu çerçevede, enflasyon hedeflemesinin işleyişinde gelişmekte olan ülkelere özgü belirli fenomenlere bağlı olarak yaşanan korkuların politika amaçları arasında nasıl çatışmaya neden olduğu, daha önce bir stratejik gereklilik olarak makroekonomik istikrarın açıklanmasında sunulan yaklaşımlara uygun bir biçimde aşağıda incelenecektir.

a. Mali Baskınlık Korkusu

Gelişmekte olan ülkeler açısından enflasyon hedeflemesinin başarısında, düşük kredibilite ve zayıf kurumsal yapının varlığı nedeniyle hükümetin siyasi kararlılığı ve enflasyon hedefine uygun maliye politikası izlemesi belirleyici rol oynamaktadır. Bu sebeple kamu kesiminin ekonomi üzerinde bir baskı unsuru oluşturulması gerekir.

Gelişmekte olan ülkelere mali değişkenlerin para politikasını iki kanaldan etkilemesi söz konusu olmaktadır. Esas olarak enflasyon hedeflemesi üzerine erken literatür tarafından vurgulanan ilk kanal, yüksek kamu açıklarının para politikasını maliye politikasına bağımlı kılması ile sonuçlanmaktadır. Bu bağlamda mali baskınlığın bilinen göstergeleri kamunun senyör gelirlere bağımlı olması ve finansal piyasaların derin olmamasıdır.⁶⁶

⁶⁵ Sürdürülebilirlik (sustainability) kavramına, 1990’lı yıllarda yaşanan finansal krizlerin açıklanmasında sıklıkla atıf yapılmakta ve kavram içeriği itibariyle de getirilen açıklamalar ile örtüşmektedir. Bir diğer deyişle, 1990’lı yılların politika ortamında kriz dinamikleri gelişmekte olan ülkelerin iç ve dış açıklarının bizzat varlığına bağlı olarak değil “nereye kadar ve hangi düzeyde ” sürdürülebilir bir kompozisyon sunduklarına bağlı olarak oluşmakta ve örtük olarak söz konusu ülkeler için kriz olasılığını sürekli gündemde tutmaktadır.

⁶⁶ Masson et al., pp. 22-23

Yüksek kamu açıkları ve istikrarsız politik ortamın varlığı, zayıf vergi sisteminin bulunduğu ve vergi tabanının yeterince geniş olmadığı ülkelerde, hükümetlerin bir yandan senyorağa başvurması öte yandan finansal piyasalardan önemli düzeyde borçlanmasına neden olmaktadır. Bu durum, özellikle kriz dönemlerinde hükümetlerin gelirlerini senyorağ yoluyla artırmalarını ve sığ olan finansal piyasalardan özel kesimin kullanabileceği fon miktarını azaltarak dışlama etkisinin (crowding-out) doğmasını beraberinde getirmekte ve finansal baskı (financial repression) yöntemleri aracılığıyla (faiz oranı tavanları, yüksek zorunlu rezervler gibi) faiz oranları üzerinde baskı oluşmasına yol açmaktadır.

Hükümetlerin senyorağ ve finansal baskı aracılığıyla gelirlerini artırmaları uluslar arası finansal piyasalardan da borçlanma olanaklarının kısıtlı olduğu bir ortamda, tek alternatiflerine karşılık gelmektedir. Bu anlamda, sığ finansal piyasalar mali baskınlığın hem sebebi hem de sonucu olmakta ve dolayısıyla finansal baskı ortamında para politikasının yürütülmesi maliye politikasının benzeri (quasi fiscal) bir uygulama haline dönüşmektedir.⁶⁷

Buna mukabil, gelişmekte olan ülkeler için mali baskınlık korkusuna yol açan ikinci kanal, özellikle 1990'lı yıllarda söz konusu ülkelerin uluslar arası finansal piyasalardan borçlanma olanaklarının bulunduğu ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortam üzerinden etkisini göstermektedir. Burada, maliye politikası davranışları sermaye hareketlerinde olası ani duruşlar aracılığıyla ülke risk primi, kredi riski, faiz oranı ve döviz kuru üzerinde etkide bulunmaktadır.⁶⁸

İlk kanaldan farklı olarak ikinci kanalda, enstrüman bağımsız bir merkez bankasının varlığına ve senyorağın ihmal edilebilir düzeyde olmasına rağmen mali değişkenler enflasyon hedeflemesi altında faiz oranlarının simetrik olarak ve konjonktür karşıtı bir biçimde kullanılmasını engellemektedir. Hükümetler açısından mali baskınlık korkusu, borçlanmanın sürdürülebilirliğine yönelik bekleyişlerin para politikasının

⁶⁷ Eichengreen et al., pp. 32-33

⁶⁸ Guillermo A. Calvo and A. Izquierdo, "Sudden Stops, The Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", **NBER Working Paper** No. 9828, July 2003, p. 39

yürütülmesi ve kredibilitesi üzerinde olumsuz dinamikler doğurmasına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.⁶⁹

Mali baskınlık korkusunun bu yönü gelişmekte olan ülkelere özgü bir fenomen olarak maliye politikası davranışlarının esasen konjonktür lehine hareket etmesiyle açıklanmaktadır. Nitekim gelişmekte olan ülkelerde, sermaye girişlerine bağlı olarak döviz kurunun değer kazandığı ve ekonominin büyüdüğü bir makroekonomik ortama maliye politikasının tepkisi harcamaları artırarak büyümeyi güçlendirme yönünde gerçekleşmekte ve kamu borcu sermaye girişlerinin arttığı süreçte yükselmektedir. Ancak artan borç stoğu, sermaye hareketlerinin tersine döndüğü bir ortamın ardından gerekli makroekonomik uyumun daha ağır gerçekleşmesine neden olmakta ve yine aynı şekilde konjonktür lehine politika davranışlarıyla harcamalar önemli ölçüde kısılmakta ve vergi oranları artırılmaktadır.⁷⁰

Artan borç stoğu yanında mali baskınlık korkusunun bir diğer boyutunu, borcun finansman yapısı ve banka-finans kesimi içerisinde açık ya da örtük bir biçimde devlet garantisi altına alınmış yükümlülükler oluşturmaktadır. Finansal piyasaların yeterince derin olmaması ve düşük kredibilite gelişmekte olan ülkelerin daha kısa vadeyle borçlanmasına ve borcun bileşimi enflasyona, faiz oranlarına ve döviz kuruna endekli (ya da döviz cinsinden) bir kompozisyon sergilemektedir. Bunun yanında banka-finans kesiminin denetim-gözetim sürecindeki kurumsal zayıflıklar ile beraber, hem borç stoğu ve bileşimi hem de banka-finans kesimi faiz ve döviz kuru hareketlerine karşı kırılğan bir yapı ortaya koymaktadır.

Bu çerçevede gelişmekte olan ülkelerde mali baskınlık korkusu doğuran faktörler ve sermaye hareketlerine bağlı olarak konjonktür lehine maliye politikası davranışları,

⁶⁹ Bu anlamda ilk kanal Sargent ve Wallace'ın analiz çerçevesine ikinci kanal ise FTPL literatürünün açıklamalarına uygunluk göstermektedir.

⁷⁰ Graciela L. Kaminsky, C. M. Reinhart and C. A. Vegh, "When it Rains it Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies", **NBER Working Paper** No. 10780, September 2004, pp. 7-8. Maliye politikasının gelişmekte olan ülkelere konjonktür karşıtı bir biçimde kullanılmamasının bir diğer nedeni, gelişmiş ülkelere farklı olarak kriz dönemlerinde sığ finansal piyasaların varlığı nedeniyle dışlama etkisinin daha fazla olmasıdır. Bu anlamda kriz dönemlerinde mali genişleme standart Keynesgil mekanizmanın aksine daraltıcı etkiler doğurmaktadır. Ricardo J. Cabalero and A. Krishnamurty, "Fiscal Policy and Financial Depth", **NBER Working Paper** No. 10532 May 2004, p. 18

düşük kredibilite zayıf ve kırılğan kurumsal yapı ile beraber iktisadi ajanların bekleyişlerini iç borcun sürdürülebilirliğine duyarlı hale getirmektedir. Haliyle, söz konusu ülkelerde mali baskınlık korkusu faiz oranlarının enflasyon hedefi ve fiyat istikrarı amacı doğrultusunda simetrik bir biçimde kullanılmasını engellemektedir.

b. Fiyat İstikrarı ve Kur İstikrarı

İç dengenin sürdürülebilirliği ile ilgili olarak enflasyon hedeflemesi ve mali baskınlık korkusu arasındaki ilişkiler, dış dengenin sürdürülebilirliği için para politikasının fiyat istikrarı ile kur istikrarı arasında çatışma yaşaması şeklinde kendini göstermektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin en temel özelliklerinden birisi, döviz kurundaki değişmelere karşı ekonomilerinin gelişmiş ülkelere nazaran daha kırılğan dinamikler sergilemesidir. Zira döviz kuru, söz konusu ülkelerin geçmiş politika deneyimleri açısından gerek iktisadi ajanların bekleyişleri gerekse politika yapım ve karar alma sürecinde rol oynayan temel makroekonomik değişkendir. Bu sebeple, gelişmekte olan ülkelerin politika uygulamalarında bir gözleri sürekli olarak döviz kurunun davranışları üzerinde olmakta ve bu durum söz konusu ülkeler için yaşamın bir gerçeğini (fact of life) temsil etmektedir.⁷¹

Döviz kurunun gelişmekte olan ülkeler için taşıdığı önemin enflasyon hedeflemesi açısından doğurduğu temel sorun, fiyat istikrarı ve kur istikrarı arasında hangi politika amacının öncelik taşıdığı ve döviz kurundaki değişmelere nasıl uyum sağlanacağıdır. Teorik düzeyde bu sorun, enflasyon hedeflemesi ve esnek-dalgalı kur bileşimi ile giderilse de, düşük kredibilite ve şoklara karşı dayanıksızlık, gelişmekte olan ülkeler için enflasyon hedeflemesi altında para politikasının döviz kuru hedefleme stratejisine benzer bir işleyiş süreci göstermesine ve kriz dinamiklerinin doğmasına neden olmaktadır.

⁷¹ Corinne Ho and R. McCauley, "Living with Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies", **BIS Working Papers** No. 130 February 2003, p. 36

Bu anlamda, fiyat istikrarı ve kur istikrarı arasında meydana gelen çatışma, gelişmekte olan ülkelerin döviz kuruna ilişkin dalgalanma korkusu (fear of floating) ve sermaye hareketlerinde ani duruş korkusu ile açıklanmaktadır.

i. Dalgalanma Korkusu

Enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkeler esnek-dalgalı kur rejimi uyguladıklarını söylemelerine rağmen (de jure), söz konusu ülkelerde döviz kurunda gözlenen düşük dalgalanma düzeyleri, fiili (de facto) olarak esnek-dalgalı kur rejiminin uygulanmadığını ortaya koymaktadır. Bu durum G. Calvo ve C. M. Reinhart (2002) tarafından söz konusu ülkelerin dalgalanma korkusu ile açıklanmaktadır.⁷²

Calvo ve Reinhart'ın çalışmasında ortaya konulan temel bulgular, 1990'lı yıllarda yaşanan finansal krizlerin ülkeleri döviz kuru rejiminin seçiminde köşe çözümlerine yönelttiği yönündeki argümanın bir maddenin ibaret olduğuna işaret etmektedir. Bu bağlamda dalgalanma korkusunun varlığı üç temel bulgu ile açıklanmaktadır:

İlk olarak, gelişmekte olan ülkelerde gözlenen döviz kuru değişkenliği fiili olarak esnek-dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelere göre daha fazladır. İkinci olarak, söz konusu ülkelerde uluslararası rezervlerde gözlenen değişkenliğin yüksekliği, merkez bankasının yüksek rezerv tutarak gelişmiş ülkelere nazaran döviz piyasasına daha fazla müdahale ettiğini ortaya koymaktadır. Üçüncü olarak söz konusu ülkelere faiz oranlarında gözlenen yüksek değişkenlik para politikasının döviz kurundaki değişimlere de tepki verdiğine işaret etmektedir.⁷³

Bu anlamda, Calvo ve Reinhart, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelere döviz kuru davranışlarının esnek-dalgalı kur rejiminden farklı olduğunu ve kura yapılan müdahale ve faiz oranı tepkilerinin söz konusu ülkelere kur istikrarı

⁷² Calvo and Reinhart, "Fear of Floating", p. 404

⁷³ F. Hammermann, enflasyon, üretim açığı ve döviz kurundan oluşan bir reaksiyon fonksiyonundan hareketle enflasyon hedeflemesi altında para politikasının döviz kurundaki değişimlere tepki vermesini, döviz kuru hedefinin varlığına kanıt oluşturduğunu ileri sürmekte ve döviz kuru rejimleri ile ilgili olarak esnek-dalgalı kur rejimine yönelimin sadece sözde geçerli olduğunu (pay lip service to floating) ve ara kur rejimlerinin hala hüküm sürdüğünü vurgulamaktadır. Felix Hammermann, "Comparing Monetary Policy Strategies: Towards a Generalized Reaction Function", **Kiel Institute of World Economics Working Paper** No. 1170, June 2003, p. 25

amacının da gözetildiğine dair bir kanıt oluşturduğunu belirtmektedir. Nitekim enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin para politikası davranışları Calvo ve Reinhart'ı destekler biçimde faiz oranlarının döviz kurundaki değişmelere sistematik olarak tepki verdiğini ortaya koymaktadır.⁷⁴

Gelişmekte olan ülkelerin para politikası yapım ve uygulama sürecinde döviz kuruna önem vermeleri ve dalgalanma korkusu, enflasyon hedeflemesinin neden döviz kuru hedefleme stratejisine benzer kriz dinamikleri sunabileceğini ve döviz kurunun nominal çapaya dönüşme tehlikesinin açıklanmasına imkan vermektedir. Bu bağlamda, dalgalanma korkusunun nedenlerini, ekonominin hem iç dengesi hem de dış dengesinin sürdürülebilirliği ile ilgili olarak gelişmekte olan ülkelere özgü üç fenomen oluşturmaktadır.

İlk olarak gelişmekte olan ülkelerde, döviz kurunda yaşanan değer kayıpları yüksek düzeyde enflasyona yansıma derecesine sahiptir. Yüksek yansıma derecesi, döviz kurunda meydana gelen değer kayıplarının genişlemeci etkilerden ziyade enflasyonist etkiler doğurmasına neden olmaktadır. Bu sebeple iktisadi ajanlar, kurda meydana gelen değer kayıplarını-geçici olsalar bile- özellikle geçmiş enflasyona endeksleme davranışlarının hakim olduğu bir ortamda nispi fiyatlarda bir değişimin doğacağı şeklinde değil para politikasının gevşediği şeklinde algılamaktadır. Öte yandan döviz kurunda yaşanan dalgalanmalar sadece enflasyon korkusu doğurmamakta, kurda meydana gelen değer artışları (appreciation) ülkenin rekabet gücünü olumsuz etkileyerek dış denge sorunlarına yol açmaktadır.⁷⁵

İkinci olarak döviz kurunda yaşanan değişimler kamu kesimi, firmalar ve banka-finans kesimi üzerinde önemli bilanço etkileri (balance sheets effect) doğurmaktadır. Bu

⁷⁴ Renato Filosa, "Monetary Policy Rules in Some Mature Emerging Economies", iç. **Modelling Aspects of the Inflation Process and the Monetary Transmission Mechanism in Emerging Market Countries**, p. 30. Ayrıca M S Mohanty and M. Klau, "Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies: Issues and Evidence", **BIS Working Papers** No. 149, March 2004

⁷⁵ Ilan Goldfajn and G. Oliveras, "Can Flexible Exchange Rates Still "Work" in Financially Open Economies", **UNCTAD G-24 Discussion Paper Series** No. 8 January 2001, p. 14 ve Andrew Berg, E. Borenstein and P. Mauro, "An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America", **IMF Working Paper** No. 211, December 2002, p. 27

bağlamda belirtilmesi gereken önemli bir nokta, döviz kurunda dalgalanma yaşanmamasının kendi kendini güçlendirerek bilançolarda varlık ve yükümlülüklerin vade ve kur açısından uyumsuzluğunu teşvik ettiği. Bilanço etkileri nedeniyle, kamu borcunun yüksek ve ağırlıklı olarak döviz cinsinden olduğu durumda iç dengenin sürdürülebilirliğine ilişkin beklentiler döviz kuru değişmelerine duyarlı hale gelmekte ve kriz dinamiği doğurarak banka-finans kesiminin çökmesini ve firma iflaslarını beraberinde getirebilmektedir.⁷⁶

Üçüncü olarak, döviz kurunda yaşanan değer kayıpları, özellikle kriz dinamiği doğurduğunda gelişmekte olan ülkelerin uluslar arası finansal piyasalardan borçlanma olanaklarının ortadan kalkmasına neden olmakta ve uluslar arası fonların arz esnekliği sertleşmektedir. Zira, iç ve dış dengenin sürdürülebilirliğine ilişkin kaygılar gelişmiş ülkelerden farklı olarak gelişmekte olan ülkelerin uluslar arası kredi derecelendirme kuruluşları tarafından kredi değerliliği notlarının düşmesini beraberinde getirmektedir. Bu sebeple, gelişmiş ülkelerden farklı olarak döviz kurunda yaşanan değer kayıpları gelişmekte olan ülkelerde genişlemeci etkilerden ziyade resesyonist etkiler doğurmaktadır.⁷⁷

Calvo ve Reinhart, gelişmekte olan ülkelerin para politikası yapım ve uygulama sürecinde döviz kuruna önem vermelerinin ve dalgalanma korkularının temel nedeni olarak söz konusu ülkelerin kronik kredibilite sorunlarını göstermektedir. Düşük kredibilite zayıf ve kırılgan kurumsal yapı, gelişmekte olan ülke ekonomilerini şoklara karşı dayanıksız kılmakta ve makroekonomik temellerden ziyade iç ve dış dengenin sürdürülebilirliğine ilişkin beklentiler ekonomiye yön vermektedir.⁷⁸

Bu çerçevede gelişmekte olan ülkeler enflasyon hedeflemesi altında herhangi bir kur düzeyini hedef olarak belirlememelerine karşın finansal kriz dinamiklerinin

⁷⁶ Guillermo A. Calvo and A. Izquierdo, "On The Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects," **NBER Working Paper** No. 10520, May 2004, pp. 4-5 ve Ho and McCauley, pp. 19-20

⁷⁷ Calvo and Reinhart, "Fixing for Your Life", p. 28 ve Ricardo J. Caballero and A. Krishnamurty, "A Vertical Analysis of Crisis and Intervention: Fear of Floating and Ex-ante Problems", **NBER Working Paper** No. 8428, August 2001, pp. 1-2

⁷⁸ Calvo and Reinhart, "Fear of Floating", p. 393

doğabileceği korkusuyla yüksek uluslar arası rezerv tutarak döviz piyasasına müdahale etmekte ve faiz oranını kur istikrarı için aktif bir biçimde kullanmaktadır.

ii. Sermaye Hareketlerinde Ani Duruş Korkusu

Gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı dalgalanma korkusuna bağlı olarak kur istikrarına önem vermeleri, para politikasının enflasyon hedefi ve fiyat istikrarı amacı doğrultusunda yürütülmesi ile çatışma doğurmaktadır. Bu çatışma, özellikle yine söz konusu ülkelere özgü bir fenomen olan sermaye hareketlerinde ani bir duruş meydana geldiğinde kendisini daha güçlü hissettirmektedir.

Gelişmekte olan ülkelere yönelik sermaye hareketleri, döviz kuru aracılığıyla söz konusu ülkeler için iyi ve kötü olarak nitelenen makroekonomik istikrar ya da istikrarsızlık ortamlarının yaşanmasında temel belirleyicidir. Bir diğer deyişle gelişmekte olan ülkeler için “iyi” olarak nitelenen ortam sermaye girişlerinin olduğu (ya da dış borçlanmanın arttığı) “kötü” olarak nitelenen ortam ise sermaye çıkışlarının olduğu (ya da dış borç ödemelerinin arttığı) bir makroekonomik çerçeveyi ifade etmektedir. Haliyle söz konusu ülkeler için sermaye hareketleri konjonktür lehine bir nitelik taşımaktadır.⁷⁹

Bu durum gelişmekte olan ülkeler için, iyi zamanlarda tüketim ve yatırımların artmasıyla ekonominin büyüdüğü, döviz kurunun değerlendirildiği ve faiz oranlarının azaldığı kötü zamanlarda ise tüketim, yatırım ve büyümenin düştüğü, döviz kurunun değer kaybettiği ve faiz oranlarının yükseldiği bir konjonktür davranışına karşılık gelmektedir.⁸⁰

Bu anlamda gelişmekte olan ülkelerde para politikası davranışları da konjonktür lehine bir karakter sergilemektedir. İyi zamanlar ya da kötü zamanlar çerçevesi, gelişmekte olan ülkelere konjonktür hareketlerinin sermaye hareketlerine bağlı olarak

⁷⁹ Kaminsky, et al., pp. 4-5

⁸⁰ Ani duruşların etkileri ülkeden ülkeye değişmektedir. Bu sebeple tek tip bir çerçeve ortaya konulamamakla beraber ani duruş sonrasında ekonominin durumunun ani duruş öncesinde varılan noktadan daha geriye gittiği görülmektedir. Bu konuda Arjantin (2000) deneyimi yeterince kanıt sunmaktadır. Calvo and Izquierdo, p. 38

döviz kurunun değer kazanması ya da değer kaybetmesine göre oluştuğunu göstermekte ve dolayısıyla söz konusu ülkelerde döviz kurunun temel bir politika değişkeni olmasını beraberinde getirmektedir.⁸¹

Sermaye hareketlerinde meydana gelen yön değiştirmelerin kur istikrarı ve fiyat istikrarı arasındaki çatışmayı etkileme derecesi makroekonomik uyumu sağlayan döviz kurunun hangi düzeyde şok emici özellikler sergilediğine bağlıdır. Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru iyi zamanlarda şok emici özellikler sergilemesine rağmen kötü zamanlarda dalgalanma korkusuna sebep olan faktörler nedeniyle şokların daha da derinleşmesine neden olabilmektedir.⁸²

Esas olarak enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkeler, döviz kurunda önemli değer kayıpları oluştuğunda faiz oranlarını yükseltmektedir. Ancak, ekonomiyi derin bir resesyona sokmamak amacıyla fiyat istikrarını ve dolayısıyla enflasyon hedefini kur istikrarı lehine feda etmek zorunda kalmaktadırlar. Bu sebeple sermaye hareketlerine bağlı olarak döviz kurunda yaşanan değer kayıpları ya da artışlarının esnek-dalgalı kur sistemi olmasına rağmen döviz kuru hedefleme stratejisinin işleyişine benzer dinamikler doğurması karşısında enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde döviz kurlarının farklı düzeylerde dalgalandıkları görülmektedir.⁸³

Döviz kurlarının farklı düzeylerde dalgalanması, dalgalanma korkusuna neden olan faktörlerin varlığı ile açıklanmasına rağmen gelişmekte olan ülkelerde esnek-dalgalı kur rejimi geçerli olsa bile vade ve kur uyumsuzluğuna bağlı olarak bilanço etkilerinin neden ortaya çıktığının da ele alınması gerekmektedir. Bu anlamda, vade ve kur uyumsuzluğunun doğması gelişmekte olan ülkelere özgü diğer iki fenomenin varlığına bağlı olarak açıklanmaktadır.

⁸¹ Calvo and Reinhart, “Fixing for Your Life”, p. 34 ve Kaminsky, et al., pp. 12-13. Kaminsky vd., gelişmekte olan ülkelere sermaye girişleri söz konusu olduğunda para ve maliye politikalarının konjonktür lehine davranmasının doğurduğu etkileri “yağmurun sele dönmesi” (when it rain it pours) şeklinde nitelendirmektedir.

⁸² Haliyle bu durum gelişmekte olan ülkeler için esnek-dalgalı kur lehine ileri sürülen argümanların geçerli olmayabileceği sonucunu beraberinde getirmektedir. Goldfajn and Oliveras, p. 16

⁸³ Ho and McCauley, p. 36 ve Ricardo Hausmann, U. Panizza and E. Stein, “Why Do Countries Float the Way They Float?”, **Journal of Development Economics**, Vol. 66 Issue 2, December 2001, p. 413

İlk yaklaşım, uluslar arası finansal sistemin “temel günahı” (original sin) çerçevesinde gelişmekte olan ülkelerin kendi ülke paraları cinsinden borçlanamamaları üzerinde durmaktadır.⁸⁴

Bu anlamda, bilanço etkileri iktisadi ajanların kur riskine karşı korunmadıklarından değil tanım olarak korunmanın mümkün olmaması nedeniyle oluşmaktadır. Ayrıca, uzun süren enflasyonist ortam ve döviz kurunda sürekli değer kayıpları nedeniyle iktisadi ajanlar ulusal para cinsinden ve uzun vadeli borçlanamamaktadır. Dolayısıyla zayıf paraya (weak currency) sahip olan ülkeler ya dışarıdan döviz borçlanarak kur uyumsuzluğu ya da yurtiçinde kendi paraları cinsinden kısa vadeli borçlanarak vade uyumsuzluğu ile karşılaşmaktadır.⁸⁵

İkinci yaklaşım, gelişmekte olan ülkelerin uluslar arası finansal piyasalardan borçlanma olanaklarının kısıtlı olması üzerinde durmakta ve gelişmekte olan ülkeler için borç toleranssızlığının (debt intolerance) söz konusu olduğunu vurgulamaktadır.⁸⁶

Bu anlamda, gelişmekte olan ülkelerin düşük kredi notlarına sahip olması, geçmişte yaşadıkları borç ödeme sorunları ve yüksek enflasyona bağlı olarak açıklanmaktadır. Düşük kredi notu, gelişmiş ülkeler için yönetilebilir bir düzeye karşılık gelen borç/GSMH oranlarının gelişmekte olan ülkeler için çok daha düşük olmasına neden olmaktadır. Bir diğer deyişle, benzer borç/GSMH oranları farklı kredi notları ile değerlendirilmektedir. Bu durum düşük kredibilite zayıf ve kırılabilir kurumsal yapının varlığına bağlı olarak gelişmiş ülkeler için makroekonomik istikrarsızlık doğurmayan borç/GSMH ya da cari denge oranlarının gelişmekte olan ülkeler için sermaye

⁸⁴ Barry Eichengreen, R. Hausmann and U. Panizza, “Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are not the Same and Why it Matters”, **NBER Working Paper** No. 10036, October 2003, p. 3

⁸⁵ Eichengreen et al., “Currency Mismatches, Debt Intolerance ...”, p. 5. Bu bağlamda Hausmann vd., kendi parası cinsinden borçlanabilen ülkelerin döviz kurlarında daha az değişkenlik yaşamalarına bağlı olarak daha düşük uluslar arası rezerv tuttuğunu ve daha düşük faiz oranı değişkenliğine sahip olduklarını ortaya koymaktadır. Hausmann et al., p. 413

⁸⁶ Carmen Reinhart, K. Rogoff and M. Savastano, “Debt Intolerance”, **NBER Working Paper** No. 9908, August 2003, pp. 3-4

hareketlerinde ani duruşlara ve finansal krizlere neden olmasını beraberinde getirmektedir.⁸⁷

Temel günah ve borç toleranssızlığının yanı sıra, gelişmekte olan ülkelerin sermaye hareketlerinde ani duruş korkusu yaşamaları ülkeye olan güven (country trust) ve ülke parasına olan güven (currency trust) ayırımına bağlı olarak ta -ki bu ayırım borç toleranssızlığının çerçevesine uygundur- ele alınmaktadır. Bu anlamda, gerek iç gerekse dış yatırımcıların paraya olan güveni esas olarak para politikasının sahip olduğu kredibilite stoğuna bağlıyken ülkeye olan güvenleri daha geniş anlamda ülkenin borç ödeme namusu ve politik istikrar gibi faktörlere bağlı olmaktadır. Dolayısıyla, ani duruşların yaşanmasında ülkeye olan güven, ülke parasına olan güvenden daha belirleyici bir nitelik taşımaktadır.⁸⁸

Bu çerçevede gelişmekte olan ülkeler döviz kurlarında dalgalanma korkusunun yanında, gelişmiş ülkelere farklı olarak temel günah ve borç toleranssızlığı neticesinde sermaye hareketlerinde ani duruş korkusu yaşamakta ve fiyat istikrarı ile finansal kriz dinamiği doğurabilecek bir makroekonomik ortamda enflasyon hedeflemesi uygulamaktadırlar.

⁸⁷ Reinhart et al., pp. 63-64. Borç toleranssızlığı yaklaşımı gelişmekte olan ülkelerin kurumsal yapısı ve politika uygulamaları üzerinde dururken temel günah yaklaşımı, gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı sorunların sadece kendi politika uygulamaları ve kurumsal zayıflıkları nedeniyle ortaya çıkmadığını belirterek söz konusu sorunların uluslar arası finansal sistemin işleyişinden bağımsız olmadığını vurgulamakta ve bu yönüyle “yeni uluslararası finansal mimari” (new international financial architecture) tartışmaları ile bağ kurmaktadır.

⁸⁸ Ricardo J. Caballero J. Kearns and K. N. Cowan, “Fear of Sudden Stops: Lessons from Australia and Chile”, **Reserve Bank of Australia Discussion Paper** No. 3, May 2004, p. 2. De la Torre vd. uluslar arası finansal sisteme başarılı bir entegrasyon için; uluslar arası güçlü bir para, esnek-dalgalı kur ve sağlıklı-güçlü kurumsal yapıdan oluşan “kutsal üçlünün” (blessed trinity) gerektiğini belirtmektedir. Bu bağlamda gelişmekte olan ülkeler zayıf para, dalgalanma korkusu ve zayıf ve kırılabilir kurumsal yapıları ile kutsal üçlüden mahrumdurlar. Bunun yanında Arınsoy ve Özmen, temel günah, esnek-dalgalı kur ve sağlıklı-güçlü kurumsal yapı şeklinde bir üçlü tanımlamakta ve Eichengreen vd. ’ne benzer biçimde temel günahın doğurduğu kırılabilirliklerin uluslararası finansal sistemin işleyişinden bağımsız olmadığını ortaya koymaktadır. De la Torre et al., p. 338 ve Deniz Arınsoy and E. Özmen, “Original Sin Mystery Trinity and Unequal Blessings”, **ERC Working Paper** No. 15, October 2004, pp. 7-8

c. Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar

Gelişmekte olan ülkelerde faiz oranının sermaye hareketlerinde yön değiştirmelere bağlı olarak kur istikrarı lehine kullanılması aynı zamanda fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında da politika çatışması doğurmaktadır.

Gelişmiş ülkelerden farklı olarak gelişmekte olan ülkelerde yaşanan yüksek enflasyon ortamı gelişmekte olan ülkelerde finansal sözleşmelerin döviz cinsinden yapılmasını, portföy tercihlerinde dövizin ağırlıklı olarak tercih edilmesini ve döviz endeksleme davranışlarını beraberinde getirmektedir. Para politikasının yürütülmesi açısından bu yapının etkileri, fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasındaki politika çatışması itibariyle dalgalanma korkusunun bir nedeni ve gelişmekte olan ülkelere özgü bir fenomen olarak pasiflerin dolarizasyonu olgusu ile açıklanmaktadır.⁸⁹

Pasiflerin dolarizasyonu olgusu, iktisadi ajanlar, firmalar, banka-finans kesimi ve kamunun döviz cinsinden yüksek borç yükümlülüklerinin mevcut olmasına bağlı olarak hem enflasyon hedeflemesinin ihtiyaç duyduğu döviz kuru esnekliğinin yeterince sağlanamamasına hem de faiz oranlarının finansal istikrar lehine kullanılmasına neden olmaktadır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi açısından dolarizasyon düzeyi, dezenflasyon sürecinde enflasyonun kontrol edilmesinden ziyade, döviz kuru değişmelerinin ortaya çıkardığı bilanço etkileri açısından sorun teşkil etmektedir.⁹⁰

Pasiflerin dolarizasyonu olgusu, gelişmekte olan ülkelerde esnek-dalgalı kur rejiminin beklenen işlevlerini yerine getirememesi ve kur ve finansal istikrar güdülere doğurması itibariyle üç önemli etki ortaya çıkarmaktadır:

İlk olarak, yüksek dolarizasyon düzeyi, döviz kurunda meydana gelen değişmelerin enflasyona yansıma derecesini artırması itibariyle dalgalanma korkusunun

⁸⁹ Eichengreen, pasiflerin dolarizasyonu olgusu nedeniyle enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru hedefleme stratejisi arasında herhangi bir farkın olmadığını belirtmekte, Calvo ve Izquierdo ise söz konusu olgunun kötü para ve maliye politikalarının bir yansıması olarak ani duruşların temel belirleyicisi olduğunu ortaya koymaktadır. Barry Eichengreen, "International Monetary Options for the Twenty First Century", *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 579, No. 1, January 2002, p. 20 ve Calvo and A. Izquierdo, p. 34

⁹⁰ Eichengreen, "International Monetary Options...", pp. 19-20

bir nedenine karşılık gelmektedir.⁹¹ İkinci olarak merkez bankasının, banka-finans kesiminin döviz yükümlülüklerinin yüksekliğine bağlı olarak özellikle kriz dönemlerinde son borç verici mercii olma işlevi ortadan kalkmaktadır.⁹²

Üçüncü olarak, döviz kurundaki değer kayıpları, pasiflerin dolarizasyon düzeyine bağlı olarak daraltıcı etkilere ve resesyona neden olmaktadır. Bir diğer deyişle kurdaki değer kaybı ülkenin rekabet gücünü artırarak büyümeyi harekete geçirici etkiler doğurmaktan ziyade bilanço etkileri nedeniyle yatırım, üretim ve istihdamı azaltan daraltıcı etkiler ortaya çıkarmaktadır. Haliyle resesyona verilen faiz oranlarını düşürmek şeklindeki normal politika tepkisi kurun değer kaybını artırmakta ve bilanço etkilerini ağırlaştırıcı dinamikleri beraberinde getirmektedir.⁹³

Bu etkilere bağlı olarak merkez bankası faiz oranlarını enflasyon hedefi doğrultusunda kullanmak yerine kur ve finansal istikrar güdülerini kullanarak döviz kuru değişimlerinden korkmaktadır. Bunun yanında firmalar ve banka-finans kesimi olası bir kriz anında iflaslara izin verilmeyeceğini biliyorlar ise, enflasyon hedeflemesi altında esnek-dalgalı kur rejimi, döviz kuru hedefleme stratejisine benzer dinamikler doğurarak söz konusu kesimler için kur riskine karşı daha az korunma ya da daha fazla döviz cinsinden borçlanma yönünde güdü oluşturmakta ve bilanço etkileri ağırlaşmaktadır.⁹⁴

Gelişmekte olan ülkelerde pasiflerin dolarizasyonu olgusu, döviz kurunun faiz oranından daha belirleyici bir değişken olmasını beraberinde getirmekte ve esnek-dalgalı kur rejiminin bağımsız para politikası uygulama yönünde sunduğu düşünülen avantajı ortadan kaldırmaktadır. Bu sebeple gelişmekte olan ülkelerin dolara tutukluluk (addicted to dollars) hallerini ortadan kaldırmaya yönelik olarak enflasyon hedeflemesi

⁹¹ Carmen Reinhart, K. Rogoff and M. Savastano, “Addicted to Dollars”, **NBER Working Paper** No. 10015, October 2003, p. 50

⁹² Calvo and Reinhart, “Fixing for Your Life”, pp. 29-30

⁹³ Goldfajn and Oliveras, p. 12 ve David Cook, “Monetary Policy in Emerging Markets: Can Liability Dollarization Explain Contractionary Devaluations?”, **Journal of Monetary Economics**, Volume 51, Issue 6, September 2004, p. 179

⁹⁴ Eduardo Moron, “Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies”, **IMF Working Paper** No. 39, February 2003, p. 27

altında dezenflasyon sürecinin aynı zamanda bir de-dolarizasyon (de-dollarization) süreci ile de desteklenmesi gereği üzerinde durulmaktadır.⁹⁵

Fiyat istikrarının kur ve finansal istikrar lehine feda edilmesine bağlı olarak faiz oranında görülen istikrarsızlıklar, gelişmekte olan ülkelerde finansal sözleşmelerin kısa vadeli olması ve sıkı finansal piyasaların varlığına bağlı olarak ta ortaya çıkmaktadır. Bu anlamda döviz kuru riskinden sakınabilmek için gerekli finansal enstrümanların ve türev piyasaların yanı sıra ulusal para cinsinden borçlanma piyasalarının hiç olmaması ya da gelişmemiş ve sıkı yapısı, finansal dolarizasyon ve vade ve kur uyumsuzluğunun doğurduğu bilanço etkilerinden sakınma imkanını ortadan kaldırmaktadır.⁹⁶

⁹⁵ Reinhart et al., “Addicted to Dollars”,p. 41. Levy-Yeyati, de-dolarizasyon için enflasyona endeksli enstrümanların oluşturulmasını –ki bunu finansal piyasalar için havuç (carrot) olarak tanımlamaktadır-ve finansal sistemin işleyişine yönelik denetim-gözetimi güçlendirici düzenlemelerin –ki bunu da finansal piyasalar için sopa (stick) olarak tanımlamaktadır-yapılmasını önermektedir. Eduardo Levy-Yeyati, “Financial Dedollarization:A Carrot and Stick Approach”, Universidad Torcuato Di Tella Working Paper No. 8, 2003, pp. 19-23

⁹⁶ Calvo and Reinhart, “Fixing for Your Life”, p. 18

V. BÖLÜM: ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN TÜRKİYE'DE UYGULANABİLİRLİĞİ

Türkiye ekonomisi, 30 yıllık yüksek ve kronik enflasyon deneyimi ile kendine özgü bir yapı sergilese de, makroekonomik uyum sürecinin geçirdiği aşamalar açısından ele alındığında gerek enflasyon dinamikleri gerekse politika ortamının karakteristikleri itibariyle diğer gelişmekte olan ülkelere benzer bir çerçeve sunmaktadır.

Esas olarak, Türkiye ekonomisinde yaşanan enflasyonist sürecin açıklanmasında farklı yaklaşımlar bulunmasına rağmen politika tercihleri ve enflasyonla mücadele uygulamalarının fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümeyi bir politika önceliği olarak benimsemedikleri gözlenmektedir. Nitekim, TCMB'nin para politikası, fiyat istikrarından ziyade kur istikrarı ve finansal istikrar gibi diğer amaçlara yönelik bir biçimde uygulanmıştır. Bir diğer deyişle kendi amacı doğrultusunda istediği enstrümanı seçen bir merkez bankası yerine mali otoritenin davranışlarına bağımlı ve konjonktürün gereklerine göre hareket eden bir merkez bankası davranışı hakim olmuştur.

Bu bağlamda Türkiye ekonomisinde uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi deneyimlerinden elde edilen sonuçları politika ortamının yapısından bağımsız düşünmek mümkün değildir. Bir diğer deyişle, mali baskınlık ve dışsal baskınlığın hakim olduğu bir politika ortamı belirlenen enflasyon hedefine uygun bir biçimde para politikası izlenmesini güçleştirmektedir.

Enflasyon hedeflemesi, daha önceki hedefleme stratejilerine nazaran, politika ortamını dönüştürmeye yönelik köklü politikalar demetinin bir parçası olması itibariyle farklı bir politika ortamında uygulanmaktadır. Bu anlamda, mali baskınlığın hakim olduğu bir politika ortamından parasal baskınlığın hakim olduğu politika ortamına geçiş süreci ile son üç yılda uygulanan para politikalarının enflasyon hedeflemesi ile olan ilişkilerinin ele alınması, stratejinin Türkiye ekonomisinde de ne düzeyde uygulanabilir bir çerçeve sunduğunun tartışılmasına imkan verecektir.

Bu çerçevede öncelikle, Türkiye ekonomisinde enflasyon ve büyüme dinamikleri, makroekonomik uyum sürecinin geçirdiği aşamalar ışığında, söz konusu dinamiklerin ardında yatan, resmi iktisat politikası görüş ve tercihlerine bağlı olarak ele alınarak fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümenin neden bir öncelik olarak benimsenmediği ortaya konulacaktır. Ardından Türkiye ekonomisinde parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi deneyimlerinin içeriği ve başarısı, diğer ülke uygulamalarından ne ölçüde farklılaştığı itibariyle incelenerek enflasyon hedeflemesi tercihinin oluşum süreci ele alınacaktır.

Buradan hareketle, doğrudan enflasyon hedeflemesine geçememenin nedenleri ve aşamalı dezenflasyon tercihinin bağlı olarak son 3 yılda uygulanan para politikası stratejisinin tipi, enflasyon hedeflemesi ile olan ilişkisi ve dezenflasyon sürecinde gösterdiği makroekonomik performans incelenecek ve bu incelemeye bağlı olarak enflasyon hedeflemesine geçiş sürecinde yapılan yasal-kurumsal ve teknik alt yapı hazırlıkları ayrıntılı bir biçimde gözden geçirilecektir.

A. Türkiye Ekonomisi'nde Makroekonomik Uyum Süreci ve Enflasyon Dinamikleri

Türkiye ekonomisinin 1970'li yılların başından günümüze geçirdiği evrim sürecinin temel karakteristiği, giderek artan ve kronik hale gelen enflasyon oranlarının hüküm sürdüğü bir makroekonomik ortamda büyüme –kriz– istikrar (sızlık) üçgeninden oluşan bir dinamiğin hakim olmasıdır.

Son 30 yılda birçok dezenflasyon programı uygulamaya konmasına karşın yüksek ve kronik enflasyon oranlarının hüküm sürmesi politika yapıcılar ve iktisadi ajanlar için enflasyonist ortamın bir yaşam biçimi olarak algılanmasını beraberinde getirmiştir. Buna mukabil makroekonomik uyum sürecinin geçirdiği aşamalara bağlı olarak birbirini izleyen büyüme ve kriz dönemleri, aynı zamanda, politika yapıcılar ve iktisadi ajanlar açısından fiyat istikrarının sürdürülebilir büyüme ve makroekonomik istikrar için temel koşul olduğunun anlaşıldığı bir süreci temsil etmektedir.

Bu sebeple, Türkiye ekonomisinde enflasyonist sürecin temel belirleyicilerini ele alabilmek için öncelikle makroekonomik uyum sürecinin geçirdiği aşamaların temel çizgilerinin ele alınması gerekmektedir. Buradan hareketle, enflasyon ve büyüme dinamiklerinin incelenmesi, hem birbirini izleyen büyüme ve kriz dönemlerine ilişkin çerçevenin oluşturulmasına hem de Türkiye’de uygulanan para politikası hedefleme stratejilerinin açıklanması ve enflasyon hedeflemesi tercihinin oluşumunun incelenmesine zemin hazırlayacaktır.

1. Makroekonomik Uyum Sürecinin Temel Aşamaları

Türkiye ekonomisinin büyüme ve istikrar dinamikleri, politika yapıcıların temel iktisat politikası tercihlerine bağlı olarak makroekonomik uyum sürecinin geçirdiği aşamalar düzleminde ele alınabilir.¹ Makroekonomik uyum sürecinin ortaya koyduğu çerçeve aynı zamanda enflasyonist süreci oluşturan yapının açıklanması ve bu yapının özellikleri ile ilgili farklı teşhis ve tartışmalara da ışık tutmaktadır.

Bu amaçla Tablo 23 yüksek ve kronik enflasyon sürecinin başlangıcı olarak 1972-2001 yılları arasında Türkiye ekonomisinin büyüme, enflasyon ve uluslar arasılaşma sürecine ait temel göstergeleri bir araya getirmektedir. Tablo 23’e ait verilerden hareketle, Türkiye ekonomisinin makroekonomik uyum süreci ile ilgili olarak üç dönemin ayrıştırılması mümkündür:

İlk dönem, 1970-1980 yılları arasını kapsayan ve yüksek ve kronik enflasyon sürecinin tohumlarının atıldığı on yıllık süreye karşılık gelmektedir. Bu dönemin ayırt edici özelliği, ithal ikameci sanayileşme stratejisine bağlı olarak, özellikle 1972-1976 döneminde, üretim malları üreten ara malı ve temel tüketim sanayi sektörlerinin yurt içinde üretiminin yapılmasıdır. Bu sürece kamu sektörünün, yüksek sabit sermaye yatırımları ile destek verdiği ve söz konusu dönemde rakip ithal mallarının yurt içinde ikamesini üreten ulusal sanayinin kota ve yüksek tarife oranları ile korunduğu gözlenmektedir. Nitekim, kamu sektörü öncülüğünde 5 yıllık kalkınma planları aracılığıyla yürütülen sabit sermaye

¹ Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: İletişim Yay., 2001, s. 31

yatırımları 1972-1976 döneminde yıllık ortalama %12'lik bir artış ile imalat sanayinde %9.7, GSYİH'da ise %6.8'lik bir büyüme oranına ulaşmayı mümkün kılmıştır.

Buna mukabil, 1970'li yılların ortalarından itibaren dünya ekonomisinde yaşanan stagflasyon olgusu ve yaşanan petrol şokları, özellikle 1977 yılından itibaren dış kredi olanaklarının daralmasına bağlı olarak ithal girdilere bağımlı sanayi sektörünün küçülmesini ve ödemeler dengesi sorunlarını beraberinde getirmiştir. 1972-1976 döneminde yıllık ortalama %18.4 olan enflasyon oranı 1977-1980 dönemi için yıllık ortalama %59.5 düzeyine çıkmış, yüksek cari işlemler açığı ile beraber ekonomi krize sürüklenmiştir.²

² Yakup Kepenek ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, Geliştirilmiş 6. Basım, İstanbul: Remzi Kitabevi, 1994, s. 180 ve Yeldan, s. 42

TABLO 23 BURAYA GELECEK

İkinci dönem, 1980-1989 yıllarını kapsayan ve ithal ikameci sanayileşme stratejisi yerine ithalat korumalarının kaldırılarak dışa açılma süreci dahilinde ihracata dayalı sanayileşme stratejisinin benimsendiği ve yüksek enflasyon oranlarının kronik hale geldiği dokuz yıllık süreye karşılık gelmektedir. Bu dönemin en temel özelliği, 24 Ocak 1980 kararları ile birlikte iktisat politikalarında köklü bir dönüşümü içermesi ve piyasa mekanizmasının tüm kurum ve kuralları ile işlemesine yönelik reform ve düzenleme çabalarına bağlı olarak Türkiye ekonomisinin mal ve finans piyasaları itibarıyla uluslararasılaşma sürecine girmesidir.³

Bu dönem, ulusal ekonominin kaynak dağıtım süreçlerinde piyasa fiyatlarının belirleyici olması ve mal ve hizmet ihracatını artırabilmek için TL'nin değerinin düşük tutularak ihracatın fiyat yoluyla desteklenmesi yönünde atılan adımları içermektedir. Bu sürece imalat sanayinin ihracata yönelmesi amacıyla, ihracatçı sektörler için vergi iadesi, ithal girdilerinde vergi muafiyeti ve teşvik düzenlemeleri ile devletin yoğun destek verdiği gözlenmektedir.⁴ Nitekim bu destek sonucunda, 1977-1980 döneminde ihracatın GSYİH içindeki payı ortalama %4.2 düzeyinden 1988'de %12.8 düzeyine ulaşmış ve 1983-1987 dönemi yıllık ortalama büyüme hızı %6.5 düzeyinde gerçekleşmiştir.

Öte yandan büyümede sağlanan performansa rağmen enflasyon oranlarının artma eğilimine girdiği gözlenmiştir. 24 Ocak kararlarının ardından 1980'de %107 olan enflasyon oranı 1983'de %26 seviyesine düşürülmesine rağmen, 1983-1987 döneminde yıllık ortalama enflasyon oranı %40.7 düzeyine oturmuştur. Bunun yanında 1980 sonrasında yoğun teşvikler ve ücretlerin bastırılması ve 1980 öncesinde atıl kalan kapasitelerin devreye girmesi sonucu elde edilen ihracat ve büyüme performansı da sürdürülememiştir.⁵ Nitekim, 1988 yılında büyüme hızı %2.1'e düşmüş, imalat sanayi büyümesi %1.6'da kalmış ve ekonomi küçülmesine rağmen enflasyon oranı %68.8 düzeyine sıçramıştır.

³ Kepenek ve Yentürk, s. 183

⁴ Yeldan, s. 39 ve Kepenek ve Yentürk, s. 189

⁵ Yeldan, s. 48

1980-1988 döneminde dışı açılma sürecinin bir parçası olarak finansal liberalizasyona yönelik adımların atıldığı gözlenmektedir. Finansal liberalizasyonun temel amacı, ulusal finansal piyasalara derinlik kazandırmak suretiyle, pozitif reel faiz oranlarının tasarruf-yatırım davranışlarını uyarması ve büyüme için gerekli kaynağın sağlanmasıdır. Bu çerçevede 1981’de faiz oranı kontrolleri kaldırılmış ve süreç içerisinde döviz alım satımı serbest bırakılmıştır. 1981 yılında ise Sermaye Piyasası Kurulu kurulmuş ve 1986 yılında İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (yeniden) açılmıştır.⁶

Bu dönem aynı zamanda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın (TCMB) asli işlevlerini kazanmaya başladığı süreci de içermektedir. 1986 yılı öncesinde TCMB doğrudan müdahalelerle kamu ve özel sektörün harcama ve portföy yapısını kontrol ederken 1986’dan itibaren para politikasının etkinliğini artırmak amacıyla TCMB bünyesinde dolaylı para politikası araçlarının kullanımına yönelik kurumsal altyapı düzenlemelerinin yapılmaya başlandığı gözlenmektedir. Bu bağlamda, Mart 1986’da Bankalararası Para Piyasası, Şubat 1987’de Açık Piyasa İşlemleri Bölümü, Ağustos 1988’de Döviz Efektif Piyasası ve Nisan 1989’da ise Altın Piyasası kurulmuştur. Buna mukabil, sermaye piyasalarının sığ olması sebebiyle söz konusu piyasalar aracılığıyla sadece hazine bonosu ve devlet tahvilleri ile işlem yapıldığı ve finansal enstrümanların çeşitlenmediği gözlenmiştir.⁷

Üçüncü dönem, 1989-2001 yıllarını kapsayan ve yüksek ve kronik enflasyon oranlarının hüküm sürdüğü ve büyüme ve kriz dönemlerinin birbirini izlemesine bağlı olarak makroekonomik istikrarsızlıkların hakim olduğu sürece karşılık gelmektedir. Dönemin en temel belirleyici özelliği, Türkiye ekonomisinin, dünya ekonomisinde sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve finansal piyasaların uluslar arasılaşması sürecine katılma yönünde adım atmasıdır. Bu amaçla, 1980’li yıllarda başlatılan

⁶ Ercan Uygur, “Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey”, iç. **Financial Liberalization in Turkey**, Yaman Aşkoğlu and Hasan Ersel(Eds.), Proceedings of a Conference held in Washington, December 28-30, 1990, p. 12

⁷ Mehtap Kesriyeli, ”1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”, **TCMB Tartışma Tebliği** No. 97/4, Mart 1997, s. 14-16

finansal liberalizasyon sürecinin nihai aşaması olarak Ağustos 1989'da ödemeler dengesi sermaye hesabı üzerindeki kısıtlamalar kaldırılarak kambiyo rejimi tamamıyla serbestleştirilmiş ve Şubat 1990'da IMF ile yapılan anlaşmanın 8. maddesi uyarınca TL'nin konvertibilitesi ilan edilmiştir.⁸

1989-2001 dönemi önceki iki döneme nazaran makroekonomik dengesizliklerin iyice ağırlaştığı bir yapıyı ortaya koymaktadır. Nitekim, 1989-1993 döneminde ortalama %9.1 düzeyinde olan kamu kesimi borçlanma gereğinin GSYİH'ya oranı 2001 yılında %16.5'e ulaşmıştır. Bunun yanında 1980-1988 döneminde sırasıyla %4.3 ve %46.4 olan ortalama büyüme hızı ve ortalama enflasyon oranı 1989-2001 döneminde sırasıyla %2.7 ve %69.7 düzeyinde gerçekleşmiştir. Ayrıca, G. Asya ve Rusya'da yaşanan krizlerin ve Ağustos 1999 depreminin de ekonomiyi olumsuz etkilediği gözlenmiştir. Dönemin bir diğer özelliği, dış borç stoğunun GSYİH içindeki payının gittikçe artan bir seyir izleyerek 1989-1993 döneminde ortalama %35.1 düzeyinden 2001 yılında %74.3 düzeyine yükselmesidir.

Sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi, Türkiye ekonomisinin büyüme ve istikrar dinamiklerini, sermaye giriş ve çıkışlarına bağ (ım)lı hale getirmiştir. Bu bağlamda, 1989-2001 döneminde her büyüme dönemini ciddi bir küçülme ve makroekonomik dengesizliklerin daha da ağırlaştığı bir süreç izlemektedir.⁹ Nitekim bu dönemde, Türkiye ekonomisi ilki 1994'te diğeri ise Kasım 2000 -Şubat 2001 döneminde iki finansal kriz yaşamış ve 2001 yılı itibariyle ekonomi tam anlamıyla çökmüştür.

1989-2001 döneminin önceki iki dönemden farklı olarak ortaya koyduğu makroekonomik yapı, 1990'lı yıllarda tam donanımlı enflasyon hedeflemesini aşamalı olarak adapte eden gelişmekte olan ülkelerin karakteristiklerini sergileyen bir görünüme sahiptir. Bir diğer deyişle Türkiye ekonomisi, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir

⁸ Şükrü Binay ve Kürşat Kunter, Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980-1997, **TCMB Tartışma Tebliği No. 9803**, Aralık 1998, s. 9

⁹ Nurhan Yentürk, "Türkiye Ekonomisi ve Kriz Geleneği", iç. **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul: Bilgi Üniv. Yay., 2003, s. 18

ortamda dışa açık ve küçük bir ekonominin işleyiş sürecine benzer bir yapı ortaya koymaktadır.

Makroekonomik uyum sürecinin geçirdiği temel aşamaların ortak özelliği, devletin temel politika tercihleriyle belirli biçimlerde ekonomiye müdahale ederek sermaye birikim ve bölüşüm süreçlerinde rol oynadığıdır. Devletin, ilk dönemde Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) ve beş yıllık planlar aracılığıyla, ikinci dönemde ise teşvik sistemi ve ücretlerin bastırılması yoluyla birikim mekanizmalarını denetlediği gözlenmiştir. 1989-2001 dönemi ise sermaye hareketlerinin sunduğu arbitraj olanakları ve kamu açıklarının borçlanmayla finansmanı ile birikim sürecinde spekülasyon davranışlarının hakim olduğu ve devlet ve özel kesimin sermaye birikim sürecinde birbirini tamamlayıcı olduğu bir süreci içermektedir.¹⁰

Bu bağlamda, 2001 sonrası dönem ve tercih edilen iktisat politikaları, devlet destekli sermaye birikim sürecinden özel kesimin öncülüğünde piyasa mekanizmasının işleyiş dinamiklerinin temel alındığı bir birikim sürecine geçiş çerçevesinde değerlendirilmektedir.

Dolayısıyla bu durumun, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliğine ilişkin yapılacak açıklamalar ve stratejinin ne düzeyde talepkar olduğunun anlaşılması açısından hatırdan tutulması gerekliliği vardır.

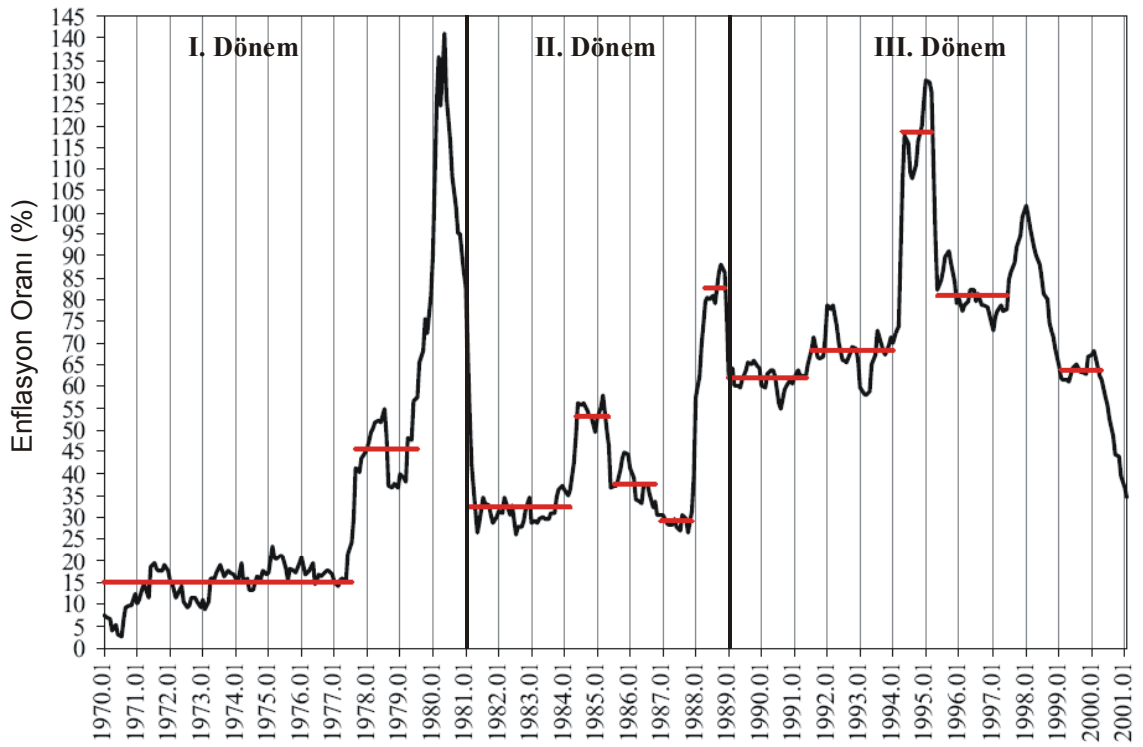
2. Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri

Türkiye ekonomisinin son 30 yıllık makroekonomik uyum sürecinin geçirdiği aşamalar, makroekonomik politika ortamına ilişkin farklı biçimsel olgular ortaya koymaktadır. Bu durumun, fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülebilir büyüme açısından nasıl bir çerçeve sunduğunu ele alabilmek için enflasyon ve büyüme dinamiklerinin incelenmesi gerekmektedir.

1970-2001 dönemi için TÜFE enflasyonunun seyrini ortaya koyan Şekil 19'dan hareketle üç temel gözlem vurgulanabilir: İlk olarak, Türkiye ekonomisinde enflasyon

¹⁰ Yeldan, s. 55

oranının, makroekonomik uyum sürecine karşılık gelen ilk iki dönemin sonları itibariyle (1980 ve 1989) ciddi bir sıçrama gerçekleştirdiği gözlenmektedir. Buna bağlı ve ikinci olarak, her dönemin sonunda enflasyon ortalama olarak (iki kata yakın) daha yüksek bir platoya yerleşmiş ve üçüncü dönem itibariyle ortalama olarak en yüksek değerlere ulaşarak kronik hale gelmiştir. Süreç içerisinde enflasyon farklı platolara sıçramış ve söz konusu platolarda kalmakta farklı ısrar (persistence) dereceleri göstermiş olsa da hiper enflasyonun hiçbir biçimde yaşanmaması ise üçüncü gözlemi ortaya koymaktadır.



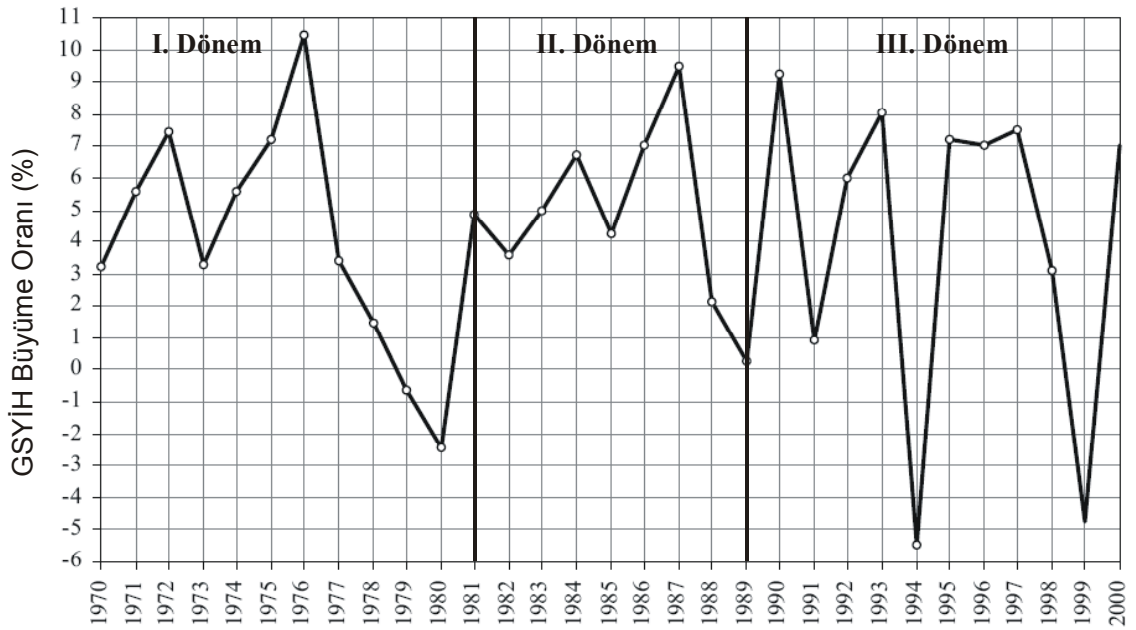
Şekil 19. TÜFE Enflasyonunun Seyri (1970-Şubat 2001, %)

Kaynak: Sel Dibooglu and A.Kibritçioglu, "Inflation, Output Growth and Stabilization in Turkey, 1980-2002", *Journal of Economics and Business*, vol.56 Issue 1 January- February 2004, p.45'ten yararlanarak düzenlenmiştir.

Benzer şekilde 1970-2000 dönemi için reel GSYİH büyüme oranının seyrini veren Şekil 20'den hareketle üç temel gözlem vurgulanabilir: İlk olarak, Türkiye ekonomisinde büyüme oranının, aynı enflasyon oranında olduğu gibi, makroekonomik uyum sürecine karşılık gelen her üç dönemin sonları itibariyle ciddi bir biçimde düştüğü ve ekonominin küçüldüğü gözlenmiştir. İkinci olarak, her üç dönem itibariyle de

büyüme oranındaki ciddi düşüşleri ertesini dönem yüksek büyüme oranları takip etmiş bir diğer deyişle ekonomi kriz sürecinden hızlı çıkan bir karakter sergilemiştir.

Buna bağlı olarak üçüncü gözlem ise büyüme oranının önemli dalgalanmalar gösterdiğini ve özellikle üçüncü dönemde dalgalanmaların daha sık ve daha büyük gerçekleştiğini ve dolayısıyla büyüme oranında (ve üretimde) ciddi istikrarsızlıklar yaşandığını ortaya koymaktadır. Bir diğer deyişle 1989-2001 döneminde Türkiye ekonomisinin büyüme –kriz-istikrar (sızlık) arasında gidip geldiği gözlenmiştir.¹¹



Şekil 20. Reel GSYİH Büyüme Oranının Seyri (1970-2000, %)

Kaynak: Sel Diboğlu and A.Kibritçiöğlu, "Inflation, Output Growth and Stabilization in Turkey, 1980-2002", *Journal of Economics and Business*, vol.56 Issue 1 January- February 2004, p.46'dan yararlanarak düzenlenmiştir

Tablo 24 son 30 yıllık dönem itibariyle enflasyon ve reel GSYİH büyüme oranında gözlenen ortalama değerleri ve dalgalanmanın büyüklüğünü ortaya koymaktadır. Buna göre, 1970-1979 döneminde ortalama olarak enflasyon %24,

¹¹ A. Suut Doğruel ve Fatma Doğruel, "Türkiye'de Büyüme ve Makroekonomik İstikrar", iç. **İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, (Der. A. H. Köse, F. Şensesve E. Yeldan), İstanbul:İletişim Yay., 2003, s. 418 ve Yeldan, s. 31

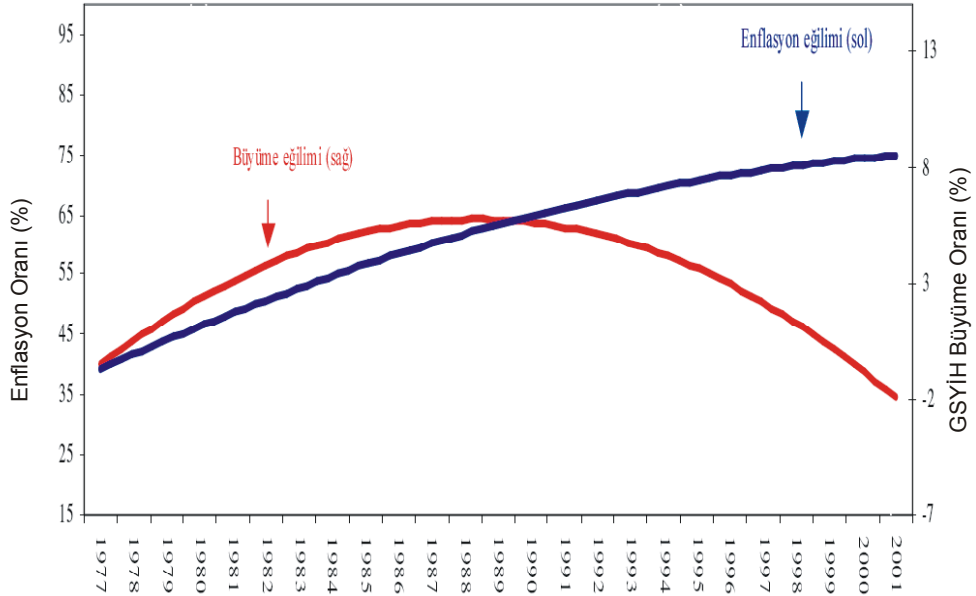
büyüme hızı %4.8 iken, 1990-2001 döneminde ortalama enflasyon %75'e çıkmış büyüme hızı ise %3.2'ye gerilemiştir. Ayrıca büyüme istikrarsızlığını ortaya koyan dönem standart sapması %3.2'den %5.9'a çıkmıştır.

Tablo 24. Enflasyon Dinamikleri

| | 1970-1979 | 1980-1989 | 1990-2001 |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|
| GSYİH Büyümesi | | | |
| Ortalama | 4,8 | 4,0 | 3,2 |
| Std. Sapma | 3,2 | 3,5 | 5,9 |
| Tüketici Fiyatları | | | |
| Ortalama | 24,1 | 49,6 | 74,8 |
| Std. Sapma | 15,7 | 26,7 | 21,9 |

Kaynak: Süreyya Serdengeçti, Fiyat İstikrarı, 28.11.2002,s.21(www.tcmb.gov.tr)

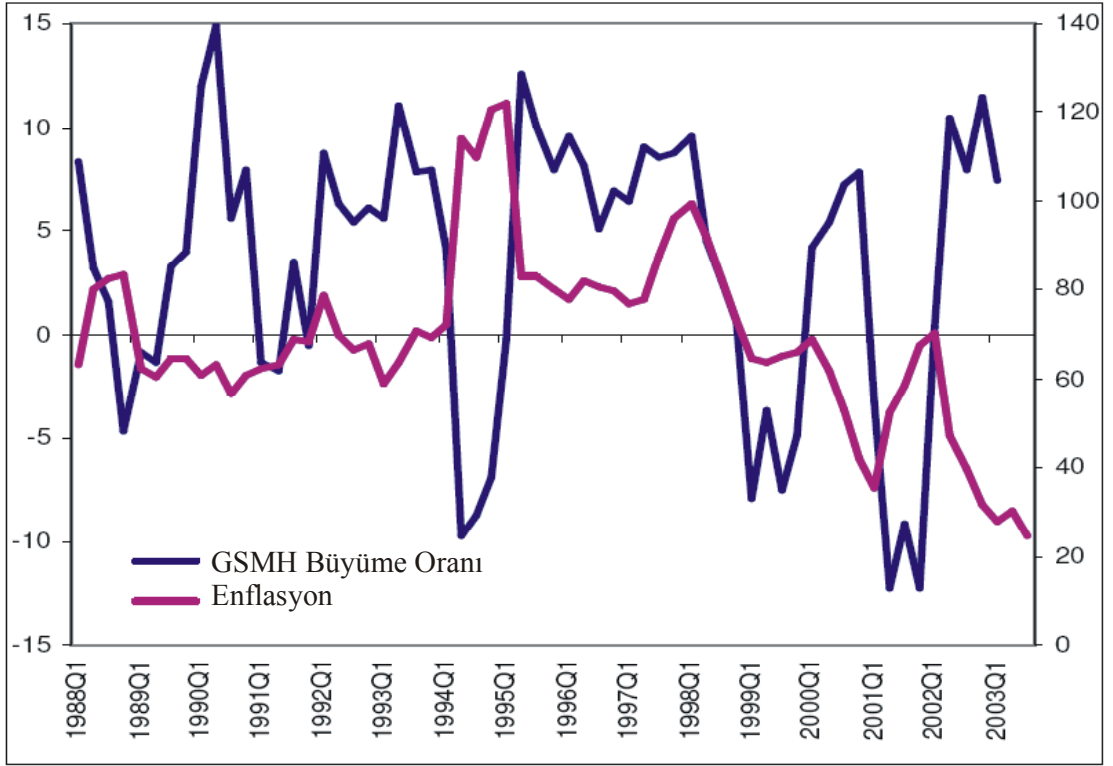
Her iki değişken bir arada ele alındığında 1977-2001 dönemi için enflasyonun gittikçe artan bir eğilime sahip olduğu buna mukabil büyüme oranının ise özellikle 1989-1990 yıllarından itibaren gittikçe azalan bir seyir izlediği gözlenmektedir (Şekil 21).



Şekil 21. Enflasyon ve Büyüme Eğilimleri (1977-2001)

Kaynak: TCMB, Ekonomik Görünüm, Nisan 2005, s.16

Makroekonomik uyum sürecinin üçüncü aşamasına karşılık gelen 1989-2001 dönemi, enflasyonun daha yüksek bir platoya oturduğu ve kronik bir yapıya büründüğünü buna mukabil büyüme oranının istikrarsız bir seyir sergilediğini ortaya koymaktadır. Nitekim 1988-2003 dönemi itibariyle enflasyon ve büyüme oranı arasında negatif bir ilişkinin olduğu ve ilişkinin gittikçe belirgin hale geldiği görülmektedir.¹² Negatif ilişki özellikle 1994 ve 2000-2001 krizlerinde daha açık bir biçimde kendini göstermektedir (Şekil 22).



Şekil 22. Enflasyon ve Büyüme İlişkisi (1988-2003)

Kaynak: Süreyya Serdengeçti, ODTÜ Ekonomi Konferansı Açılış Konuşması, 06.09.2003, Ankara, s.6

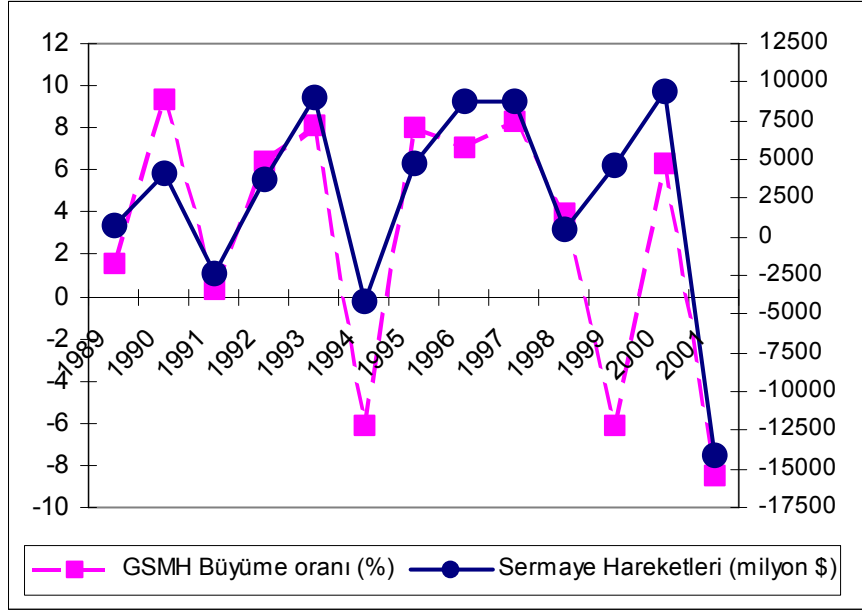
¹² Kamil Yılmaz, O. Cevdet Akçay ve C. Emre Alper, **Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri Işığında Türkiye Analizi**, TÜSİAD Yayın No. 2002-12, 2002, s. 46 ve Süreyya Serdengeçti, **ODTÜ Ekonomi Konferansı Açılış Konuşması**, Ankara, 06. 09. 2003, s. 6

Bu veriler ışığında, Türkiye ekonomisinde yüksek ve kronik enflasyonun hakim olduğu makroekonomik politika ortamı sürdürülebilir bir büyüme oranının gerçekleştirilmesini mümkün kılmamaktadır. Makroekonomik istikrarın tesis edilememesi ve enflasyonist ortam reel sektörde ve finansal kesimde istikrarsızlık tohumları ekmekte ve büyüme sürecinin krizler ile kesilmesini beraberinde getirerek önemli üretim-istihdam kayıplarına yol açmaktadır.

Esas olarak enflasyonist süreç ve büyümede yaşanan istikrarsızlıklar makroekonomik uyum süreci dahilinde politika ortamında meydana gelen değişmelere bağlı olarak açıklanmaktadır. Bu bağlamda Türkiye ekonomisinin dışa açık bir ekonomi haline geldiği 1989 sonrası döneme ait seçilmiş göstergeler Tablo 25’te bir araya getirilmek suretiyle politika ortamına ilişkin biçimsel olgular ve istikrarsızlığın kökenleri üç temel unsura bağlı olarak ele alınabilir:

İlk olarak, 1989 sonrası dönemde Türkiye ekonomisinin büyüme dinamikleri sermaye giriş ve çıkışları tarafından belirlenmektedir. Tablo 25 verilerinden elde edilen Şekil 23 birbirini takip eden büyüme-küçülme dönemleriyle sermaye hareketlerinin özellikle “sıcak” unsurlarındaki giriş ve çıkışlar arasındaki yakın ilişkiyi ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, sermaye giriş ve çıkışlarının serbest olduğu bir ekonomi sermaye girişlerini uyarmak için reel faiz haddini TL’nin yabancı paralar karşısındaki değer kaybı üzerinde tutmak karşısında TL’nin değer kazanması sonucu cari işlemler dengesinin bozulması ve rekabet gücünün kaybolması ikilemine maruz kalmaktadır. Buna bağlı olarak, sermaye girişleri, bir yandan dış tasarruf olarak kamu açıklarının finansmanını sağlamakta diğer yandan tüketim ve ithalat hacmini genişletmektedir.¹³

¹³ Yentürk, s. 18-19

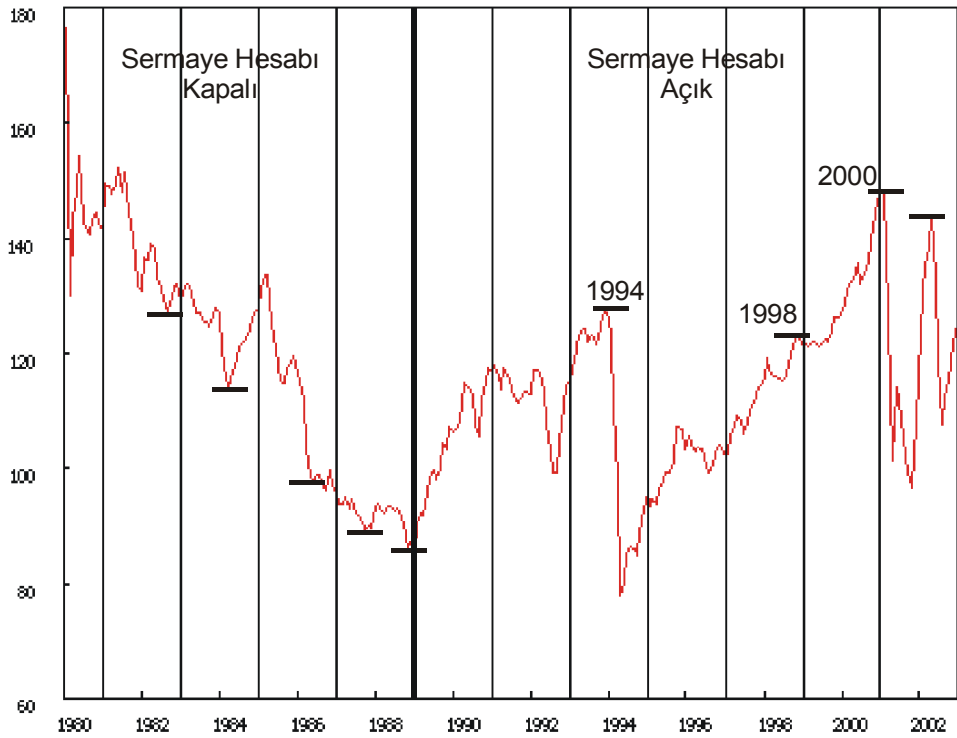


Şekil 23. Sermaye Hareketleri ve Büyüme Oranı (1989-2001)

Kaynak: Tablo 25'in verilerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

Tablo 25.

Burada diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerinde olduğu gibi fiyat istikrarının sağlanması açısından Türkiye ekonomisi için de önemli olan döviz kuru değişkeni ile büyüme ve kriz dinamikleri arasındaki bağın da belirtilmesi gerekmektedir. Esas olarak TL'nin değer kazanmaya başladığı dönemlerde ekonominin büyüme sürecine girdiği (1992-1993, 1995-1998) buna mukabil TL aşırı değerli hale geldikçe büyüme sürecinin bir krizle kesildiği ve yüksek oranlı bir devalüasyonun gerçekleştiği (1994, 2001 gibi) gözlenmektedir (Şekil 24).



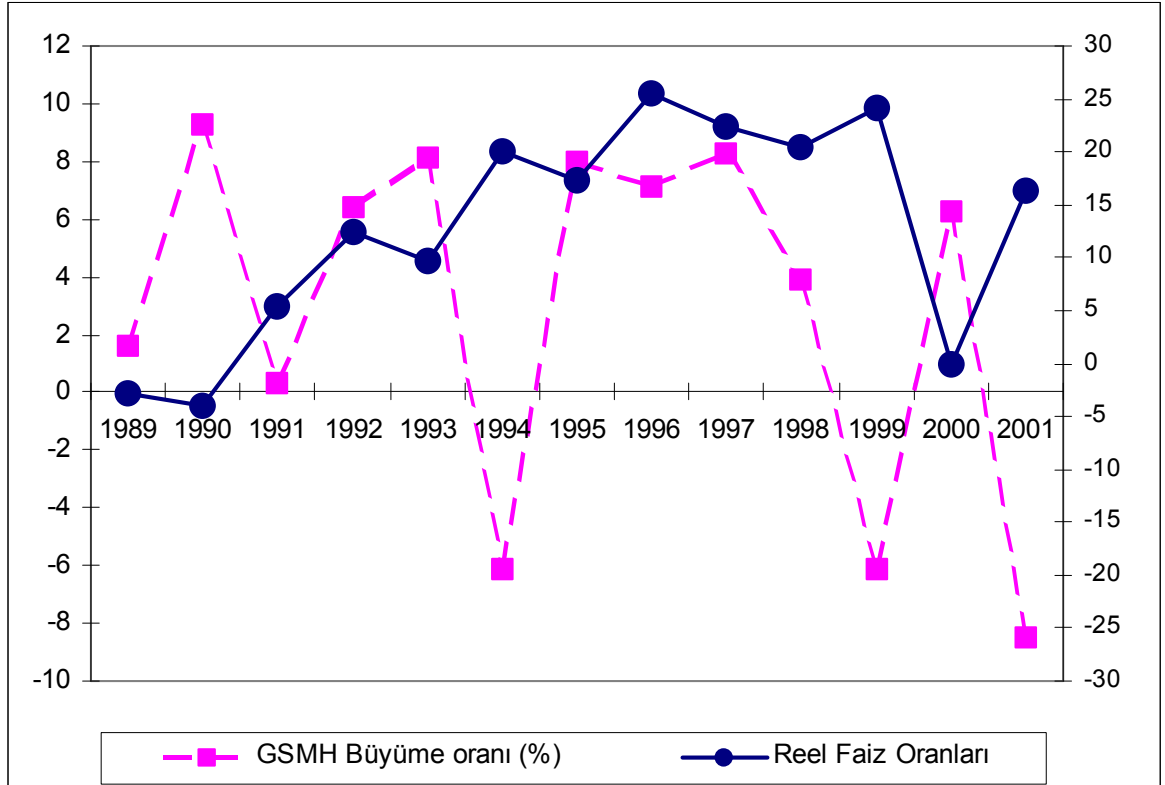
Şekil 24. TÜFE Bazlı Reel Efektif Kur Endeksi (1995=100)

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden alınarak düzenlenmiştir.(tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html)

Öte yandan TL'nin değer kazanması itibariyle 1970'li yıllar ile 1989 sonrası dönemin büyüme dinamikleri açısından farklı olduğunun vurgulanması gerekmektedir. 1970'li yıllarda TL'nin değer kazanması genişleyici para, faiz ve döviz politikaları→büyüme ve cari açık →cari açığı destekleyecek sermaye girişleri ve dış borçlanma şeklinde gerçekleşmekte ve politikalar ulusal düzlemde belirlenmektedir. Ancak 1989 sonrası dönemde politikalar ve büyüme sürecinin doğrudan sermaye

girişleri→büyüme→cari açık şeklinde gerçekleştiği ve sermaye hareketlerinin büyüme dinamiklerinin temel belirleyicisi haline geldiği gözlenmektedir.¹⁴

Büyüme sürecinde gözlenen istikrarsızlıkların arkasında yatan ikinci unsur, enflasyonist ortamda belirsizlik ve riskin bir göstergesi olarak reel faiz oranlarıyla büyüme arasındaki ilişkidir. Tablo 25 verilerinden elde edilen Şekil 25 büyüme ile reel faiz oranları arasında güçlü bir negatif ilişkinin varlığını ortaya koymaktadır. Bunun yanında, 1990'lı yıllar boyunca reel faizlerin ekonominin büyüme oranının çok üzerinde seyrettiği gözlenmektedir (Şekil 25).¹⁵



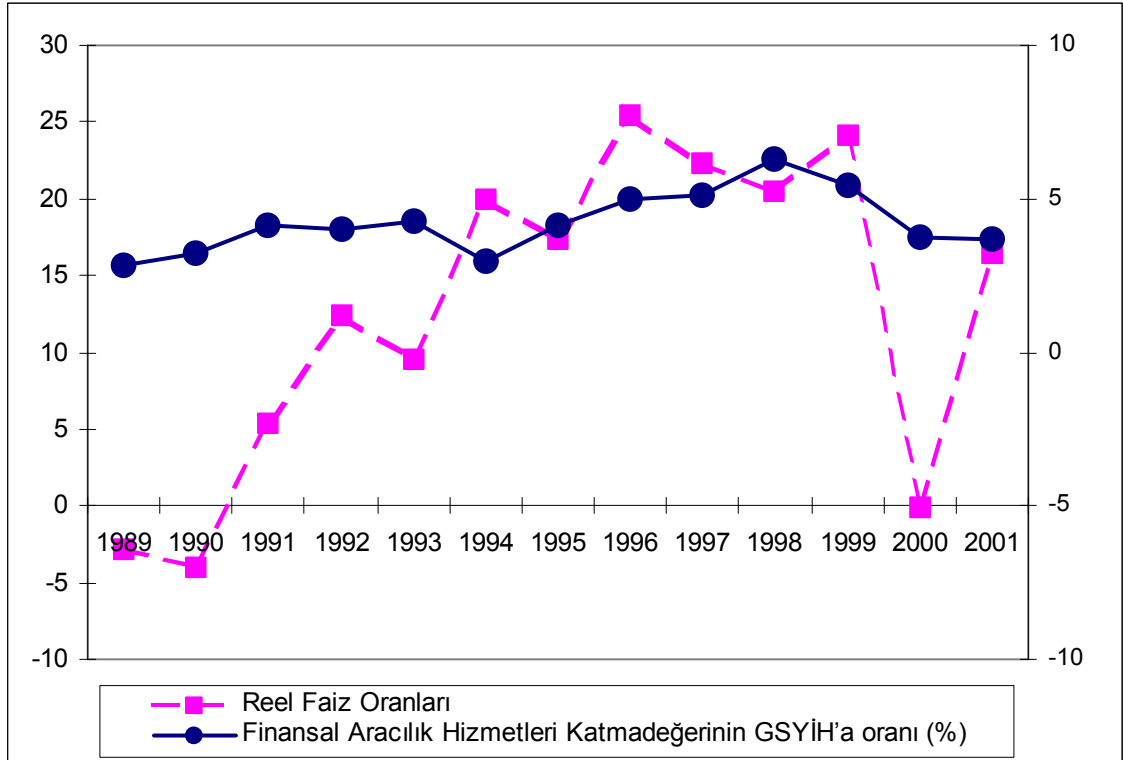
Şekil 25. Reel Faiz ve Büyüme Oranı (1989-2001)

Kaynak: Tablo 25'in verilerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

¹⁴ Yeldan, s. 34

¹⁵ Ercan Uygur, "Enflasyonun Dinamiği ve İstikrar", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:211, Ekim 2003, s. 56

Ayrıca, enflasyonist ortam ve yüksek reel faizlerin varlığı, sermayenin büyümenin ihtiyaç duyduğu yatırımlara tahsis edilmesi yerine finansal enstrümanlara yönelmesini beraberinde getirmekte ve enflasyon finansal sektörde bir şişkinlik doğurarak üretkenlik artışını ve büyümeyi sınırlamaktadır. Bu bağlamda Tablo 25 verilerinden elde edilen Şekil 26 finansal aracılık hizmetlerinden elde edilen katma değerın GSYİH içindeki payı ile reel faizler arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. Şekil 25 itibariyle reel hazine faizinin yüksekliğine paralel olarak finansal sektördeki aracılık faaliyetleri katma değerının GSYİH içindeki payının da belirgin bir biçimde yükseldiği gözlenmektedir.



Şekil 26. Enflasyon ile FAH/GSYİH ilişkisi (1989-2001)

Kaynak: Tablo 25'in verilerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

Bu durum, makroekonomik istikrarın sağlanması ve sürdürülebilir büyüme için reel faizlerin düşmesi ile banka-finans kesiminde kriz yaşanması arasında bir açmazda da neden olmaktadır. Nitekim, reel faizlerin 2000 yılında önemli ölçüde düşmesiyle finansal aracılık hizmetlerinden elde edilen katma değerın GSYİH içindeki payı da

düşmüş ve ardından Kasım 2000-Şubat 2001 dönemi bir bankacılık krizini beraberinde getirmiştir.¹⁶

Esas olarak, reel faizlerin büyümedeki istikrarsızlıklar ile yakın ilişki içinde olması reel faizlerin yüksek olmasının kökeninde enflasyonun olduğu ve enflasyonun düşmesine paralel olarak reel faizlerin de düşeceği yönündeki bekleyişin geçerli olmayabileceğini ima etmektedir.¹⁷ Bu anlamda reel faizlerin yüksekliğinin temeline inebilmek için, 1980’li yıllarda başlayan finansal liberalizasyon süreci ile enflasyon ve büyüme dinamikleri arasındaki ilişkinin ele alınması gerekmektedir.

Bu amaçla Tablo 26 1990-1999 dönemi için finansal liberalizasyon sürecinin temel göstergelerini bir araya getirmektedir. Tablo 26’den yapılacak ilk gözlem finansal liberalizasyon sürecinin finansal enstrümanlar açısından çeşitlenmediği ve menkul kıymet ihraçları içerisinde devlet tahvili ve hazine bonosunun ağırlıkta olduğudur. Nitekim, 1990 yılında GSMH’nin %6.5’ine karşılık gelen menkul kıymet ihraçları 1999 yılı itibariyle GSMH’nin %39.8’ine yükselmiş ve bu oran içinde devlet iç borçlanma senetlerinin (DİBS) payı %38.7’ye ulaşmış özel kesim hisse senedi ihraçları ise dönem içerisinde en yüksek değer olarak 1993 yılında %3.8 şeklinde gerçekleşmiştir.

Aynı şekilde DİBS’nin toplam finansal varlıklar içindeki payı 1990 yılında %20 düzeyinden 1999 yılında %69’a çıkmıştır. Bunun yanında finansal liberalizasyon sürecinde finansal aracılık hizmetlerindeki artışa paralel olarak finansal sektörde bir büyüme doğmasına rağmen söz konusu büyüme sektörün derinleşerek reel iktisadi faaliyetlerin finansmanını sağladığı anlamına gelmemektedir. Nitekim 1990’lı yıllarda menkul kıymet ihracı yoluyla sağlanan finansmanın %90’ı aşan kısmının kamu kesimine aktarıldığı ve bankacılık kesimi kredi hacminde yatırımlara aktarılacak bir genişlemenin gerçekleşmediği gözlenmektedir.¹⁸

¹⁶ Ercan Uygur, “Finansal Şişkinlik, Riskler ve Düzeltme Gereği: Makroekonomik Yansımalar”, **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:202, Ocak 2003, s. 59

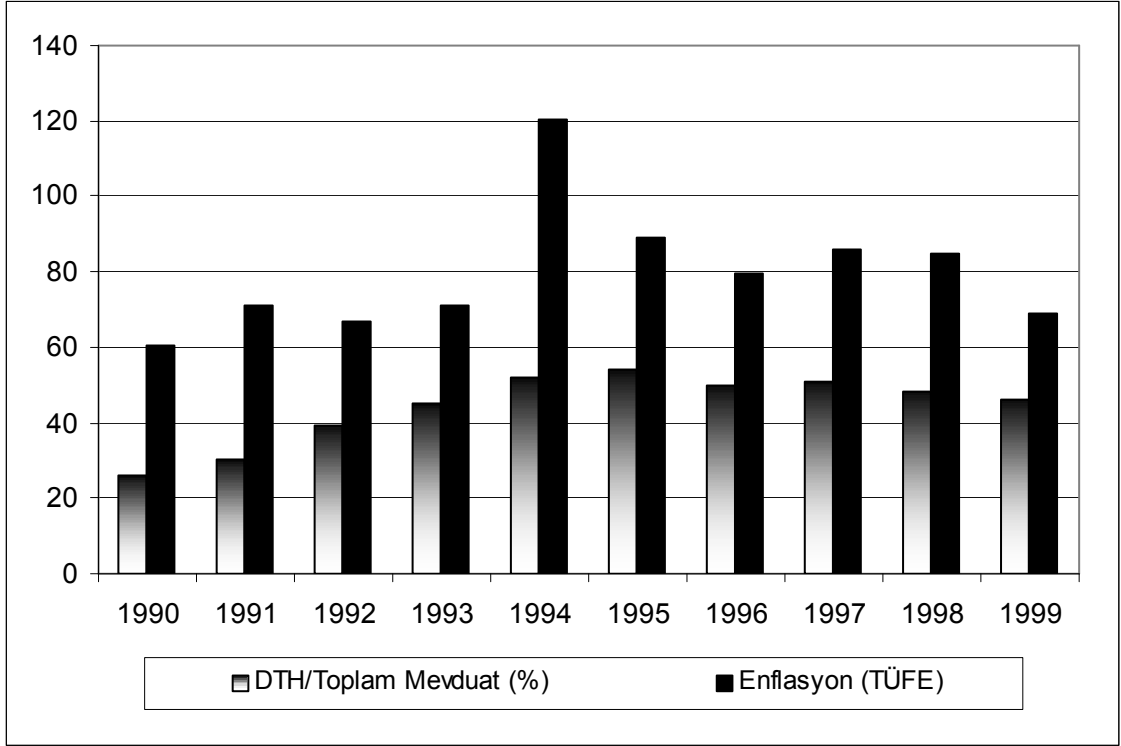
¹⁷ Uygur, “Enflasyonun Dinamiği ve İstikrar”, s. 59

¹⁸ Yeldan, s. 133 ve Uygur, “Finansal Şişkinlik, Riskler....”, s. 56

Tablo 26 verilerinden elde edilen Şekil 27 toplam mevduat içerisinde döviz tevdiat hesaplarının payının 1990'lı yıllar boyunca artan enflasyon oranlarına paralel olarak yükseldiğini ortaya koymaktadır. Bir diğer deyişle yüksek ve kronik enflasyon ortamı iktisadi ajanların TL yerine döviz ikame etmelerini ve dolarizasyon olgusunu beraberinde getirmiştir.¹⁹ Nitekim, TL cinsinden parasal büyüklüklerin toplamı olan M2'nin GSMH içindeki payı ortalama %20'ler düzeyinde seyrederken M2'ye döviz tevdiat hesaplarının eklenmesiyle elde edilen M2Y'nin GSMH içindeki payı 1999 yılında %51.3 düzeyine ulaşmıştır.

¹⁹ Mohsen Bahmani-Oskooe and İ. Domaç, "On the Link Between Dollarisation and Inflation: Evidence from Turkey", **Comparative Economic Studies**, Vol. 45 No. 3, September 2003, p. 326

Tablo 26

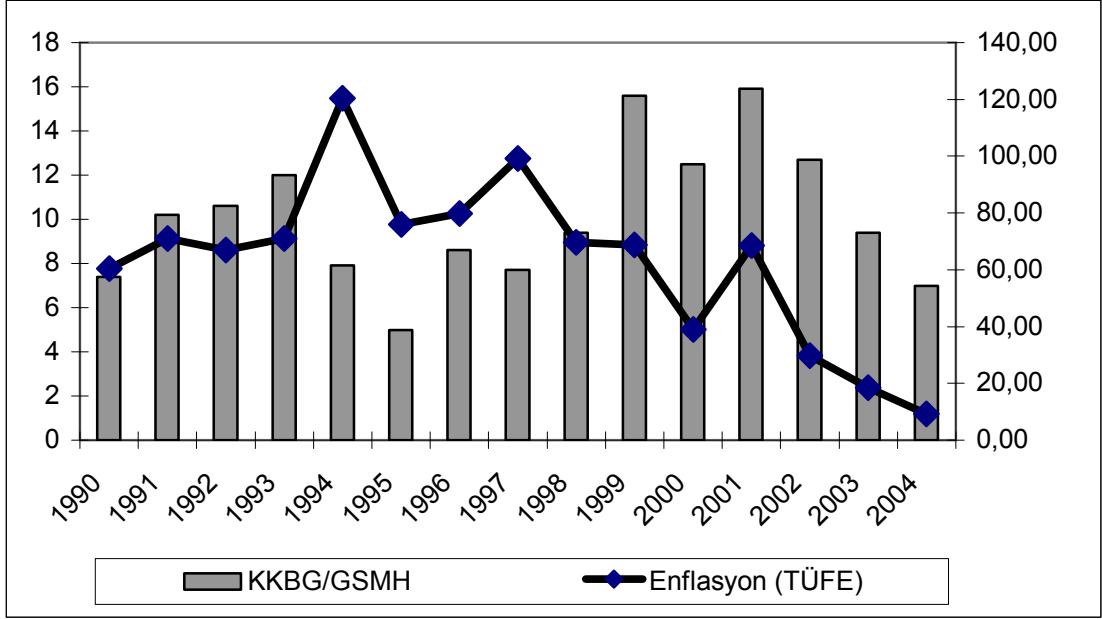


Şekil 27. Para İkamesi (1990-1999)

Kaynak: Tablo 26'nın verilerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

Reel faizler büyümedeki istikrarsızlığın hem bir göstergesi hem bir sonucu olmanın yanında, finansal liberalizasyon sürecinin DİBS'ne dayalı olması ve dolarizasyon olgusu dahilinde, politika ortamında yaşanan istikrarsızlıkların üçüncü nedeni olarak yüksek kamu açıkları ve borçlanma gereğine işaret etmektedir.²⁰ Bu çerçevede Şekil 28 kamu kesimi borçlanma gereğinin (KKBG) GSMH içindeki payı ile enflasyon oranları arasındaki ilişkiyi gözler önüne sermektedir.

²⁰ Ercan Uygur, "Türkiye Ekonomisinde İstikrar:Bugünü ve Yarını", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:205, Nisan 2003, s. 20



Şekil 28. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (%GSMH) ve Enflasyon Oranı

Kaynak: Tablo 25, 33 ve 35'in verilerinden yararlanarak hazırlanmıştır.

Şekil 28 esas olarak kamu açıkları ile enflasyon arasında aynı yönde bir ilişki kurmanın mümkün olmadığını bir diğer deyişle kamu açıkları ile enflasyon arasındaki ilişkinin koptuğunu ortaya koymaktadır. Bu durumun Türkiye ekonomisinde gerek enflasyonist sürecin açıklanması gerekse enflasyonla mücadele edilmesinde farklı teşhis ve politika tercihlerini beraberinde getirdiği gözlenmiştir.

Buradan hareketle enflasyon hedeflemesini sağlıklı bir temele oturtmak ve enflasyon ve büyüme dinamiklerinin doğasını daha iyi anlayabilmek için, enflasyon, kamu açığı ve büyüme ile politika tercihleri arasındaki ilişkilerin açıklığa kavuşturulması gerekmektedir.

3. Politika Tercihleri ve Enflasyonist Süreç

Türkiye ekonomisinde makroekonomik politika ortamında gözlenen istikrarsızlıkların kökeninde yer alan faktörlerin, makroekonomik uyum sürecinin geçirdiği aşamalara bağlı olarak enflasyon ve büyüme dinamiklerinin doğasını değiştirdiği gözlenmiştir. Bunun yanında söz konusu dinamiklerin doğasına bağlı olarak

ne gibi politika tercihlerinin yapıldığını ortaya koymak, hem enflasyonist sürecin temel karakteristiklerini tanımlamak hem de istikrar ve büyüme amaçlarına yönelik olarak uygulanan -ve daha sonra incelenecek olan- hedefleme stratejilerinin seçiminin hangi temellere dayandığını göstermek açısından gereklilik arz etmektedir.

Daha önce ele alındığı üzere, ekonomide fiyat düzeyinin nasıl belirlendiğinin bilinmesi para ve maliye politikası arasındaki karşılıklı ilişkinin yapısı ve doğurduğu sonuçlar açısından önem kazanmaktadır. Bu bağlamda, Türkiye ekonomisinde fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülebilir büyümenin gerçekleştirilmesi ile ilgili olarak yapılan temel tartışma ekonominin hangi tip politika rejimi içinde olduğu bir diğer deyişle para ve maliye politikası açısından hangisinin dominant olduğu çerçevesinde yapılmakta ve enflasyonist sürece ilişkin farklı açıklamalar getirilmektedir.²¹

a. Hoş Olmayan Monetarist Aritmetik-Fiyat Düzeyi Mali Teorisi Tartışmalarının Iskalanması

Türkiye ekonomisinde enflasyon, kamu açığı ve büyüme arasındaki ilişki itibarıyla son 15 yıllık süre içerisinde hakim olan görüşün enflasyonist süreci, enflasyonun parasal bir olgu olduğundan hareketle, bütçe açıklarının para basmak suretiyle finansmanına (monetizasyon) bağlı olarak açıkladığı gözlenmiştir.

Bu bağlamda, Şekil 28’de KKBG ile enflasyon arasındaki ilişkinin kopmasına bağlı olarak bütçe açığından parasal genişlemeye ve oradan da enflasyona uzanan ampirik bağlantı istatistiksel olarak anlamlı bulunmamakta ve enflasyonist süreçte bütçe açıklarının önemli bir rol oynamadığı üzerinde durulmaktadır. Bir diğer deyişle, “kamu açığının parasal genişleme ile finansmanı söz konusu olmadıkça borçlanarak finansman enflasyonda bir yükselişe yol açmayacaktır”.²²

²¹ Erdinç Telatar, ”Türkiye’de İktisat Politikası Rejiminin Ampirik Olarak Belirlenmesi”, **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı: 198, Eylül 2002, s. 69

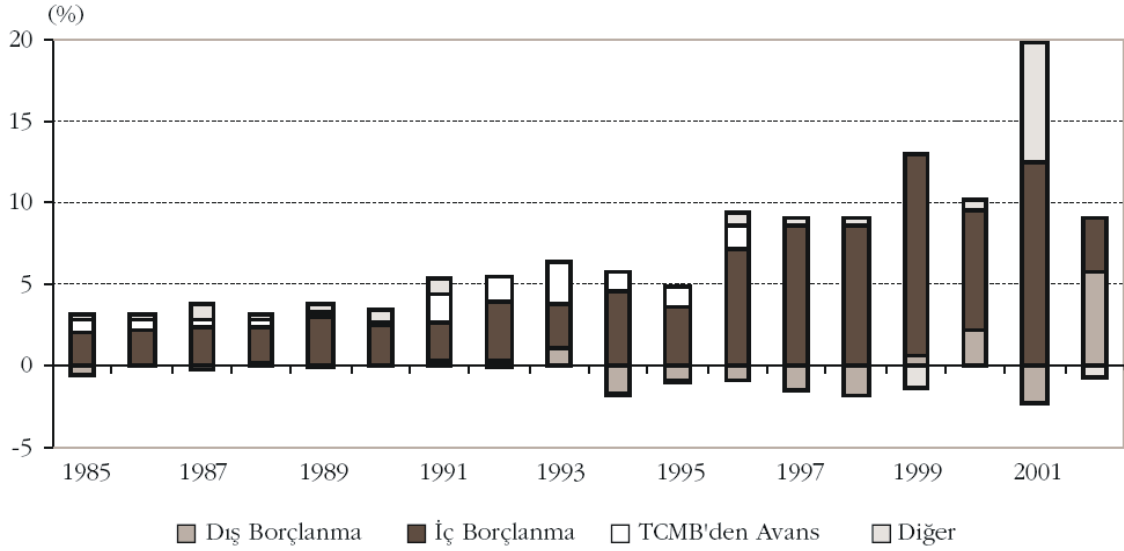
²² Yılmaz vd., s. 44, Ercan Uygur, “Enflasyon, Para ve Mali Baskı:İktisat Politikasında Geri Kalmışlık”, **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:189, Aralık 2001, s. 8 ve Emin Öztürk, “Türkiye’de Son Dönemde Para Politikası Tartışmaları”, **TCMB Tartışma Tebliği** No. 9206, Ağustos 1992, s. 8

Hakim görüşe bağlı olarak, politika yapıcıların kamu açıklarının finansmanını iç borçlanma yoluyla sağladığı ve TCMB'nin 1990'lı yıllarda parasal hedefleme stratejisi uyguladığı gözlenmiştir. Öte yandan, 1994 yılında yaşanan krizin de etkisiyle Hazine ile TCMB arasında Temmuz 1997'de yapılan bir protokolle Hazine'nin TCMB'den kullanacağı avans miktarının önce sınırlandırılarak avans kullanımının TCMB'nin para programına uygun bir biçimde gerçekleştirilmesi öngörülmüş ve söz konusu miktarın süreç içerisinde sıfırlanması öngörülmüştür.

Hakim görüşün etkilerini konsolide bütçe açığının finansman kaynaklarını ortaya koyan Şekil 29 itibariyle de görmek mümkündür. Bu anlamda bütçe açığının finansmanında TCMB'den avans kullanımının gittikçe azaldığı ve iç borçlanma ile finansmanın özellikle 1990'lı yılların ortasından itibaren ağırlık kazandığı gözlenmektedir. Öte yandan Tablo 26'da ortaya konan senyoraj/GSMH oranı ve iç borç/GSMH oranına ait veriler, enflasyonist finansman yerine iç borçlanma ile finansman tercihinin ağırlık kazandığını ortaya koymaktadır.²³ Açıktır ki kamunun senyoraj yoluyla kaynak yaratamamasında 1990'lı yılların getirmiş olduğu dolarizasyon olgusunun da payı büyüktür.²⁴

²³ Yılmaz vd., s. 45

²⁴ Faruk Selçuk, "Seignorage-Currency Substitution and Inflation in Turkey", iç. **Inflation and Disinflation in Turkey**, (Eds. A. Kibritçioğlu, L. Rittenberg and F. Selçuk), United Kingdom: Ashgate Pub., 2002, p. 164



Şekil 29. Konsolide Bütçe Açığının Finansman Kaynakları (% , GSMH)

Kaynak: Kamil Yılmaz, O. Cevdet Akçay ve C. Emre Alper, *Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri Gelişmekte Olan Ülke deneyimleri Işığında Türkiye Analizi*, TÜSİAD Yayın No.2002-12, 2002, s.188

Buna mukabil, 1980 öncesi dönemde enflasyonun temel nedeni olarak petrol şokları ve KİT'lerin bütçe açıklarının monetizasyon yoluyla kapatılması gösterilmekle birlikte, 1989 sonrası enflasyon ve büyüme dinamiklerinin açıklanması hakim görüş karşısında geliştirilen yaklaşımlara bağlı olarak yapılmaktadır. Zira, Şekil 28 kamu açıklarının finansman yöntemi değişmesine rağmen KKBG'nin yükseldiğini ve enflasyon oranlarının hala yüksek ve kronik yapısını koruduğunu ortaya koymaktadır. Bir diğer deyişle Türkiye ekonomisinin 1980'li yıllardan 1990'lı yıllara uzanan süreçte hoş olmayan monetarist aritmetik yolunda ilerlediği gözlenirken politika yapımcıların para programları çerçevesinde parasal hedefleme uyguladığına tanık olunmuştur.²⁵

Hakim görüş karşısında geliştirilen yaklaşımlar, enflasyonist sürecin kökeninde bütçe açıklarının yattığı ve açığın finansman yönetimi değişmiş ve monetizasyon

²⁵ Uygur, " Enflasyon, Para ve Mali Baskı.... ", s. 11 ve Cem M. Baydur ve B. Süslü, "Sargent ve Wallace Açısından Para Politikasına Bakış: Sıkı Para Politikası Enflasyonu Engellemez, TCMB'nin Para Politikasının 1989-2002 Yılları İçin Değerlendirilmesi", *Gazi Üniv. İ. İ. B. F. Dergisi* Cilt 5 Sayı 2, Güz 2003, s. 73. Bu bağlamda Uygur, gerek akademik düzeyde gerekse politika uygulaması açısından dünya deneyimlerinin takip edilmemesini "iktisat politikasında geri kalmışlık" olarak tanımlamaktadır.

ortadan kalkmış olsa bile bütçe açığı ile enflasyon ilişkisinin sürdüğünü ortaya koymaktadır. Bu anlamda sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi temelinde kamu açığı, enflasyonist sürecin gösterdiği atalet (inertia) dinamiğine bağlı olarak kendi kendini yeniden üreten bir yapıya bürünmesi itibariyle açıklanmaktadır.²⁶

TCMB, kamu açıklarının TCMB kaynakları ile finansmanı söz konusu olmasa bile enflasyonist sürecin devam etmesini iki faktöre bağlı olarak değerlendirmektedir. İlk olarak, yıllar süren yüksek ve kronik enflasyon sürecinde yaşayan ve enflasyonla mücadele programlarının sık ilan edilip yarıda kesildiği ya da başarısız olduğu bir ortamda iktisadi ajanlar kendilerini enflasyondan koruyabilmek amacıyla gelecek döneme ilişkin kararlarını geçmiş enflasyona endeksleyerek almakta ve geçmiş dönemin enflasyonu geleceğe taşınmaktadır.

Buna bağlı olarak, enflasyonist sürecin getirdiği risk ve belirsizliklerden kaçınmak için sözleşmeler, fiyatlama kararları ve tasarruflar döviz cinsinden ya da dövize endekli yapılmakta ve böylelikle döviz kurundaki değişimler enflasyonun önemli bir belirleyicisi konumuna gelmektedir.

İkinci olarak, artan kamu açıkları ve borç stoğu dış kaynağın sınırlı olduğu ve doğrudan finansmanın kullanılmadığı bir ortamda iç borçlanma ile finansmanı zorunlu kılmakta ve iktisadi ajanların bekleyişleri borç stoğu/GSMH oranına duyarlı hale gelmektedir. Dolayısıyla kamu açığının sürdürülebilirliğine ilişkin bekleyişlerin olumsuzlaşması, enflasyon bekleyişlerinin de artmasını beraberinde getirmektedir.²⁷

Bu yapı daha önce ele alınan Fiyat Düzeyi Mali Teorisi (FTPL) dahilinde mali baskınlığın olduğu bir politika ortamına karşılık gelmekte ve enflasyonun mali otoritenin davranışlarına bağlı olarak belirlendiğinden hareketle para politikasının maliye politikası güdümü altında olduğunu ortaya koymaktadır. Bir diğer deyişle

²⁶ O. Cevdet Akçay, C. E. Alper and S. Özmucur, "Budget Deficit, Money Supply and Inflation: Evidence from Low and High Frequency Data For Turkey", **Bogaziçi University SBE Discussion Papers** No. 97-10, 1997, p. 12 ve C. E. Alper and M. Üçer, "Some Observations on Turkish Inflation: A "Random Walk" Down the Past Decade", **Boğaziçi Journal**, Vol. 12 No. 1, 1998, p. 17

²⁷ TCMB, "Enflasyon Sürecinin Temel Özellikleri, Ocak Ayı Enflasyonu ve İleriye Yönelik Bekleyişler", **Basın Duyurusu**, 06. 02. 2002, s. 3(www.tcmb.gov.tr, Erişim:07. 02. 2002)

Türkiye ekonomisinde para politikası tek başına enflasyonun düşürülmesi için yeterli olmamakta ve maliye politikası ile koordinasyona ihtiyaç duymaktadır.

Hakim görüş çerçevesinde bütçe açıkları ile enflasyon arasında anlamlı bir ilişkinin bulunamaması ancak enflasyonun da belirgin bir atalet dinamiği göstermesi, politika tercihinin enflasyondaki ataletin kırılabilmesi amacıyla 1999 yılında döviz kuru hedefleme stratejisi lehine yapılmasını beraberinde getirmiştir.²⁸ Ancak bu tercihin de hoş olmayan monetarist aritmetiğe benzer biçimde 1990'lı yıllarda gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde yaşanan finansal krizleri ve FTPL'nin ortaya koyduğu çerçeveyi dikkate almadığı açık bir biçimde ortadadır.

Bu durum, Türkiye ekonomisinde enflasyonla mücadele amacıyla yapılan politika tercihlerinin, literatürde meydana gelen gelişmeler ve dünya ekonomisinde yaşanan deneyimler ışığında politika ortamının gösterdiği dinamikleri dikkate almaması nedeniyle başarısız olduğunu ortaya koymaktadır.

b. Enflasyonist Sürecin Temel Belirleyicileri

Türkiye ekonomisinde enflasyonist süreç, yukarıda çerçevesi çizilen politika tercihleri ile beraber ele alındığında, belirli bir nedenden ziyade, birbirinden bağımsız düşünülemeyecek faktörler kümesinin oluşturduğu bir makroekonomik yapıya bağlı olarak gelişmiştir.

1970'li yıllardan bu yana süregelen yüksek ve kronik enflasyon oranlarının nedenleri aşağıda sıralanan 10 faktöre bağlı olarak ele alınmaktadır.²⁹

- Yüksek bütçe açıkları
- Bütçe açıklarının monetizasyonu

²⁸ Cem Akyürek, "An Empirical Analysis Inflation in Post-Liberalization in Turkey", **Yapı Kredi Economic Review**, vol 10 No. 2, December 1999, p. 44 ve Nazım K. Ekinçi, "Kamu Açıkları ve Para Politikası", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Cilt 26 No. 3-4, 2000, s. 557

²⁹ Aykut Kibritçioğlu, "Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation", iç. **Inflation and Disinflation in Turkey**, pp. 43-44

- Hükümetler tarafından girilen, örneğin Güneydoğu Anadolu Projesi(GAP) gibi, yoğun altyapı yatırımları
- Jeopolitik nedenlere bağlı olarak yapılan yüksek askeri harcamalar
- Genel seçimler öncesinde uygulanan popülist politikaların yol açtığı enflasyonist baskılar ve politik istikrarsızlık
- İktisadi ajanların enflasyon bekleyişlerinde oluşan katılıklar
- Döviz kurunda meydana gelen değişmelerin ithal girdi maliyetlerini artırmasıyla oluşan enflasyonist baskılar
- Dünya petrol fiyatlarında meydana gelen artışlar
- Özel kesim tarafından girdi olarak kullanılan ve kamunun tekel olduğu ürünlerde uygulanan fiyat politikaları
- Sığ finansal piyasalardan yapılan kamu borçlanmalarının yüksek faiz oranlarına neden olarak dışlama etkisi doğurması

Bununla birlikte, gerek daha önce uygulanan para politikası hedefleme tercihlerini gerekse enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliğini doğru temellere oturtabilmek için enflasyonist sürecin “temel” belirleyicileri iki temel politika tercihi ışığında ele alınabilir. İlk politika tercihi, 1986 yılından itibaren kamu açıklarının finansmanında iç borçlanmaya başvurulmasıdır. Bu tercih, değinildiği üzere, mali ve finansal baskınlık dinamiklerinin hakim olduğu bir politika ortamını beraberinde getirmiştir. İkinci politika tercihi ise, 1989 yılından itibaren sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Bu tercih, yüksek ve kronik enflasyon ortamında hem döviz talebini hem de döviz kuru değişmelerinin ekonomi ve enflasyon üzerindeki etkisini artırmıştır.

Bu çerçevede Türkiye ekonomisinde enflasyonist sürecin belirleyicileri dört temel faktöre bağlı olarak değerlendirilebilir:

İlk faktör, yüksek kamu açıkları ve bu açıkların finansman biçimidir. Bu anlamda, enflasyonist süreç mali genişleme davranışları ve KKBG tarafından belirlenmektedir. Esas olarak, kamu açıklarındaki artış iç talebin genişlemesinin yanı sıra, açıkların finansmanında iç borçlanmaya başvurulması sığ finansal piyasaların bulunduğu bir

ortamda faiz oranlarının yükselmesine, vade yapısının kısılmasına ve enflasyonist beklentilerin süreklilik kazanmasına yol açmakta ve yüksek faizler ile yüksek kamu açıkları arasında bir kısır döngü oluşmaktadır.³⁰

İkinci faktör, döviz kuru değişimlerinin enflasyon üzerinde hem doğrudan hem de dolaylı olarak belirleyici etkide bulunmasıdır. Gerek ithal ve ithal ikamesi malların enflasyon sepeti içindeki ağırlıklarının yüksek olması gerekse toplam ithalatın içinde ara malı ve sermaye mallarının önemli paya sahip olması döviz kurunun fiyatlar üzerinde hem doğrudan hem de maliyetler yoluyla dolaylı olarak belirleyici bir rol oynamasını beraberinde getirmiştir. Bu yapı altında döviz kurunda yaşanan istikrarsızlık ve devalüasyonların hem enflasyonist etkiler doğurduğu hem de üretimde daraltıcı etkiler yarattığı görülmektedir.³¹

Buna bağlı olarak, enflasyonist sürecin getirdiği risk ve belirsizliklerden kaçınmak için sözleşmeler, fiyatlama kararları ve tasarrufların döviz cinsinden ya da dövize endeksli yapılması da döviz kurundaki değişimlerin enflasyonun önemli bir belirleyicisi konumuna gelmesine katkıda bulunmaktadır. Enflasyon belirsizliği altında iktisadi ajanlar, kur değişimlerini fiyatlarına yansıtmakta ve dış ticarete konu olup olmaması ya da ithal girdi kullanılıp kullanılmamasına bakılmaksızın tüm malların fiyatları döviz kuruna endekslenmektedir. Bunun yanında, sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesi ve finansal liberalizasyonun ardından dolarizasyon olgusunun güçlenmesi ve TCMB'nin özellikle 1994 krizinin ardından TL'deki reel değerlenmeyi önlemek

³⁰ O. Cevdet Akçay, C. E. Alper and S. Özmucur, "Budget Deficit, Inflation and Debt Sustainability: Evidence from Turkey", iç. **Inflation and Disinflation in Turkey**, p. 79, Kıvılcım Metin, **The Analysis of Inflation in Turkey**, Capital Markets Board Publications No. 20, 1995, p. 46 ve E. Telatar, F. Telatar and R. A. Ratti, "On The Predictive Power of Short term Interest Rates for Future Inflation Changes in the Presence of Political Instability: The Turkish Economy", **Journal of Policy Modelling**, Vol. 25 Issue 9, December 2003, p. 936

³¹ Turan Erol and S. van Wijnbergen, "Real Exchange Rate targeting and Inflation in Turkey: An Empirical Analysis with Policy Credibility", **World Development**, Vol. 25 No. 10, October 1997, p. 1718 ve C. H. Lim and L. Papi, "An Econometric Analysis on the Determinants of Inflation in Turkey", **IMF Working Paper** No. 170, 1997

amacıyla uyguladığı enflasyon oranı kadar kur artış oranı politikasının da endeksleme sürecine uygun bir ortam sunduğu gözlenmiştir.³²

Üçüncü faktör, ilk iki faktörün etkilerine bağlı olarak oluşan, ekonomide genel fiyatlama davranışının özellikleri ve enflasyonun kazandığı ataleti temsil etmekte ve enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği hususu ile ilgili önemli çıkarımlar yapılmasına zemin hazırlamaktadır.

Uzun süre yüksek enflasyonla yaşayan iktisadi ajanların geleceğe ilişkin olarak aldıkları ücret ve fiyatlama kararlarında enflasyonun etkilerinden korunmak için endeksleme davranışında bulunmaları bir yandan fiyatlarda katılık oluşturmakta diğer yandan enflasyonist beklentileri kalıcı hale getirmektedir. Bu bağlamda Türkiye ekonomisinde enflasyon oranlarının uzun yıllar boyunca yüksek düzeylerde seyretmesi ve taşıdığı atalet dinamiği, gerek TÜFE gerekse TEFİ enflasyon oranlarının uzun süreli bir belleğe (long memory) sahip olması ile açıklanmaktadır. Atalet dinamiğinin beklentiler ile ilgili unsuru ise politikaların kredibilitate taşımamasına atfedilmektedir. Bu anlamda anti-enflasyonist politikaların başlangıçta belirli bir dirençle karşılaşmasına rağmen dezenflasyonun başarısına bağlı olarak uzun süreli kalıcı etkiler elde edileceği vurgulanmaktadır.³³

Genel fiyatlama davranışı açısından endeksleme mekanizması yanında, kamu kesimi tarafından kamu açıklarının finansmanı amacıyla yapılan fiyat ayarlamaları da atalet dinamiğine katkıda bulunmuştur. Esas olarak kamu kesimi, enflasyonu baskı altına almak amacıyla özel kesime nazaran daha az sıklıkla fiyat ayarlaması yapmakta bu bağlamda fiyat artışlarını politik konjonktürün gereklerine göre veya genel seçimler sonrasında ertelemek suretiyle gerçekleştirmektedir. Bu davranış hem enflasyondaki

³² Süreyya Serdengeçti, **72. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması**, Ankara, 01. 04. 2004, s. 12

³³ Haluk Erlat, “Long Memory in Turkish Inflation Rates”iç. **Inflation and Disinflation in Turkey**, p. 116

dalgalanmaları artırmakta hem de özel kesimin sağlıklı bir enflasyon tahmini yapmasını güçleştirmektedir.³⁴

Buna bağlı olarak özel kesimin belirsizlik altında daha sık fiyat ayarlaması yaparak maliyet artışlarını hemen fiyatlara yansıtması söz konusu olmuştur. Türkiye ekonomisinde imalat sanayinin fiyatlama, üretim ve yatırım kararlarında maliyet, fazla talep ve enflasyon beklentilerinin önemli bir rol oynadığı gözlenmektedir. Maliyetin temel unsurları ücret, döviz kuru, faiz oranı ve kamu kesimi kaynaklı mal ve hizmet fiyatlarıdır. Fazla talep ise kamu kesimi açığı, özel kesim açığı ve bunların yansımaları olarak dış açık şeklinde kendini göstermektedir. Bu anlamda, hükümetin bugün uyguladığı enflasyonist politikalar özel kesimin gelecek enflasyona ilişkin beklentilerini de olumsuz etkilemekte ve bu süreç enflasyonun kazandığı ataleti kuvvetlendirmektedir.³⁵

Enflasyonist sürecin kazandığı atalet dinamiği, beklentilerin oluşum süreci ve enflasyonist şokların hangi kökenden geldiğinin anlaşılmasını gerektirmektedir. Esas olarak Türkiye ekonomisinde enflasyonun gösterdiği atalet dinamiği, uygulanan politikaların kredibiliteye sahip olmamasıyla nedeniyle iktisadi ajanların ileriye yönelik enflasyon beklentilerinin artması ve endeksleme mekanizmalarıyla da geçmişe yönelik davranışlarının bir kombinasyonundan ibarettir.³⁶ Bunun yanında, geleceğe yönelik enflasyon beklentilerinin enflasyonist süreci açıklamakta daha başarılı olduğu ve geleceğe yönelik enflasyon beklentilerinin oluşmasında bütçe açıkları ve borç stoğuna ilişkin beklentilerin etkili olduğu vurgulanmaktadır.³⁷

³⁴ Fatih Özatay, "The Role of Public Sector Prices in Price Dynamics in Turkey", **Price Dynamics**, (Ed. Hasan Ersel), Ankara:TCMB, 1992, p. 64 ve Hakan Berument, "Public Sector Pricing Behaviour and Inflation Risk Premium in Turkey", **Eastern European Economics**, Vol. 41 No. 1, January-February 2003, p. 76

³⁵ Ercan Uygur, "Price, Output and Investment Decisions of Firms: An Explanation of Inflation and Growth in Turkish Industry", iç. **Price Dynamics**, p. 28

³⁶ Sel Dibooglu and A. Kibritçioğlu, "Inflation, Output Growth and Stabilization in Turkey, 1980-2002", **Journal of Economics and Business**, vol. 56 Issue 1 January- February 2004, pp. 45-46

³⁷ Oya Celasun, R. G. Gelos and A. Prati, "Would "Cold Turkey" Work in Turkey?", **IMF Working Paper** No. 49, March 2003, p. 16

Öte yandan enflasyonist şokların kökeninde parasal olmayan faktörlerin olduğu bir diğer deyişle enflasyonun parasal bir olgu olmadığı yönünde bir uzlaşımın varlığından söz edilebilir. Bu bağlamda enflasyon ataleti, döviz kuru, ücretler ve kamu fiyatlarında gözlenen şoklara bağlı olarak açıklanmakta ve para politikasının şoklara gösterdiği tepkinin büyüklüğü şokların enflasyon üzerindeki etkisini tayin etmektedir.³⁸

Bu çerçevede, Türkiye ekonomisinde enflasyonist sürecin önemli ölçüde toplam talep yönlü (aggregate demand driven) bir karakter sergilediği ve toplam talebin yüksek kamu açıkları ve devalüasyonlar tarafından güdülendiği gözlenmektedir. Talep şokları ise üretim üzerinde fazla bir genişletici etki doğurmamakta ancak üretimde dalgalanmalara neden olmaktadır. Üretim ise esas olarak arz şoklarından etkilenmektedir. Bu durum, kredibiliteye sahip bir dezenflasyon programının, bekleyişlerin oluşumunda ileriye yönelik davranışların hakim olmasına bağlı olarak önemli refah maliyetleri doğurmayacağına işaret etmektedir.³⁹

Türkiye ekonomisinde enflasyonist sürecin belirleyicisi olarak dördüncü temel faktör, politika yapım sürecinin siyasal doğasına bağlı olarak ortaya çıkmaktadır. Bu anlamda siyasal - kurumsal güdüler (incentives) ve politika yapıcılarının tercihleri itibariyle ele alındığında Türkiye’de yasal ve kurumsal çerçeve ve toplumsal dinamiklerin toplumsal bir çıkar grubuna dönüşmüş olan siyasal elitlerin enflasyonla mücadele konusunda ciddi davranmamasına ve gerekli reformları yapmamasına yol açtığı üzerinde durulmaktadır.⁴⁰

Türkiye ekonomisinde iktisadi ajanlar, politikacıların, seçim öncesi (genişlemeci) ve sonrasına (daraltıcı) ilişkin farklı politika tercihleri hususunda tam bilgi sahibidirler. Bunun yanında politik istikrarsızlık, sık değişen siyasal iktidarların politika uygulamalarında sürekli olarak enflasyonla mücadeleyi göz ardı etmelerini beraberinde

³⁸ Vuslat Us, "Inflation Dynamics and Monetary Policy Strategy: Some Prospects for the Turkish Economy" **Journal of Policy Modelling**, vol. 26 Issue 8-9, December 2004, p. 1004

³⁹ Diboğlu and Kibritçioğlu, p. 59 and Selahattin Diboğlu, "Inflationary Expectations and Costs of Disinflation: A Case for Costless Disinflation in Turkey?", iç. **Inflation and Disinflation in Turkey**, p. 137

⁴⁰ Asaf S. Akat, "The Political Economy of Turkish Inflation", **Journal of International Affairs**, Vol. 54 No. 1, Fall 2000, p. 13

getirmiş ve kısa vadeli oportünist politika tercihlerine yol açmıştır. Haliyle, anti-enflasyonist bir karaktere sahip hükümet iş başında olsa bile iktisadi ajanlar ücret ve fiyat davranışlarını bir politika değişikliği yokmuş gibi sürdürmekte ve enflasyon direnç kazanmaktadır. Bu durum Türkiye ekonomisinde politika(cıların) uygulamalarına ilişkin kronik bir kredibilite sorununu sürekli olarak gündemde tutmuştur.⁴¹

Öte yandan enflasyonla mücadele amacıyla uygulanan politikalara uyumun yükü sürekli olarak emeği ile geçinen kesimler tarafından omuzlanmış ve adil bir yük paylaşımının olmaması toplumsal barış ve uzlaşma ortamını zedeleyici bir yapının oluşmasını ve gelir dağılımında ciddi bozuklukları beraberinde getirmiştir. Bu bağlamda enflasyon, Türkiye ekonomisinin özellikle son 15 yılı için belirli bir toplumsal yaşayış ve iş yapma kültürünü ve davranış biçimini simgelemektedir.

Bu çerçevede Türkiye ekonomisinde yaşanan yüksek ve kronik enflasyon süreci, mali baskınlığın hakim olduğu bir makroekonomik yapının unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. Nitekim, politika ortamının gösterdiği büyüme-kriz-istikrar(sızlık) dinamikleri, fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümenin son 30 yıl itibariyle bir politika önceliği olarak benimsenmediğine işaret etmektedir.

B. Türkiye’de Uygulanan Para Politikası Hedefleme Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi Tercihine Geçiş Süreci

Türkiye ekonomisinde uygulanan para politikası hedefleme stratejilerinin; hedefleme stratejilerinin kendi içinde geçirdiği evrim sürecine uygun bir biçimde, parasal hedefleme stratejisinden döviz kuru hedefleme stratejisine ve ardından da enflasyon hedeflemesi tercihi uzanan bir çizgi izlediği gözlenmektedir.

Bu çizgi hedefleme stratejisinin seçiminde etkili olan faktörler itibariyle değerlendirildiğinde politika ortamında yaşanan dönüşümler ve enflasyon dinamiklerindeki değişim ile de uyumlu bir seyir ortaya koymaktadır. Ne var ki, hem parasal hedefleme hem de döviz kuru hedeflemesi, gelişmiş ülkelerdeki gibi fiyat istikrarının sağlanmasından ziyade yüksek ve kronik enflasyonun ancak kontrol altına

⁴¹ Yılmaz vd., s. 103

alınması amacıyla kullanılmış ve enflasyon beklentileri ve para politikasının kredibilitesi açısından bir nominal çapa işlevini tam anlamıyla görememiştir.

Öte yandan, parasal hedefleme stratejisinin seçiminde monetarizmin etkisi altında TCMB'nin kendi iradesi ve yaptığı çalışmaların etkili olduğunu ve kurala göre bir politika ortamı oluşturma çabasına bağlı olarak iktisadi ajanların para politikasının yönü ve geleceğini tayin etmede TCMB bilançosunu kullanmaları amacıyla, şeffaf bir politika yapım sürecinin oluşturulmaya çalışıldığını söylemek mümkündür.⁴²

Buna mukabil, döviz kuru hedefleme stratejisinin seçiminde ağırlıklı olarak enflasyonun gösterdiği atalet dinamiğine yönelik çalışmaların ve söz konusu stratejinin yüksek enflasyonun indirilmesinde etkili olduğu yönünde dünya ekonomisinde yaşanan deneyimlerin rol oynadığı görülmektedir. Ancak, parasal hedefleme stratejisine nazaran döviz kuru hedefleme stratejisinin seçimi ciddi politik ve ekonomik sonuçları beraberinde getirmesi itibariyle tartışma konusu olmuştur.

Belirtilmesi gereken önemli bir nokta, özellikle Nisan 1994 krizinin ardından gerek politikaların yapım sürecinde gerekse döviz kuru hedefleme stratejisinin seçiminde, IMF ile stand-by anlaşmaları ya da farklı şekillerde kurulan ilişkilerin rol oynadığıdır. Bu durum dünya ekonomisinde 1990'lı yıllarda yaşanan dönüşümlerin ve sermayenin uluslar arasılaşması sürecinin bir ürünü olmanın yanı sıra, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi dışa açık ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda iktisat politikası izlemenin güçlüklerini de yansıtmaktadır.

Bir diğer deyişle Türkiye ekonomisinde politika yapıcıların temel sorunu enflasyon beklentileri ve para politikasının kredibilitesi için güçlü bir nominal çapanın tesis edilememesidir. Bu çerçevede dışa açık bir ekonomide nominal çapanın tesisinde yaşanan güçlükler ve politika ortamının sınırlamalarına bağlı olarak; Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesi tercihinin oluşum süreci, aynı zamanda fiyat istikrarının neden öncelikli bir amaç olarak benimsen(e)mediğini de ortaya koymaktadır.

⁴² İlker Parasız, **Para Politikası**, Gözden Geçirilmiş, Genişletilmiş 6. baskı, Bursa:Ezgi Kit. Yay., 2003, p. 387 ve Ömer Günçavdı, H. Levent ve B. Ülengin, "Yüksek ve Değişken Enflasyonun Tahmininde Alternatif Modellerin Karşılaştırılması", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Cilt 27, Sayı 1-2, 2000, s. 169

1. Uygulanan Para Politikası Hedefleme Stratejileri

Herhangi bir politika amacına yönelik olarak hedef seçen bir merkez bankasının istediği enstrümanı seçebilme ve kullanabilme hususunda serbest olması gerektiği açıktır. Buna karşın Türkiye ekonomisinde uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme stratejileri, TCMB'nin enflasyonla mücadele edebilmek için kendi araçlarını serbestçe belirleyebildiği bir politika uygulamasından ziyade varolan makro ekonomik dengeleri koruma ve kriz dinamiğinin oluşmasını önlemek amacıyla kur istikrarı ve finansal istikrar gibi amaçların gözetildiği bir uygulama sürecine karşılık gelmektedir.⁴³

Parasal hedefleme stratejisinin uygulanmasında TCMB'nin en azından kendi bilançosunu kontrol altına alabilmek için politika araçlarını kullanarak görece bir başarı sağladığı gözlenmiştir. Ancak döviz kuru hedefleme stratejisinin bir gereği olarak TCMB'nin para politikasını, sermaye giriş ve çıkışları karşısında tamamen elleri bağlı ve pasif bir konumda uygulaması söz konusu olmuştur.

Bu bağlamda hedefleme stratejilerinin izlediği seyir ve ortaya koyduğu sonuçlar, TCMB'nin kendi politika araçlarını yasasında yer alan amaca uygun bir biçimde serbestçe kullanabilmesinin önemi hususunda gerek politika yapıcılar gerekse kamuoyunda belirgin bir iradenin oluşması sürecine de karşılık gelmektedir.

a. Parasal Hedefleme Stratejisi Deneyimi

TCMB'nin parasal hedefleme stratejisi deneyimi, daha önce ele alınan belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin büyüme oranının ara hedef seçilerek nihai politika amacı olan fiyat istikrarına (enflasyon) yönelik olarak kullanıldığı klasik bir hedefleme biçiminden ziyade 1980'li yılların ortalarından itibaren finansal piyasaların oluşturulması ve

⁴³ Mahmut Kalkan, A. N. Kıpıcı and A. T. Peker, "Leading Indicators of Inflation in Turkey", iç. **Macroeconomic Analysis of Turkey:Essays on Current Issues**, (Ed. M. Üçer), Ankara:TCMB, 1998, s. 18

TCMB'nin asli işlevlerini kazanmaya başlaması yönünde atılan adımların bir uzantısını ifade etmektedir.⁴⁴

Esas olarak TCMB, 1986-1989 döneminde gerek para arzının kontrol edilmesi gerekse faiz politikalarının etkinliğinin artırılması amacıyla banka rezervlerinin kontrolüne önem vermiş ve kendi bünyesinde daha önce değinilen para politikası araçlarının etkin kullanımına yönelik kurumsal altyapı düzenlemelerini gerçekleştirmiştir. Bu dönemin ayırt edici özelliği TCMB'nin ilk kez 1986 ve ardından 1987 yılında kamuoyuna açıklamadan, öngörülen enflasyon ve büyüme hızıyla tutarlı bir biçimde M2 para arzı artış hızını hedeflemesi ve M2 ile uyumlu rezerv para ve buna bağlı olarak bilançonun net iç varlıklar (NİV) ve net dış varlıklar (NDV) kalemleri için de hedefler saptamasıdır. Ayrıca döviz tevdiat hesaplarını içeren M2Y parasal büyüklüğünün kontrolü için de munzam karşılık uygulaması ve döviz pozisyonlarına ilişkin olarak likidite oranı sınırlamaları biçiminde önlemler alınmıştır.⁴⁵

Ancak 1986-1989 döneminde Hazineye verilen kısa vadeli avans ve tarımsal amaçlı TCMB kredilerindeki artışlara bağlı olarak M1 ve M2 gibi parasal büyüklüklerde, likidite fazlasının finansal piyasalarda dövize aşırı talep doğurmasıyla da M2Y parasal büyüklüğünde önemli yükselişler kaydedilmiştir. Bu sebeple TCMB 1989 yılında, para arzı büyüklükleri ile bilanço arasındaki ilişkinin zayıfladığını ve yüksek enflasyonun ve enflasyonist beklentilerin yoğun olduğu bir ortamda bilanço kontrolünün daha da önem kazandığını vurgulayarak M2 gibi parasal büyüklüklerin hedeflenmesinden vazgeçmiş ve bilanço büyüklüğünü kontrol altında tutma hedefine yönelmiştir.

Bu çerçevede TCMB'nin parasal hedefleme stratejisi deneyiminin, fiyat istikrarına yönelik bir hedefleme biçiminden ziyade 1980'li yıllarda finansal liberalizasyon süreci çerçevesinde banka-finans kesimi ve TCMB ile ilgili olarak atılan adımların ve aralarındaki ilişkilerin kurumsallaştırılması ve para politikası uygulamaları

⁴⁴ Hasan Ersel and L. İskenderoğlu, "Monetary Programming in Turkey", **CBRT Discussion Papers** No. 9006, December 1990, p. 15. Bu döneme ilişkin tartışmalar için bkz. **Merkez Bankası Bilançolarının İrdelenmesi**, Konferans, İstanbul Mülkiyeliler Vakfı, 5-6 Nisan 1991

⁴⁵ Kesriyeli, s. 12

için uygun finansal istikrar ortamının sağlanması amacı dahilinde anlaşılması gerekmektedir.⁴⁶

i. TCMB Bilançosunun Kontrolü: 1990 ve 1992 Yılı Para Programları

TCMB'nin, 1986 ve 1987 yılı para programlarını kamuoyuna ilan etmemesi, söz konusu programların hedefleme stratejilerinin şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi modern nosyonlarının yokluğu nedeniyle bir hedefleme stratejisi olarak değerlendirilmemesini beraberinde getirmektedir. Buna mukabil 1990 ve 1992 para programları kamuoyuna ilan edilmeleri nedeniyle parasal hedefleme stratejisine uygun bir çerçeve sunmaktadırlar.

Tablo 27, 1990 ve 1992 para programlarının hedef olarak belirlediği temel büyüklükleri ve bu büyüklüklere ilişkin hedef ve gerçekleştirme oranlarını bir araya getirmektedir. Bu anlamda ilan edilen para programları ile ilgili üç temel karakteristiğın ortaya konması gerekmektedir:

Tablo 27. TCMB Para Programları (1990 – 1992)

| | 1990 | | | 1992 | | |
|-------------------------|-----------|------------|-------------|-----------|------------|-------------|
| | Hedef (%) | Trilyon TL | Gerçekleşme | Hedef (%) | Trilyon TL | Gerçekleşme |
| Bilanço Büyüklüğü | 12-22 | 50-60 | 24,1 | 37-47 | 132-142 | 85 |
| Toplam İç Yükümlülükler | 15-25 | 32,5-35,5 | 21,6 | 38-48 | 79-85 | 101 |
| Toplam İç Varlıklar | 6-16 | 33-36 | 11,9 | 27-39 | 73-80 | 75 |
| Merkez Bankası Parası | 35-48 | 25-27,5 | 26,6 | 40-50 | 60-104 | 100 |

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor (1990 ve 1992)

İlk olarak, klasik parasal hedeflemeye benzer şekilde bir parasal büyüklük üzerine ara hedef konmamış bilançodan seçilen toplam iç yükümlülükler (TİY), toplam iç varlıklar (TİV) ve merkez bankası parası (MBP) kalemleri üzerine hedefler konularak toplam bilanço büyüklüğünün kontrol edilmesi amaçlanmıştır. Buna karşın hedef değişkenlerin taşıdığı açıklık ve anlaşılabilirlik riskine rağmen program kamuoyuna ilan edilmiştir. Öte yandan programın orta vadeli amacı, dış varlıkların artırılması ve iç

⁴⁶ Ersel and İskenderoğlu, pp. 14-15

varlıkların büyümesinin kontrol altına alınması olarak belirlenmiştir. Bir diğer deyişle, orta vade perspektifi TCMB'nin enflasyonla daha etkili bir biçimde mücadele etmeyi olanaklı kılacak bilanço esnekliğine kavuşma arzusunu simgelemektedir.⁴⁷

İkinci olarak hedef değişkenlerin bilançodan seçilmesinin temel nedeni olarak yüksek enflasyon ortamında TCMB'nin ancak kendi bilançosunu ve bankacılık kesiminin bilançosunu kontrol edebileceği gösterilmiştir. Bu bağlamda para programı, fiyat istikrarı (enflasyon) amacına yönelik klasik ara hedeflemeye geçiş öncesi bir ara aşamayı temsil etmektedir. Bir diğer deyişle, 1986-1989 döneminde atılan adımların (ilk aşama) bir uzantısı olarak banka-finans kesimi ile TCMB arasında piyasa mekanizmasının işleyişi için gerekli kurumsal çerçeve orta vadeli bir para programı ilan edilerek (ara aşama) atılmış ve para politikası uygulamaları için uygun bir finansal istikrar ortamına (nihai aşama) kavuşmak amaçlanmıştır.⁴⁸

Üçüncü olarak, para programının ilan edilmesiyle, karar alıcıların ufkunu genişletmek ve klasik bir hedeflemeye geçiş öncesi bilançonun banka-finans kesimi ve iktisadi ajanlar için anlamlı ve önem taşıyan bir araç haline getirilmesi amaçlanmıştır. Böylelikle TCMB'nin bundan sonraki uygulamaları ve para piyasasında olabilecek gelişmeler bakımından kullanılacak yöntemler ve sınırlamalar ile ilgili şeffaf bir yapı elde etmek mümkündür. Bu konuda gerçekleştirilen önemli bir adım olan TCMB Vaziyeti'nden Analitik Bilançoya geçilmesi de para programlarının getirdiği bir yeniliktir.

Para programlarının ortaya konuluş şekli ve hedeflerinden anlaşılacağı gibi TCMB, bir yandan kamuya kredi açmak ve diğer yandan enflasyona neden olmamak için emisyonu baskı altında tutmanın bilanço üzerinde doğurduğu olumsuz etkilerden sakınmak istemiştir. Zira, böyle bir durumda TCMB dövizle borçlanmaya zorlanmakta ve döviz varlıklarının döviz yükümlülüklerine oranını ifade eden kur riski sürekli düşmektedir.

⁴⁷ Hasan Ersel, "Monetary policy in a Changing Financial Environment: The Recent Turkish Experience in Monetary Programming", **CBRT Discussion Papers** No. 9004, March 1990, p. 15

⁴⁸ Ersel and İskenderoğlu, p. 16

Öte yandan emisyonun bilanço içindeki payının sürekli azalması ekonomide para yaratma mekanizmalarının TCMB'nin kontrolü dışına çıkmasını ve likidite yaratma gücünün emisyon yoluyla açıklanamamasına neden olmaktadır. Bu anlamda TCMB, banka-finans kesimi ile ilişkilerini düzenlemeyi ve orta vadede bilançonun aktifleri üzerinde denetim sağlayarak faizler ve kurlarda dalgalanma doğurmayacak şekilde döviz işlemleri aracılığıyla piyasanın likidite ihtiyacını karşılamayı arzulamaktadır.

1990 yılı para programına ilişkin hedef ve gerçekleşme değerleri programın başarılı olduğunu ortaya koymaktadır (Tablo 27). Programın başarısında en önemli etken TİV için konulan hedef aralığında kalınmış olunmasıdır. TİY için konulan hedef aralığı tutturulmasına rağmen bu kalemlerle ilişkili olan MBP kalemine ait hedefin alt sınırına dahi yaklaşamaması dış yükümlülüklerde bir çözülme olmaması ya da TCMB'nin yeterli miktarda döviz satamaması ile açıklanmaktadır.⁴⁹ Bir diğer deyişle bu durum TCMB'nin, TL'nin dış rekabet kaygılarıyla daha fazla değer kazanmasını arzulamaması ile emisyonun bilanço içindeki payını döviz işlemleriyle artırmak arasında kaldığını ortaya koymaktadır.

1991 yılında TCMB, Körfez Krizi, politik gelişmeler ve erken seçim kararına bağlı olarak oluşan belirsizlikler nedeniyle bir para programı ilan etmemiştir. Bunun yerine TCMB, TL ve döviz piyasalarında istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı amaç edinmiştir. Hem TL hem de döviz mevduatlarındaki çekilişler ve savaşın yarattığı belirsizlik döviz kurları üzerinde baskıya neden olmuş ve TCMB rezervlerde büyük kayıp doğurmadan kur istikrarsızlığını önlemeye çalışmıştır. Ayrıca erken seçimler nedeniyle kamu finansman açığının kontrolden çıkması da parasal büyüklüklerin kontrolünü mümkün kılmamıştır.⁵⁰

Nitekim Körfez krizi ve seçim ekonomisi uygulamaları, 1992 yılı para programına ilişkin hedef ve gerçekleşme değerleri incelendiğinde programın başarısız olmasında önemli bir etken olarak kendini göstermektedir (Tablo 27). 1990 yılının aksine 1992

⁴⁹ Aylin Özey, "TCMB Parasal Program Uygulamaları", **Hazine Dergisi**, Sayı 7, Temmuz 1997, s. 13

⁵⁰ Kesriyeli, s. 23

yılında elde edilen başarısızlığın temel sebebi kamu kesimi finansman ihtiyacının büyüklüğü ve bu ihtiyacın finansman biçimidir.

Para programları her ne kadar klasik bir hedeflemeyi içermeseler de, programların enflasyon üzerinde olumlu etkiler doğuracağı beklenmektedir. Bu anlamda Tablo 28, her iki para programın gösterdiği performans farkının nedenlerini 1989-1993 dönemi için enflasyon (TÜFE), KKBG/GSMH ve net kısa vadeli avans verilerini bir araya getirmek suretiyle ortaya koymaktadır.

Tablo 28. 1990 ve 1992 Para Programlarına İlişkin Seçilmiş Ekonomik Göstergeler

| | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 |
|-----------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Enflasyon (TÜFE) | 64,3 | 60,4 | 71,1 | 66,9 | 71,1 |
| KKBG/GSMH | 5,3 | 7,4 | 10,2 | 10,6 | 12,0 |
| Net Kısa Vadeli Avans (milyar TL) | 457 | 391 | 10719 | 17394 | 53010 |

Kaynak: www.dpt.gov.tr

1990 yılı para programı ele alındığında, KKBG/GSMH oranında %2.1'lik bir artış gerçekleşmesine rağmen Hazine'nin kullandığı avans miktarında meydana gelen azalma para programının hedeflerine ulaşmayı ve enflasyonu düşürmeyi mümkün kılmıştır. Bu dönemde Hazine'nin kamu finansmanı için uluslar arası piyasalardan fon bulması ve faiz ve döviz kurlarında gözlenen görece istikrarın da programın başarısına katkıda bulunduğunu belirtmek gerekmektedir.

Buna mukabil, 1991 yılında kısa vadeli avans hesabında gözlenen olağanüstü artışın, hem borçlanma gereğinin kontrolden çıkmasına hem de enflasyonun %10'dan fazla yükselmesine neden olduğu gözlenmektedir. Kamu açıklarının kontrol edilememesi süreci, Hazine'nin 1992 yılının daha ilk aylarında kısa vadeli avans limitinin sınırına gelmesine neden olmuş ve kamu kesimine verilen kredilerin hızla artması sonunda TCMB'nin 1992 yılı para programı hedeflerine ulaşması mümkün olmamış, bunun yerine döviz kurlarında dalgalanmaların giderilmesine çalışılmıştır.

Öte yandan artan likiditenin, döviz piyasasına baskı yapmasını engellemek için TCMB bir yandan açık piyasa işlemleri (APİ) yoluyla aşırı likiditeyi çekerken diğer

tarafından da döviz satarak döviz piyasasına müdahalede bulunmuştur. Bu nedenle API dolayısıyla yükümlülükler artmış ve para programının hedef değişkenlerinden olan MBP program hedefinin çok üzerinde gerçekleşmiş ve 1990 yılı para programı ile ulaşılan noktadan uzaklaşarak bilançonun kontrolü yeniden kaybedilmiştir.⁵¹

1990 ve 1992 yılı para programları ile ilgili olarak sunulan çerçeve, TCMB'nin bilançosunu arzuladığı konuma getiremediğini ortaya koymaktadır. Bu anlamda programlardan olumlu sonuç alınabilmesinin, uygulama döneminde herhangi bir kriz yaşanmaması ve önemli ölçüde kamu kesiminin finansman gereksiniminin düşürülmesi ya da finansmanın TCMB dışında kaynaklardan sağlanması tarafından tayin edildiği gözlenmektedir.

ii. Finansal İstikrarın Önceliği: 1993-1997 Dönemi

1990 ve 1992 yılı para programları, klasik parasal hedeflemeye geçiş için gerekli olan finansal istikrar ortamının sağlanmasına yönelik olarak hazırlanmasına ve kamuoyuna ilan edilmesine rağmen, TCMB'nin 1993-1999 dönemi para politikası uygulamalarında esas olarak önceliğin finansal istikrar amacı olduğu ve 1998 yılına kadar hazırlanan para programlarının kamuoyuna ilan edilmediği gözlenmiştir.

Tablo 29, 1993-1999 döneminde hazırlanan para programlarının hedef olarak belirlediği temel büyüklükleri, bu büyüklüklere ilişkin hedef ve gerçekleştirme düzeylerini ve politika amaçlarını bir araya getirmektedir. Hazırlanan para programları çerçevesinde finansal istikrar amacının TCMB bilançosundaki karşılığı, NİV'in azalması, Merkez Bankası'nın döviz pozisyonunun güçlenmesi ve rezerv paranın sadece NDV'daki artış karşılığı yaratılması olarak karşımıza çıkmaktadır.

⁵¹ Özey, s. 23

Tablo 29.

Bu çerçevede, söz konusu döneme ilişkin üç alt dönemin birbirinden ayrılarak incelenmesi mümkündür:

1993-1995 yıllarını kapsayan ilk alt dönem, Nisan 1994 finansal krizini hazırlayan nedenler ve krizin ardından uygulanan para politikası çerçevesinde ele alınmaktadır. 1993 yılında TCMB'nin, yüksek enflasyon ortamının getirdiği belirsizlikler ve kamu finansman ihtiyacındaki kontrolsüz artışların (Tablo 29) parasal büyüklüklerin kontrolünü güçleştirmesi nedeniyle para programı ilan etmediği ve oluşan likidite fazlasının döviz rezervlerini azaltmasını engellemeye çalıştığı gözlenmektedir.

Esas olarak 1989-1993 dönemi, bir yanda dış varlık artışı bir diğer deyişle döviz alımı dışında para yaratmayan bir Merkez Bankası diğer yanda açıkların finansmanını iç borçlanma yoluyla sağlayan bir kamu kesiminin varlığında, banka-finans kesiminin yurt içinden veya yurt dışından döviz cinsinden borçlanıp TL'ye çevirerek DİBS üzerinden döviz –faiz arbitrajı yoluyla yüksek getiri elde etmesine zemin hazırlamıştır.

Bu bağlamda dönemin hükümeti döviz-faiz arbitrajının yarattığı kısır döngüyü kırarak sermaye girişlerini yavaşlatıp döviz fiyatının yükselmesini sağlamak için faiz oranlarını düşürmek istemiştir. Ancak 1993 yılının sonlarından itibaren iç borçlanma ihalelerinin iptal edilmesi veya az miktarda borçlanma yapılarak kamu açıklarının TCMB kaynaklarından finansmanın sağlanması DİBS 'ne olan talebi düşürmüştü ve artan likiditenin dövize yönelmesini ve krizi beraberinde getirmiştir. Bu anlamda Nisan 1994 krizi açık bir politika hatası olarak nitelendirilmektedir.⁵²

1994 yılının ilk çeyreğinde TL'nin %70 devalüe olması ve gecelik (overnight) faizlerin %700'lere çıkması ile yaşanan kriz, kısa vadede enflasyonu düşürüp finansal piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı uzun vadede ise yüksek kamu açığına ve dış açığa kalıcı çözümler getirilmesini ve sürdürülebilir büyümeyi amaçlayan

⁵² Fatih Özatay, "The 1994 Currency Crisis in Turkey", **Yapı Kredi Discussion Paper** Series No. 99-01, January 1999, p. 26

5 Nisan 1994 İstikrar Programını ve IMF ile yapılan stand-by anlaşmasını beraberinde getirmiştir.

Kriz sonrası para politikası uygulamaları, kamu kredilerindeki büyümenin piyasalara etkisini azaltmak için API işlemleri yoluyla para arzının kontrol altına alınmasını ve döviz piyasasına doğrudan satışlarla kuru dengelemeyi ve finansal istikrarın sağlanmasına paralel olarak döviz rezervlerinin artırılmasını içermektedir. Bunun yanında kriz sonrası uygulanan para politikaları açısından dört noktaya değinmek gerekmektedir:

İlk olarak, 1994 yılının sonları ve 1995 yılının ilk on ayında izlenen para politikasının öncelikli amaç olarak fiyat istikrarını benimsediği gözlenmiştir. İkinci olarak, Net Uluslar arası Rezervler (NUR) kalemi ve 1.5 Alman markı ve 1 ABD dolarından oluşan döviz kuru sepeti de para programlarında izlenen büyüklükler haline gelmiştir. Üçüncü olarak söz konusu döviz sepeti çerçevesinde, kur artışlarının öngörülen enflasyona paralel götürülerek (enflasyon kadar devalüasyon) dış rekabet gücünün korunmasının da fiyat istikrarı yanında bir politika amacı haline geldiği görülmektedir.

Dördüncü nokta ise, 1995 yılından itibaren Hazine ve diğer kamu kuruluşları ile TCMB arasındaki kredi ilişkisinin düzenlenmesidir. Bu bağlamda 1211 sayılı TCMB kanununun Hazine'ye kısa vadeli avans hesabını düzenleyen 50. maddesinde Nisan 1994 itibariyle yapılan değişikliklerle, daha önce genel bütçe ödeneklerinin %15'i olarak belirlenen avans hesabı üst limitinin, bir önceki mali yıl genel bütçe ödenekleri toplamını aşan tutarının 1995 yılı için %12, 1996 yılı için %10, 1997 yılı için %6, 1998 ve izleyen yıllar için %3 olarak belirlendiği görülmüştür.⁵³

1993-1999 dönemi için ikinci alt dönemi oluşturan 1996-1997 yıllarında TCMB, kamuoyuna açıklamadan kendi iç disiplini dahilinde para programları hazırlamıştır. TCMB bu dönemde, yüksek ve kronik hale gelen enflasyonun sadece kendisinin

⁵³ İlker Parasız, **Türkiye Ekonomisi**, Bursa: Ezgi Kit. Yay., 2003, s. 466

uygulayacağı anti enflasyonist politikalarla düşürülemeyeceğini açık bir biçimde kabul etmiştir. Enflasyonun yüksek seyrettiği ve belirsizliklerin fazla olduğu bir makroekonomik ortamda TCMB, reel döviz kurunun istikrarının krizlere karşı subap görevi gördüğünü ve cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliğini sağladığını ifade etmektedir.⁵⁴

Bu anlamda TCMB, finansal istikrar amacını, piyasalarda ortaya çıkacak kısa süreli ve hızlı fiyat değişikliklerinin önlenmesi ve piyasalardaki belirsizliklerin azaltılması dahilinde tanımlamaktadır. Nitekim TCMB, gerek döviz gerek Türk lirası piyasalarındaki fiyatların, ekonominin genel dengeleri ile uyum içinde gerçekleşmesini gözeterek, kısa dönemde oluşabilecek hızlı fiyat hareketlerinin önüne geçmeye çalışmıştır. Dönem boyunca döviz kurlarının enflasyon beklentileri paralelinde hareketi ve bankalar arası para piyasasındaki faiz oranlarının hareketliliğinin azaltılarak, bu faizlerin referans faiz olarak piyasalarca kabulünün sağlanması, finansal istikrar amacının uygulamadaki yansımalarıdır.

Öte yandan, yüksek bütçe açıkları ve bu açıkların artan oranlarda iç borçlanma ile karşılanması zorunluluğunun Hazine'nin iç borçlanma ihalelerinde bir arz baskısı yaratmasına ve bu ihalelerde ve ikincil piyasalarda oluşan faiz oranlarının, beklenen enflasyon rakamının oldukça üstünde bir seviyede oluşmasına neden olduğunu vurgulayan TCMB, faiz politikası ile ilgili olarak iki noktaya özen göstermektedir: Birincisi, son kredi mercii olarak kısa vadeli Türk lirası piyasaları üzerinden likiditeyi sunarken oluşan faizin birincil ve ikincil piyasalarda gerçekleşen daha uzun vadeli Türk lirası işlemlerin faizlerinin üzerinde kalmasıdır. İkincisi, kısa vadeli Türk lirası piyasalarındaki dalgalanmaların azaltılmasıdır.⁵⁵

⁵⁴ Gazi Erçel, **1997 Yılı'nın İlk Yarısında Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler, Para Politikası ve 1997 Yılı İkinci Yarı Beklentileri**, Ankara:TCMB, 19. 06. 1997, s. 4 (www.tcmb.gov.tr, Erişim 18. 05. 2003)

⁵⁵ Gazi Erçel, **1998 Yılı Para Politikası Uygulaması**, Ankara:TCMB, 08. 01. 1998, s. 5 (www.tcmb.gov.tr, Erişim 18. 05. 2003)

Bunların yanında 1997 yılı para politikası uygulamaları ile ilgili olarak belirtilmesi gereken iki nokta söz konusudur. İlk nokta TCMB'nin para programı çerçevesinde %70 enflasyon oranı öngörüsüne dayalı olarak makroekonomik büyüklüklerdeki olası gelişmeleri değerlendirdiği modelin yapısını açıklaması ve her altı ayda bir enflasyon tahmini yayınlamak suretiyle para politikası uygulamalarını bu tahminler doğrultusunda yürüteceğine dair niyetini belirtmesidir.

İkinci nokta, 30.07.1997 tarihinde Hazine ve TCMB arasında imzalanan bir protokolle, her iki kurumun para politikası ve ilgili kararları birbirine danışarak alması ve alınan kararların gerek görüldüğünde kamuoyuna duyurulmasıdır. Bu çerçevede;

- TCMB'nin 1998 yılından itibaren etkin bir para programı uygulamasını sağlamak amacıyla Hazine'nin kısa vadeli avans hesabı da dahil olmak üzere her türlü parasal ilişkisini programı bozmayacak şekilde ve TCMB'nı önceden bildirerek gerçekleştirmesi,

- TCMB'nin program uygulamasında kısa vadeli faiz oranlarını belirlemekte yetkili olması ve kamu kurum ve kuruluşlarına açacağı kredilerin programı bozmayacak şekilde ve Hazine'nin bilgisi dahilinde açması,

- TCMB'nin para programını Hazine'nin katılımıyla hazırlaması ve programın yıl başında her iki kurumu da bağlayacak şekilde uygulanmaya başlayarak program gelişmelerinden kamuoyunun aylık olarak bilgilendirilmesi öngörülmektedir.⁵⁶

Bu protokol, Hazine ve TCMB arasında politika uygulamaları için gerekli koordinasyon ve şeffaflığa yönelik olarak özellikle 2001 sonrasında uygulanacak politikalara ilişkin ilk adımı oluşturmaktadır.

⁵⁶ Kamuran N. Malatyalı, "Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", **DPT Çalışma Raporu**, No. 1998-01, 1998, s. 63

iii. Dezenflasyon Gereğinin Anlaşılması: 1998 Yılı Para Programı

1998 yılını, daha önceki yıllardan farklı kılan özellikler, TCMB'nin 5 yıllık bir aradan sonra hazırladığı para programını tekrar kamuoyuna ilan etmesi ve 1997 yılında enflasyonun %100'e dayanmasına bağlı olarak siyasi iradenin enflasyonla mücadele hususunda kararlı bir tavır sergilemesidir. Bir diğer deyişle 1998 yılı, TCMB'nin tek başına uygulayacağı para politikasının maliye politikasında bir değişme olmaksızın anti-enflasyonist sonuçlar doğurmayacağı ve dezenflasyon gereğinin anlaşıldığı bir sürecin başlangıcı olarak kabul edilebilir.⁵⁷

Nitekim, TCMB'nin 1998 yılı için hazırladığı para programının amacı, 1998 yılının ilk yarısında enflasyonu yıllık %70'ler düzeyine indirmeye yönelik politika uygulamalarına katkıda bulunmaktır. Bu kapsamda para programı yıllık olarak değil, ilk üç ay, ikinci üç ay ve ikinci altı ay için açıklanmıştır. Hazırlanan para programında, daha önceki yıllardan farklı olarak hedef sadece rezerv para artış hızı için ilk üç ayda %18-20 ikinci üç ayda ise %14-16 düzeyinde belirlenmiş ve rezerv paradaki artış dış varlık artışlarına bağlanmıştır.

Bunun yanında TCMB kur politikasını, cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği ve 1998 yılı ilk yarısı için öngörülen enflasyon oranı ile tutarlı bir biçimde yürüteceğini açıklamıştır. TCMB bu anlamda, enflasyonla mücadelenin ön plana çıktığı dönemlerde kur politikasını bu amaca yönelik olarak belirlerken, enflasyonla mücadele önceliğinin azaldığı dönemlerde ise kur politikasını cari işlemler dengesini gözetten bir temele dayandırmaktadır.⁵⁸

Bu uygulama TCMB'nin 1 dolar ve 1,5 marktan oluşan döviz kuru sepetini herhangi bir dalgalanmaya izin vermeksizin istikrarlı bir şekilde enflasyon doğrultusunda artırması anlamına gelmektedir. Kur politikasında istikrara önem

⁵⁷ Gazi Erçel, **1998 Yılı Para Politikası Uygulaması**, s. 3

⁵⁸ Gazi Erçel, **Merkez Bankası 1998 Yılı İlk Üç Aylık Para Programı Gerçekleşmesi ve İkinci Üç Aylık Para Programı Uygulaması**, Ankara: TCMB, 01. 04. 1998, s. 6 (www.tcmb.gov.tr, Erişim 18. 05. 2003)

verilmesi, piyasanın açıklanan zorunlu döviz devir kurlarının seviyesine bakarak aylık sepet artışı konusunda bilgi sahibi olmasına imkan tanımakta ve piyasalara ay içindeki beklentilerini “doğru” oluşturabilmelerine yönelik bir parametre sunulmaktadır. Bu anlamda döviz kuru sepeti ve bununla tutarlılık içinde belirlenen para piyasası faiz oranları, enflasyon bekleyişleri ve ekonominin nominal dengelerini belirleyen bilgi setini temsil etmektedir.

Gerek yılın ilk üç ayı (%17.3) gerekse yılın ikinci üç ayı için (%13.1) rezerv para hedef büyüklüklerine ulaşılmış ve rezerv para artışının kaynağını dış varlıklardaki artış oluşturmuştur. Ayrıca 1997 yılında imzalanan protokol çerçevesinde Hazine'nin TCMB kaynaklarına başvurmaması ve kamu kuruluşlarına kredi kullanılmaması ve APİ ile yapılan sterilizasyonlar NİV artışını da sınırlandırarak istikrarlı bir konjonktürün temin edilmesine katkıda bulunmuştur.

1998 yılının ikinci altı ayı için ilan edilen para programı, Haziran 1997'de dönemin hükümeti tarafından açıklanan “Ekonomik Politikalar Bildirgesi”ne uygun bir biçimde hazırlanmıştır. Bu bağlamda söz konusu bildirgenin, enflasyonun 1998 sonunda %50'ye, 1999 sonunda %20'ye ve nihayet 2000 yılı sonunda tek rakamlı düzeye indirilmesi yönünde koyduğu hedefler dahilinde para ve döviz kuru politikaları %50'lik enflasyon hedefine göre uygulanacaktır.

İkinci altı aylık para programı aynı zamanda Temmuz 1998'de IMF ile imzalanan Yakın İzleme Anlaşması'nın getirdiği bir (Staff Monitoring Programme) politika değişikliğini de içermektedir. Buna göre TCMB, yüksek enflasyonist bir süreçten düşük enflasyonist bir sürece geçilirken ekonomide oluşan parasallaşmanın, düşük enflasyonist bir dönemden yüksek enflasyonist bir sürece geçilirken oluşan parasallaşma ile simetrik olmadığını vurgulayarak hedeflenen düşük enflasyon oranı ile tutarlı bir para talebinin tarihsel verilere dayanarak tahmin edilmesinin bu tahmin sonucunda ortaya çıkan parasallaşma öngörüsünün gereğinden fazla olmasını ve kredibilitenin azalmasını beraberinde getirebileceğine değinmiştir. Bu durum, enflasyonun hızlı düşüş dönemlerinde, para talebinde tahmin edilemeyen gelişmelerin

ortaya çıkma olasılığına bağlı olarak, Merkez Bankası'nın parasal durumu etkileyebilmesini devam ettirecek yeni bir göstergiyi hedeflemesini gerekli kılmıştır.⁵⁹

Yeni hedef değişken olarak seçilen NİV, esasen IMF tarafından sağlanan fonların merkez bankası kredileri ya da döviz piyasasına yapılan müdahalelerin sterilizasyonunda kullanılmasını korumak amacıyla geliştirilmiştir. Ancak rezerv paraya nazaran NİV kalemiyle enflasyon arasında daha somut bir ampirik ilişkinin varlığının sözkonusu olmadığını belirtmek gerekir. Burada temel amaç TCMB'nin doğrudan kontrolü altında olmayan unsurlar dahil, bilançosunda yer alan tüm iç (domestic) unsurları kapsayan bir değişken oluşturulması ve bu değişkenin bir operasyonel hedef ya da performans kriteri olarak kullanılmasıdır.⁶⁰

Bu çerçevede 1998 yılı ikinci altı aylık para programı için NİV hedefi -1514 trilyon TL olarak öngörülmüştür. Buna mukabil, Ağustos ayının ortalarında yaşanan Rusya krizi sonrasında uluslararası piyasalardan borçlanamayan Hazine, fon ihtiyacını iç piyasalardan karşılama yoluna gitmiş ve TL talebinde meydana gelen artış -1514 trilyon TL'lik NİV hedefinin 699 trilyon TL olarak revize edilmesini beraberinde getirmiştir. NİV kaleminde yıl sonu gerçekleşmesi ise 579 trilyon TL olmuştur.⁶¹

Tablo 30, 1998 yılı para programı altında elde edilen sonuçları bir araya getirmenin yanı sıra Nisan 1994 krizinin ardından maliye politikasının davranışlarını da sunmaktadır. Buna göre, 1997 yılında %100'e dayanan enflasyon oranının 1998 yılında tekrar %70 platformuna oturduğu gözlenmektedir. Bu performansta, 1998 yılında izlenen maliye politikasına bağlı olarak faiz dışı fazlada elde edilen %2.1'lik düzeyin rolü olduğu açıktır.

⁵⁹ Gazi Erçel, **Merkez Bankası 1998 Yılı İlk Altı Aylık Para Programı Gerçekleşmesi ve İkinci Altı Aylık Para Politikası Uygulaması**, Ankara: TCMB, 02. 07. 1998, s. 7, (www.tcmb.gov.tr, Erişim 18. 05. 2003)

⁶⁰ Schaechter, p. 15.

⁶¹ TCMB, Yıllık Rapor, 1998, s. 75

Tablo 30. 1995 Sonrası Para Programlarının Performansı

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|
| Enflasyon (TÜFE) | 76,0 | 79,8 | 99,1 | 69,7 | 68,8 |
| KKBG/GSMH | 5,0 | 8,6 | 7,7 | 9,4 | 15,6 |
| İç Borç (%GSMH) | 17,3 | 21,0 | 21,4 | 21,7 | 29,3 |
| Faiz Dışı Fazla (%GSMH) | 2,1 | 1,3 | 0,0 | 2,1 | -1,9 |

Kaynak: www.dpt.gov.tr

Buna mukabil, KKBG/GSMH oranının 1995 yılında %5.0 düzeyinden 1999 yılında %15.6 düzeyine yükseldiği ve Hazine'nin kamu açıklarının finansmanını iç borçlanma ile sağladığı gözlenmektedir. Nitekim, iç borç/GSMH oranı 1995 yılında %14.6 düzeyinden 1999 yılında %29.3 düzeyine çıkmıştır. Bu tablo, Türkiye ekonomisinin 1990'lı yıllar boyunca hoş olmayan monetarist aritmetik açmazına doğru sürüklendiğini ve Hazine'nin finansman için TCMB kaynaklarına başvurmadığı bir durumda bile enflasyonist sürecin devam ettiğini ortaya koymaktadır. Bir diğer deyişle, iç borçlanmaya dayalı finansmanın, enflasyon oranı ile mali dinamikler arasında açık bir ilişki kurulmasını maskeleyiği gözlenmektedir.⁶²

Bu çerçevede TCMB'nın 1990'lı yıllarda yaşadığı parasal hedefleme deneyiminden elde edilen temel sonuçlar şöyle sıralanabilir:

İlk olarak hazırlanan para programları, parasal hedeflemenin klasik içeriğinden uzak olmanın yanı sıra fiyat istikrarının bir öncelik olarak benimsenmediği ve finansal istikrar ve kur istikrarı gibi aralarındaki çatışmaların açık olduğu amaçlara feda edildiği bir çerçeve ortaya koymaktadır. Bu bağlamda TCMB para programlarını politika ortamının sınırlayıcı özellikleri nedeniyle, ekonomide varolan dengeleri korumak ve kriz ortamının oluşmaması için finansal istikrar ve döviz kuru istikrarı yanında kendi bilançosunu iyileştirmeye yönelik olarak kullanmıştır.

⁶² Özatay, p. 27

Nitekim, politika ortamının sınırlayıcı özellikleri, 1990'lı yıllar boyunca ekonominin hem iç hem de dış dengesinde varolan sorunlardan kaynaklanmaktadır. Bu sebeple TCMB, mali baskınlığa bağlı olarak Hazine'nin borçlanması için uygun ortamı hazırlamakta ve faiz oranlarını enflasyon doğrultusunda kullanamamaktadır. Buna mukabil, enflasyon-devalüasyon dengesini istikrarlı tutarak dış rekabet gücünü korumanın yanı sıra TL faiz getirisini devalüasyonun üstünde tutarak cari açığın finansmanını sağlamaya çalışmaktadır.

İkinci olarak, TCMB'nin böyle bir politika ortamında enflasyon beklentileri ve para politikası için nominal çapa tesisi hangi strateji olursa olsun mümkün değildir. Ayrıca, TCMB politika uygulamaları ile ilgili olarak istediği araçları serbestçe kullanabilme yetkisine sahip değildir. Bunun yanında uygun politika ortamı olsa bile, özellikle 1990'lı yıllarda finansal liberalizasyon süreci ve para ikamesi olgusuna bağlı olarak TCMB'nin kontrol ettiği parasal büyüklüklerin enflasyonla ilişkisinin zayıfladığı ve paranın dolanım hızının da istikrarsız hale geldiği ortaya konulmuştur.⁶³

Politika ortamının sınırlamalarına rağmen TCMB'nin, para programları hazırlayarak şeffaflık yönünde belirli adımlar attığı ve iktisadi ajanların beklentilerini mümkün olduğunca yönlendirmeye çalıştığı gözlenmektedir. Ayrıca, TCMB tarafından sunulan politika dokümanları ve Başkan tarafından yapılan konuşmalar incelendiğinde, TCMB'nin fiyat istikrarı amacının nihai ve öncelikli amaç olması gerekliliği yanında mali baskınlık ile ilgili dinamiklerin sıklıkla vurgulandığı ve bağımsızlık ile ilgili taleplerin dile getirildiği fark edilmektedir.⁶⁴

⁶³ Hurşit Güneş, **Enflasyonun Kontrolünde Alternatif Para Programı**, İstanbul: İTO Yay., 1992, s. 51 ve Sübidey Togan, E. Başçı ve M. Yülek, "Türkiye'de Paranın Dolanım Hızı Fonksiyonu", **III. İzmir İktisat Kongresi Mali Yapı ve Mali Piyasalar**, Cilt 4 Ankara:DPT Yay., 1993, s. 59

⁶⁴ Gazi Erçel, **Türkiye'de Merkez Bankacılığı**, Ankara:TCMB, 26. 01. 1999, (www.tcmb.gov.tr, Erişim 18. 05. 2003)

b. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi Deneyimi

Parasal hedefleme stratejisinden farklı olarak döviz kuru hedefleme stratejisi deneyimi, gerek enflasyon beklentileri gerekse politikaların kredibilitesi için daha güçlü bir nominal çapayı ve kur taahhüdüne yönelik politikalar demetini içermektedir.

Nitekim döviz kuru hedefleme stratejisi, Temmuz 1998'de IMF ile imzalanan Yakın İzleme Anlaşması'nın programa bağlı ve mali destekli bir stand-by anlaşmasına dönüştürülmesi çerçevesinde yüksek ve kronik enflasyonun düşürülmesine yönelik olarak hazırlanan 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı'nın temel unsurunu oluşturmaktadır.

9 Aralık 1999 tarihinde IMF'ye sunulan niyet mektubu 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı'nın temel politika belgesini oluşturmakta ve 2000-2002 arasında uygulanacak politikaların çerçevesini çizmektedir. Buna göre programın:

- kamu kesiminde sıkı maliye politikası ile faiz dışı fazlanın artırılması, kamu kesimi bankacılık kesimi, sosyal güvenlik ve tarım kesiminde yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmelerin hızlandırılması
- enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası izlenmesi
- ilk iki politikanın enflasyon ve reel faizlerdeki düşüşe katkıda bulunmasını sağlamak amacıyla enflasyonun düşürülmesine odaklanmış güçlü bir kur ve para politikası

olmak üzere üç temel üzerine oturtulduğu görülmektedir.⁶⁵

Bu anlamda 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı, sadece enflasyonu düşürme hedefi ile sınırlı kalmamakta ve ekonominin yapısı ve işleyişi ile ilgili köklü politika dönüşümlerini içeren politika tercihlerini kapsamaktadır. Ayrıca program, Temmuz

⁶⁵ Hazine Müsteşarlığı, **Enflasyonla Mücadele Programı Politika Metinleri**, Cilt I, Ankara:Hazine Müs., Ocak 2000, s. ii-xii

1998'den günümüze IMF ile olan ilişkiler silsilesinde yeni bir dönüm noktasının da başlangıç sürecine karşılık gelmektedir.

Programın TCMB açısından en somut politika dönüşümü, 1995 sonrasında uygulanan enflasyon kadar devalüasyon şeklinde özetlenen ancak önceden açıklanmayan kur rejiminden önceden açıklanan ve enflasyon hedefine yönlendirilen kur rejimine geçilmesidir. Bunun yanında 1990'lı yıllar boyunca belirli bir kur-faiz dengesini finansal kriz çıkarmadan sürdürmeye çalışan TCMB'nin para politikası, tamamen uluslar arası yatırımcıların sermaye giriş ve çıkışları şeklinde tezahür eden davranışlarına bırakılmıştır.

Türkiye ekonomisinin döviz kuru hedefleme stratejisi deneyimi, dışa açık bir ekonomide nominal çapa tesis etmenin güçlüklerini açık bir biçimde ortaya koymakta ve kur ve enflasyon hedeflerinin bir arada olduğu bir politika düzleminde finansal kriz dinamiklerinin nasıl oluşacağına dair adeta laboratuvar koşulları sunmaktadır.

Buna bağlı olarak stratejinin işleyiş dinamikleri, monetizasyonun olmadığı bir ortamda bile enflasyonun artabileceğine bir çerçeve oluşturmakta ve temel kaygının neden fiyat istikrarı (enflasyon) olmadığına daha iyi anlaşılmasına imkan vermektedir.

i. Hedefleme Stratejisinin Temel Karakteristikleri ve İşleyiş Süreci

2000-2002 Enflasyonu Düşürme Programı'nın üzerine inşa edildiği döviz kuru hedefleme stratejisi, TCMB'nin izleyeceği para ve döviz kuru politikaları açısından iki temel karakteristiğe sahiptir. Bu bağlamda, söz konusu karakteristiklerin para ve döviz kuru ile ilgili gelişmelerin yerli ve yabancı iktisadi ajanlar açısından öngörülebilir kılınmasıyla, enflasyon beklentilerinin yönlendirilmesi ve finansal piyasalarda belirsizliğin azaltılmasını temin etmesi amaçlanmıştır.

İlk karakteristik, döviz kuru için belirlenen taahhüt mekanizmasını oluşturmakta ve iki ana takvim dönemine bağlanmaktadır. İlk dönem 18 aylık süreci içermekte ve TCMB tarafından uygulanan kur politikası enflasyon hedefine yönelik günlük kur uygulaması esasına dayanmaktadır. 1 ABD Doları+0.77 Euro olarak takip edilen kur

sepeti artış oranı günlük bazda 1 yıllık süreyi kapsayacak şekilde açıklanmış ve tüm işlemler önceden belirlenmiş değerler üzerinden yapılmıştır. Bu kapsamda, kur sepeti artış oranları yıllık %20 oranında hedeflenen TEFE artış oranına göre ayarlanmış ve günlük değerleri ilan edilmiştir. Ayrıca günlük döviz kuru sepeti ayarlamalarının da her ay içerisinde sabit kalması öngörülmüştür.⁶⁶

İkinci alt dönemde, Temmuz 2001- Aralık 2002 tarihleri arasında merkez parite etrafında simetrik olarak genişleyen bant sistemine geçileceği taahhüt edilmiştir. Bu band her yıl bir ucundan diğer ucuna %15 puanlık bir oranda genişleyecek ve bandın toplam genişliği Aralık 2001 sonunda %7.5'e Haziran 2002'de %15'e Aralık 2002'de ise %22.5'e çıkartılacaktır. Bu uygulamada sepet kuru artış hızının belirlenen band değeri içinde hareket etmesi sağlanacak kurun band değeri içindeki hareketine müdahale edilmeyecektir. Kurun bandın alt ve üst sınırlarını zorlaması durumunda ise döviz piyasasına müdahale edilecek ve kur yeniden band içine çekilecektir.⁶⁷

Hedefleme stratejisinin ikinci karakteristiği, ilan edilen kur taahhüdünü likidite kontrolü ile desteklemek amacıyla TCMB'nin önceden açıkladığı fiyatlarla kendisine getirilen tüm dövizini satın alması, dolayısıyla piyasaya döviz karşılığı TL vermesidir. Bu çerçevede TCMB bilançosunda para tabanının değişimi sadece NDV kalemindeki değişim ile sınırlandırılmış ve NİV kalemine üst limit hedefleri konulmuş ayrıca bankacılık sisteminin likidite taleplerinin karşılanabilmesi için zorunlu karşılık oranları azaltılmıştır. NİV kalemi, dini bayram dönemleri hariç, performans kriteri olarak belirlenen maksimum değeri merkez alan ve bir önceki üç ayın sonundaki para tabanı büyüklüğünün %5'i oranındaki alt ve üst limitler dahilinde değişebilecektir.

Bir performans kriteri olarak NİV büyüklüğünün değerlendirme hesabı hariç tutulduğunda her üç aylık dönemin sonunda -1200 trilyon TL tutarında sabit kalması hedeflenmiştir. NİV kalemi yanında, NUR kaleminin her bir çeyrek için sırasıyla 12

⁶⁶ Ferya Kadioğlu, Z. Kotan ve G. Şahinbeyoğlu, "Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri:Türkiye 2000", **TCMB Tartışma Tebliği** No. 51, Temmuz 2001, s. 4

⁶⁷ Yeldan, s. 166-167

milyar \$, 12.8 milyar \$, 12.8 milyar\$ ve 13.5 milyar\$ alt limitlerinin üzerinde gerçekleşeceği performans kriteri olarak belirlenmiştir. NİV kriteri 2000 yılı boyunca geçerli olacak, NUR kriteri ise yılın ikinci yarısından itibaren gösterge hedef olarak kabul edilecektir.⁶⁸

Bu temeller üzerinde strateji, kronik yüksek enflasyon ortamında döviz kuruyla enflasyon arasında sıkı bir ilişkinin varlığı ve enflasyonun gösterdiği atalet dinamiğine bağlı olarak, döviz kurunu nominal çapa olarak almakta ve dış ticarete konu olan mal fiyatlarındaki artışları sınırlamayı ve kur taahhüdünün doğuracağı kredibilite ve bekleyişler aracılığıyla da dış ticarete konu olmayan mal ve hizmetlerin fiyatlarında geçmişe yönelik endeksleme davranışlarının kırılması suretiyle enflasyonda kalıcı bir düşüş sağlamayı amaçlamaktadır.

Stratejinin önemli bir özelliği, döviz kurunu nominal çapa olarak kullanmanın yerli paranın değerlendirilmesi suretiyle dış ticaret dengesinde doğuracağı bozucu etkileri önlemek amacıyla, en başta bir çıkış stratejisine yer vermesidir. Kur taahhüdünden çıkışın önceden belirlenmesinin banka-finans kesiminin denetim ve gözetim sürecinin yeniden yapılandırılması ve bilançolarının daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasına da imkan vereceği düşünülmektedir. Ancak kur taahhüdünden sağlıklı bir çıkış olabilmesi kendi içinde bir riske de zemin hazırlamaktadır. Zira strateji, enflasyon yeteri kadar süratle düşürülemezse ve önceden belirlenmiş kur seyri ile enflasyon arasında anlamlı bir fark oluştuğu derecede, iktisadi ajanların banda geçiş ile birlikte önemli oranda bir devalüasyon oluşacağı beklentisiyle hareket ederek banda geçiş öncesinde TL'ye yönelik bir spekülasyon atakta bulunmaları riskini taşımaktadır.⁶⁹

Stratejinin dizaynında politika yapıcılarının önemli bir beklentisi de, kur taahhüdü ile enflasyonist süreçte döviz kurundan kaynaklanan belirsizliklerin ortadan kalkması ve risk priminin azalmasıyla nominal faiz oranlarının düşmesi ve daha çok dış kaynak

⁶⁸ Kadioğlu vd., s. 5-6

⁶⁹ Yılmaz Akyüz ve Korkut Boratav, "Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı: 197, Ağustos 2002, s. 26

girişiyile sürdürülebilir bir büyüme ortamının tesis edileceğidir. Nitekim TCMB'nin uygulayacağı para politikası para tabanındaki artışların NDV artışlarına bağlanmasıyla söz konusu beklenti üzerine kurulmuştur.

Esas olarak TCMB analitik bilançosu, Para tabanı = NİV + NDV eşitliğine indirgenebilir. Eşitlik itibariyle, NİV sınırlandırılmış olduğundan para tabanının genişlemesi ancak NDV artışlarıyla mümkündür. Ancak analitik bilanço açısından para tabanının genişlemesi sadece TCMB'ye dış yükümlülük doğurmayacak şekilde gelen döviz girişlerine bağlıdır. Bu haliyle TCMB'nin bankacılık sistemine döviz borçlanarak ya da IMF kredisi kullanarak değil ancak kendisine dış yükümlülük doğurmayacak biçimde, bankalardan döviz satın alarak para tabanını genişletmesi mümkündür.

Bu durum TCMB'nin yarı para kurulu gibi hareket etmesi anlamına gelmekte ve para politikası doğrudan doğruya dış kaynak girişlerine bağlanmaktadır. Döviz girişleri TCMB'nin sterilizasyon yapmayacağı anlamına geldiğinden dış kaynak girişi sürdüğü müddetçe para tabanı artışlarının faiz oranlarını düşüreceği ve iç dengenin sürdürülebilirliği açısından da bir rahatlama olacağı umulmaktadır. Nitekim bu amaçla NUR üzerine taban sınır getirilerek dış borçlanmanın vade riskini asgaride tutmak amacıyla kısa vadeli borç stoğuna tavan konulmuştur.⁷⁰

TCMB'nin sterilizasyon yapmamasının iki nokta ile gerekçelendirildiği görülmektedir: İlk nokta, 1999 yılında ekonomide yaşanan ciddi küçülme nedeniyle reel faizlerde yaşanacak düşüşün tüketim ve yatırım artışlarıyla büyümeyi harekete geçirmesi arzulanmaktadır. İkinci nokta ise özellikle 1997 yılından sonra mevcut borç stoğuna yapılan faiz ödemelerinin ciddi bir biçimde yükselmesi nedeniyle reel faizlerde yaşanacak düşüşün gelecekteki faiz ödemelerini azaltmasına imkan vereceği düşüncesidir.⁷¹

⁷⁰ Yeldan, s. 168

⁷¹ C. Emre Alper, "The Turkish Liquidity Crisis of 2000:What Went Wrong?", **Russian and East European Finance and Trade**, Vol. 37 No. 6, November-December 2001, p. 19

2000 yılında yaşanan gelişmeler, döviz kuru hedefleme stratejisinin işleyişi ile ilgili olarak II. bölümde ortaya konan mutata dinamiklerin tipik bir biçimde Türkiye ekonomisinde de gerçekleştiğini ortaya koymaktadır.

Tablo 31, 2000 yılında stratejinin başlangıcında gerçekleşmesi beklenen gelişmelerin seyrini seçilmiş ekonomik veriler ve TCMB'nın bilanço kalemlerini çeyrek dönemler itibarıyla bir araya getirmektedir. Buna göre, Türkiye ekonomisinin 1998 yılının ikinci yarısından itibaren girdiği küçülme sürecinin ortadan kalktığı ve GSYİH büyüme oranının çeyrek dönemler olarak hızla artarak ve yıl sonunda %7.2 düzeyine ulaştığı gözlenmektedir.

Tablo 31

Bunun yanında, özellikle II.çeyrekten itibaren enflasyon oranlarının belirgin bir biçimde azaldığı ve DİBS ortalama faiz oranlarının stratejinin açıklanmasının hemen ardından hızlı bir düşüş süreci içerisine girdiği görülmektedir. Faiz oranlarında ortaya çıkan keskin düşüş, tüketici kredilerindeki genişleme ile önceki yıllarda ertelenen tüketim harcamalarının artmasını ve gelecek tüketimin öne alınmasına bağlı olarak özellikle dayanıklı tüketim ve otomobil satışlarını artırmıştır. Buna mukabil, ilk çeyrekten itibaren değerlenmeye başlayan kurun ithal malları görece olarak ucuz kılması düşük faiz oranları ile birleşerek büyümenin ithalat artışları ile sağlandığını ortaya koymaktadır.⁷²

Nitekim, ithalattaki artışa bağlı olarak cari işlemler açığının ilk iki çeyrekte hızla arttığı turizm ve bavul ticaretindeki artışa rağmen IV. çeyrekte -%5.6 düzeyine ulaştığı gözlenmektedir. Ayrıca, TEFE enflasyon oranının yıl sonu itibariyle %32.7 düzeyinde gerçekleşmesi, stratejinin TEFE için öngördüğü %20'lik artışa uygun bir biçimde değer kaybeden döviz kuru sepet değerinin düşük kalmasıyla TL'nin aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Bu bağlamda enflasyon performansının hedefin altında kalmasında düşen faiz oranları ve TL'nin değerlenmesi ile artan iç talep baskısının etkili olduğu vurgulanmaktadır.⁷³

TCMB bilanço kalemleri incelendiğinde ise, NİV kaleminin yılın ilk çeyreğinde - 1.006 ve - 1.394 trilyon TL, II. çeyrekte -996 ve 1.404 trilyon TL, III. çeyrekte - 968.5 ve - 1.431 trilyon TL hedef aralıklarında kaldığı gözlenmiş buna mukabil IV. çeyrekte Kasım ayında yaşanan likidite krizine bağlı olarak ilk kez bandın dışına çıldığı gözlenmektedir. NUR kalemi ise IV. çeyreğe kadar olan dönemde her bir çeyrek dönem için belirlenen hedef alt limitlerin üzerinde seyretmiş ve III. çeyrekte 17.9 milyar \$'a ulaşmıştır (Buna karşın Kasım 2000 likidite krizinin NUR kalemi üzerindeki etkisi ise Tablo 31'den açıkça izlenmektedir).

⁷² Kadioğlu vd., s. 8

⁷³ Yeldan, s. 173

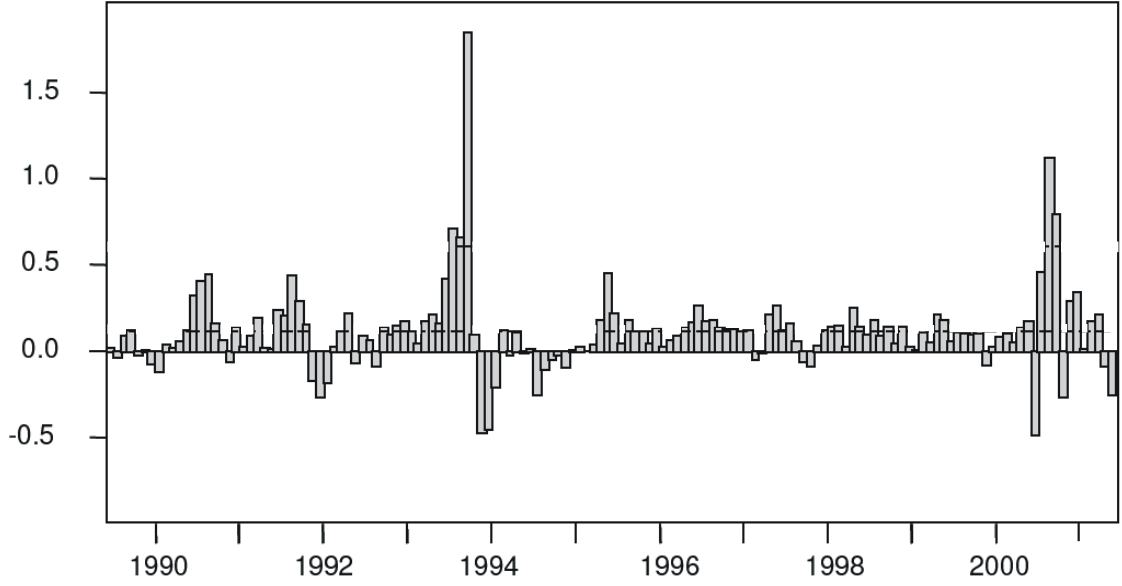
Bu çerçevede TCMB'nin Kasım 2000'e kadar para kurulu benzeri işlevini başarılı bir biçimde sürdürdüğü ve para tabanındaki artışların NDV artışlarına bağlı olarak gerçekleştiği gözlenmektedir.

ii. Kasım 2000: Pasif Para Politikası ve Likidite Krizi

Esas olarak “Enflasyonu Düşürme Programı” adı altında uygulanmasına ve enflasyon için belirli hedefler ortaya koymasına rağmen, 10 aylık bir uygulama sürecinin ardından yaşanan likidite krizi, stratejinin kurgusu itibarıyla temel kaygısının enflasyon hedefi olmadığına işaret etmektedir. Bu anlamda Kasım 2000 kriz sürecinin anlaşılması döviz kuru hedefleme stratejisinin asıl amacının ortaya konulmasına imkan vermektedir.

Şekil 30, Kasım 2000 dönemine gelindiğinde finansal piyasalardaki baskının derecesini ölçmek için döviz kuru, faiz oranı ve resmi döviz rezervlerine ait aylık verilerdeki %değişmelerin ortalamasından hareketle bir finansal baskı endeksi ortaya koymaktadır. Bu bağlamda finansal baskı endeksinin Ocak-Nisan 1994 dönemi ve Şubat-Nisan 2001 döneminde iki kez sıçradığı gözlenmektedir. Buna mukabil Şekil 30, Kasım 2000'de TL'ye yönelik spekülasyonun atağı yansıtmamaktadır. Zira TCMB çok yüksek faiz, önemli döviz rezervi kayıpları ve IMF tarafından sağlanan 7.5 milyar\$ tutarındaki Ek Rezerv Olanağı ile (Supplemental Reserve Facility) Kasım ayındaki spekülasyonun atağı karşılamakta “başarılı” olmuştur.⁷⁴

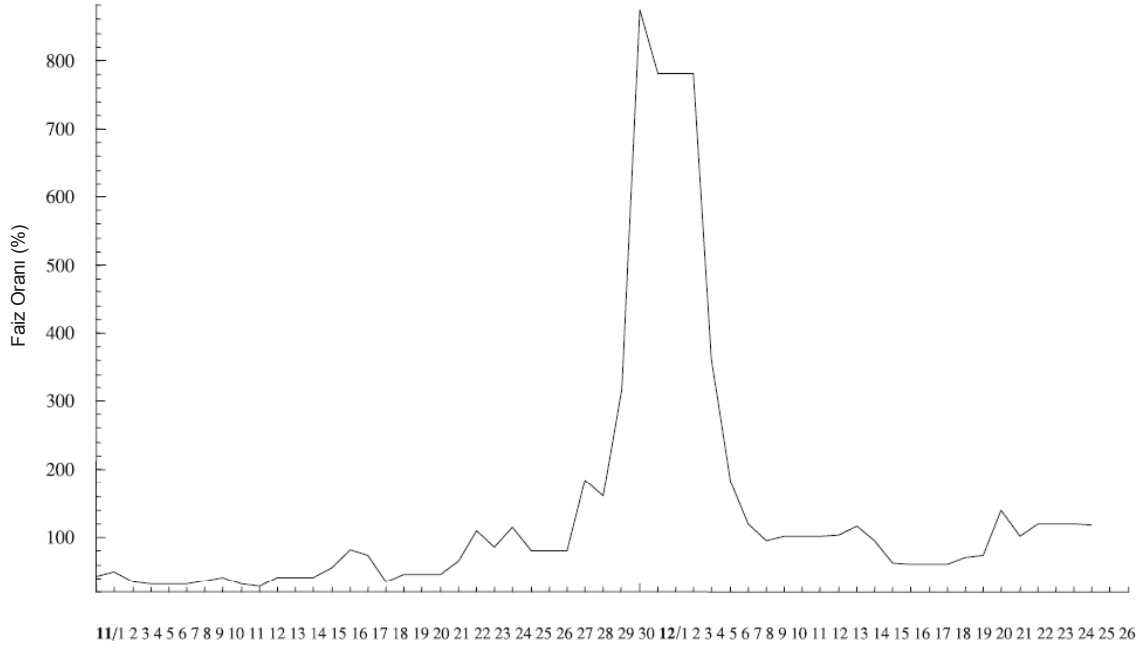
⁷⁴ Fatih Özatay and G. Sak, “Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-2001 Financial Crisis”, **CBRT Discussion Paper** No. 68, December 2003, p. 35 ve Ercan Uygur, “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, **TEK Tartışma Metni**, No. 2001/1, Nisan 2001, s. 5



Şekil 30. Finansal Baskı Endeksi (1990-2001)

Kaynak: Fatih Özatay and G.Sak, “Banking Sector Fragility and Turkey’s 2000-2001 Financial Crisis”, *CBRT Discussion Paper* No.68, December 2003, p.35 ve Ercan Uygur, “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, *TEK Tartışma Metni*, No.2001/1, Nisan 2001, s.5’ten yararlanarak düzenlenmiştir.

Şekil 31’de gecelik faiz oranlarında gözlenen sıçrama spekülâtif atağın gücünün anlaşılmasına imkan vermektedir. Bu bağlamda 1 Aralık itibariyle gecelik faiz oranlarının %873 gibi dramatik bir düzeye yükseldiği gözlenmiştir.

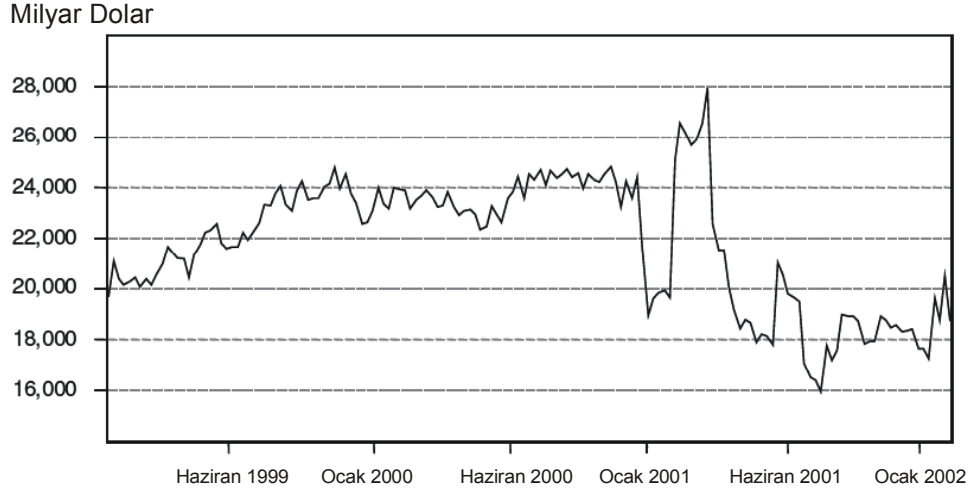


Şekil 31. Gecelik Faiz Oranları (1 Kasım-26 Aralık 2001)

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html)

Bunun yanında Şekil 32 Kasım 2000’de yaşanan spekülasyonun döviz rezervleri üzerindeki etkisini gözler önüne sermektedir. Haziran 1998’de 26.4 milyar\$’lık rekor seviyenin ardından aynı yıl Rusya krizinin etkisiyle 19.7 milyar \$ düzeyine inen döviz rezervleri 1999 yılı sonunda 23.2 milyar \$’a ulaşmıştır. 2000 yılının ikini yarısında ortalama 24 milyar\$ düzeyinde gezinen rezervlerin spekülasyonun ardından 1 Aralık itibariyle 19 milyar\$ düzeyine düştüğü gözlenmiştir.⁷⁵

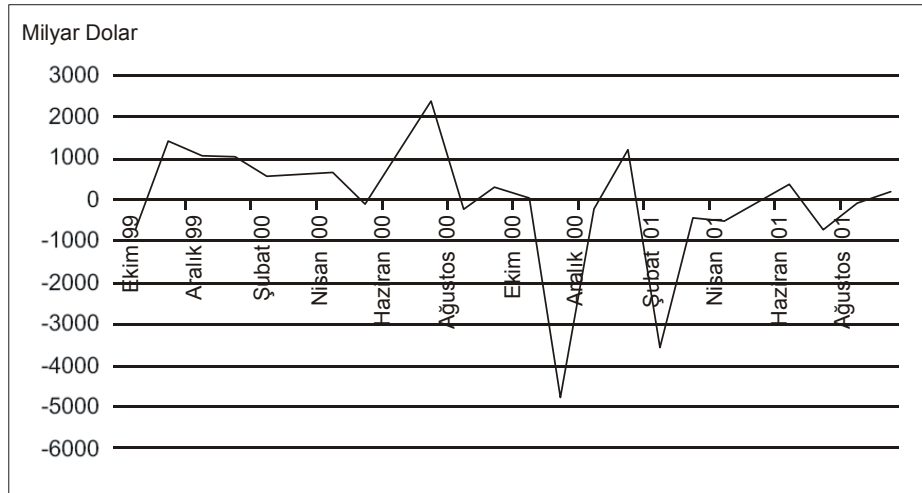
⁷⁵ Uygur, “Krizden Krize....”, s. 4



Şekil 32. TCMB Aylık Döviz Rezervlerinin Seyri (1999-2001, milyar\$)

Kaynak: TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (tcmbf40.tcmb.gov.tr/cbt.html)

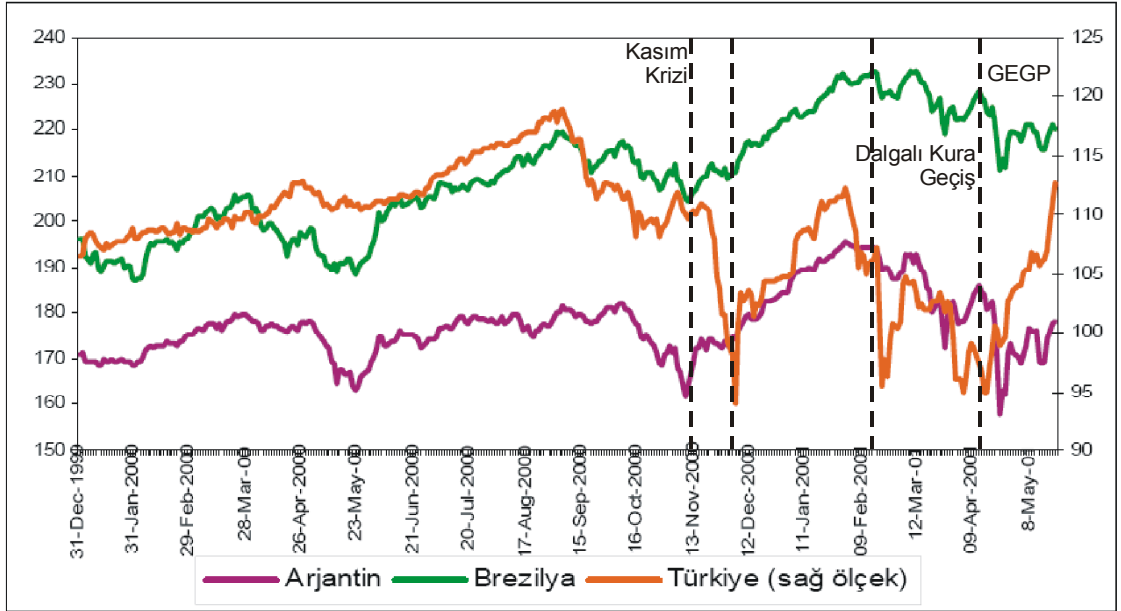
Gerek gecelik faiz oranlarındaki yükselişin gerekse döviz rezervlerinde meydana gelen kayıpların “aniden” ortaya çıkması, stratejinin öngördüğü dış kaynak girişlerinde bir diğer deyişle sermaye hareketlerinde yaşanan “ani” bir duruşun etkilerini çağrıştırmaktadır. Bunu görebilmek için Şekil 33, Ekim 1999- Ağustos 2001 dönemi için kısa vadeli sermaye hareketlerinin “sıcak” unsurlarını oluşturan net portföy yatırımlarının seyrini vermektedir.



Şekil 33. Net Portföy Yatırımları (Ekim 1999- Ağustos 2001, milyon\$)

Kaynak: Nazım K.Ekinci and K.Ertürk, “Turkish Currency Crisis of 2000-1 Revisited”, *CEPA Working Paper* 2004-01, January 2004, p.11

Bu bağlamda, gecelik faiz oranlarındaki yükseliş ve döviz rezervlerinde meydana gelen ani kayıpların net portföy yatırımlarında Kasım ayında oluşan ani duruşun ürünü olduğu ancak net portföy yatırımlarındaki azalışın özellikle Temmuz 2000'den itibaren başladığı ve Kasım ayında negatife döndüğü gözlenmektedir. Net portföy yatırımlarının izlediği azalış seyri, Şekil 34'te sunulan EMBI endeksinin Türkiye için izlediği seyir tarafından da doğrulanmaktadır. Nitekim endeks değerinin Ağustos ayından itibaren düşüş eğilimine girdiği ve Kasım ayındaki kriz ile birlikte en düşük seviyelere geldiği gözlenmektedir.⁷⁶



Şekil 34. EMBI Brezilya – Arjantin- Türkiye (31.12.1999-08.05.2001)

Kaynak: Ferya Kadioğlu, Z.Kotan ve G.Şahinbeyoğlu, “Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri:Türkiye 2000”, *TCMB Tartışma Tebliği* No.51, Temmuz 2001,s.29’dan alınarak düzenlenmiştir.

Kasım 2000 krizine geliş süreci ile ortaya konan göstergeler, sermaye hareketlerinde 2000 yılının ortasından itibaren gözlenen azalışların nedenleri üzerinde

⁷⁶ Nazım K. Ekinci and K. Ertürk, “Turkish Currency Crisis of 2000-1 Revisited”, *CEPA Working Paper* 2004-01, January 2004, pp11-12 ve Kadioğlu vd., s. 29

durulmasını beraberinde getirmektedir. Esas olarak, Kasım ayında yaşanan hızlı sermaye çıkışının kökeni ile ilgili olarak temel tartışma, çeşitli tetikleyici unsurların etkisi varolmakla birlikte, bankacılık sektörünün içerdiği kırılganlıklar ile spekülasyon pozisyona sahip dış yatırımcıların 2000 yılı ortalarından itibaren portföy tercihlerindeki değişim arasında yapılmaktadır.⁷⁷

Bankacılık sektöründeki kırılganlığı temel alan yaklaşım, sermaye hareketlerindeki tersine dönüş sürecini bankacılık reformundaki gecikmeler ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun (BDDK) mevcut bankalar ile ilgili kriminal soruşturmalarına bağlansa da, banka-finans kesiminde yaşanan kırılganlığın kökeninde sürdürülemez borçlanma dinamikleri ve borcun finansman biçimi yatmaktadır.⁷⁸ Ayrıca, sağlıklı bir banka-finans kesimi borç sorununun çözülmesini gerektirdiğinden kırılgan bir bankacılık sektörünün varlığı stratejinin kurgusunun en başından sorunlu olduğuna işaret etmektedir.⁷⁹ Haliyle bankacılık sektörünün kırılganlığı krizin oluşmasında önemli bir rol oynamasına rağmen kırılganlığın boyutları ancak kriz oluşuktan sonra anlaşıldığından tek başına sermaye hareketlerindeki tersine dönüşü açıklamamaktadır.

Bu çerçevede, sermaye hareketlerinde 2000 yılı ortasından itibaren yaşanan azalışın ve Kasım ayındaki ani duruşun kökeninde dış yatırımcıların portföy

⁷⁷ Türkiye ekonomisinin Kasım 2000 ve Şubat 2001 kriz sürecinin açıklanmasında, krizin hangi modeller ile daha iyi açıklanabileceği tartışılmaktadır. Esas olarak krizin her üç nesil modelin dinamiklerinden belirli unsurları taşıdığı gözlenmesine karşın F. Özatay ve G. Sak, F. G. Özkan, C. E. Alper, M. H. Berument ve N. K. Malatyalı krizi banka-finans kesiminin kırılgan yapısı ile açıklamakta, E. Uygur ve M. Paya, krizin oluşumunda rol oynayan farklı faktörleri bir arada değerlendirmektedir. Buna mukabil, Y. Akyüz ve K. Boratav, N. K. Ekinci ve K. Ertürk krizi sermaye hareketlerinde gözlenen tersine dönüş sürecini merkeze alarak açıklamaktadır. Özatay and Sak, p. 28, F. G. Özkan, "Currency and Financial Crisis in Turkey 2000-2001:Bad Fundamentals or Bad Luck?", **The World Economy**, vol. 28 No. 4 April 2005, C. E. Alper, M. H. Berument and N. K. Malatyalı, "The Impact of Disinflation Programme on the Structure of Turkish Banking Sector: Evidence from 1988-99", iç. **Inflation and Disinflation in Turkey**, p. 167, Uygur, "Krizden Krize...", s. 18-19, M. Paya, "2001 Krizi Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme", iç. **Küreselleşme Emek Süreçleri ve Yapısal Uyum**, (Ed. A. Alpay Dikmen), 7. Ulusal Sosyal Bilimler Kongresi, TSBD, Ankara:İmaj Yay., 2002, s. 27, Akyüz ve Boratav, s. 29-30, Ekinci and Ertürk, p. 13

⁷⁸ Özatay and Sak, p. 28 ve Ekinci and Ertürk, p. 13

⁷⁹ Akyüz ve Boratav, s. 29

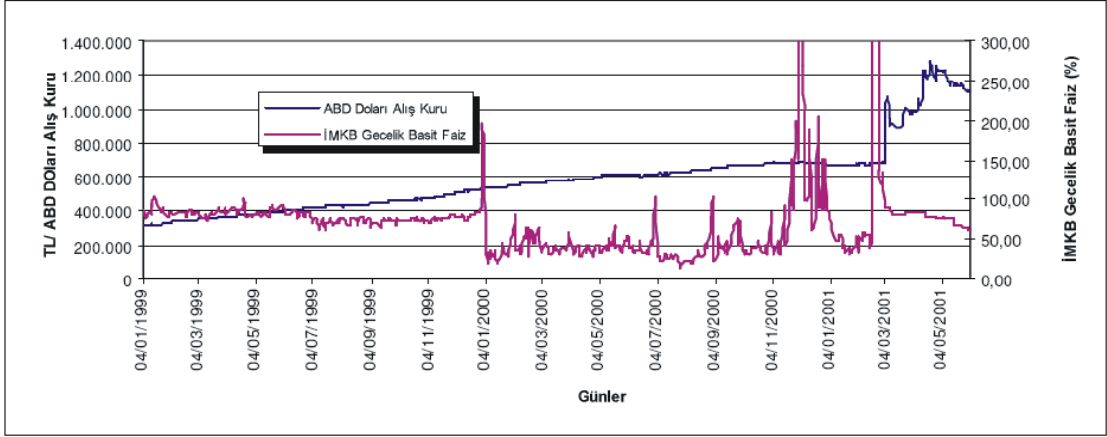
tercihlerindeki değişmeye bağlı olarak karlarını realize etmeleri yatmaktadır. Bu bağlamda devalüasyon oranının belirli olduğu bir ortamda dış yatırımcılar için gelecekte faizlerin düşeceği beklentisi sermaye kazancı anlamına gelir ve sermaye girişlerine yol açarak cari faizleri düşürür. Öte yandan faizlerin daha fazla düşmeyeceği düşünülüyorsa pozisyonların satılarak oluşan sermaye kazancının realize edilmesine bağlı olarak sermaye çıkışı ve cari faizde yükselme gerçekleşir.⁸⁰

Stratejinin uygulanmaya başlamasından itibaren döviz kuru riskindeki düşüş hem faiz oranlarını düşürmüş hem de Hazine'nin daha düşük maliyetle borçlanmasına imkan tanımıştır. Ancak faiz oranlarındaki aşırı düşme (undershooting) spekülative finansal arbitraj olanaklarını ortadan kaldırmış ve faizlerin daha fazla düşmeyeceğini gören dış yatırımcıların karlarını realize etmesiyle sermaye çıkışı yaşanmıştır.

Nitekim Şekil 35, 2000 yılının ortalarından itibaren net portföy yatırımlarının azalmaya başladığı dönemde belirsizliklerin artmasına bağlı olarak döviz kurlarında herhangi bir istikrarsızlık görülmemesine rağmen gecelik faiz oranlarında dalgalanmaların yaşandığını ortaya koymaktadır. Bu anlamda, NİV bandını dikkate alarak piyasanın likidite ihtiyacının karşılanması faizlerin 2000 yılı içerisinde önemli ölçüde dalgalanmasını beraberinde getirmiştir.⁸¹

⁸⁰ Ekinci and Ertürk, 12

⁸¹ Evrim İmer, "Genel Kabul Gören Gözlemler Açısından Türkiye ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama", **Uzmanlık Yeterlik Tezi**, Ankara:TCMB, Eylül 2003, s. 44



Şekil 35. İMKB Gecelik Basit Faiz ve ABD Doları Alış Kuru (04.01.1999-04.05.2001)

Kaynak: Evrim İmer, “Genel Kabul Gören Gözlemler Açısından Türkiye ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama”, *Uzmanlık Yeterlik Tezi*, Ankara:TCMB,Eylül 2003, s.43

Stratejinin kendi içsel kurgusu gereği para kurulu benzeri işlev gören bir merkez bankasının varlığında yaşanan sermaye çıkışı bir likidite krizinin doğmasını beraberinde getirmiştir. Nitekim, sermaye çıkışına bağlı olarak yükselen faiz oranları, faizlerin düşeceği beklentisiyle DİBS'nin finansmanını çok kısa vade ve yüksek maliyetler ile sağlayan bankaların (özellikle Demirbank'ın) likidite ihtiyacını artırmış ancak NİV kriteri nedeniyle elleri bağlı olan TCMB, söz konusu likiditeyi sisteme ver(e)memiştir.⁸²

Bu durum TCMB'nin NİV kuralını ihlal ederek son borç verici mercii olarak piyasaya likidite vermek ile kur taahhüdünü savunmak amacıyla kurala bağlı kalarak ülkenin finansal krize sürüklenmesi arasında bir açmaz ile karşılaşmasını beraberinde getirmiştir. Kasım 2000'in son haftasında TCMB piyasaya APİ kanalıyla 3.9 katrilyon TL likidite vermesine rağmen sağlanan likidite döviz talebi olarak geri dönmüş, 6.1 milyar \$ tutarında döviz satılmış ve hem NİV tavan değeri aşılmış hem de NUR taban değerinin altına inilmiştir (Tablo 31). Bunun sonucunda TCMB, 30 Kasım itibariyle piyasayı fonlamaktan vazgeçerek, para politikasının eski haliyle uygulanacağını, NİV

⁸² Yeldan, s. 190 ve G. Gökent, C. Moslares and R. A. Saenz, “Failure of Exchange Rate-Based Stabilization Plan in Turkey”, *Eastern European Economics*, Vol. 41 No. 1, January-February 2003, p. 60

kaleminin söz konusu gün itibariyle ait olduğu seviyede sabitleneceğini ve likiditenin sadece döviz karşılığı yaratılacağını açıklamıştır.⁸³

Kasım 2000’de yaşanan likidite krizi TCMB’nin pasif para politikası nedeniyle, sermaye giriş ya da çıkışlarına müdahale edememesi ve aşırı faiz düşüşlerine seyirci kalması yanında son borç verici mercii olma işlevini görememesini beraberinde getirmiştir. Buna mukabil, borçlanma dinamiklerinin sermaye girişlerine bağlanması ile politika yapımcıların aşırı faiz düşüşlerine seyirci kalması, stratejinin kurgusunda temel kaygının enflasyon hedefine ulaşmaktan ziyade borcun sürdürülmesi olduğuna işaret etmektedir.

iii. Şubat 2001: Finansal Kriz Dinamikleri

Kasım 2000 krizinden Şubat 2001 finansal krizine kadar geçen süre, Türkiye ekonomisinde politika ortamının gösterdiği mali baskınlık dinamikleri yanında finansal baskınlık dinamiklerinin de gün ışığına çıktığı bir süreci içermektedir. Bu sebeple 2001 yılı sonrasına ışık tutması amacıyla söz konusu sürecin ortaya koyduğu makroekonomik yapının daha geniş bir zaman dilimi perspektifinden ele alınması gerekmektedir.

Tablo 32, Kasım 2000 ve Şubat 2001 finansal krizinin ortaya çıkış sürecini, TCMB bilançosunun temel kalemleri ve Şekil 30’da ortaya konulan finansal baskı endeksinin unsurları itibariyle bir araya getirmektedir. Buna göre Kasım 2000 krizinin yaşandığı süreci içeren 15 Kasım – 1 Aralık tarihleri arasında döviz rezervi kayıpları ve gecelik faiz oranındaki sıçramalar dikkat çekicidir. Bunun yanında söz konusu dönemde NİV kalemindeki genişlemenin rezervlerdeki kaybın altında kaldığı para tabanındaki azalmadan anlaşılmaktadır.⁸⁴

⁸³ Kadioğlu vd., s. 11

⁸⁴ Özatay and Sak, p. 28

Tablo 32.

Kasım 2000 krizi sonucunda faiz oranlarının önemli ölçüde yükselmesi, yüklü miktarda gecelik borçlanma ihtiyaçları olan kamu bankalarıyla Tasarruf mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesindeki bankaların mali yapılarını ciddi bir biçimde bozmuştur. Kasım krizi öncesinde bile kamu bankaları ve fon bankaları likidite ihtiyaçlarını diğer bankalardan ve TCMB'den karşılamış ve TL likiditesinin bankalar arasında eşit olmayan dağılımı faiz oranlarının hem düzeyini hem de oynaklığını artırarak kur taahhüdünün ve TL likidite yönetiminin etkinliğini azaltmıştır (Şekil 35).

Ayrıca kamu bankaları ile fon bankaları yüksek likidite gereksinimleri nedeniyle diğer özel bankalara nazaran daha yüksek mevduat faizi vermeye başlamıştır. Bu durum söz konusu bankaların bankalar arası para piyasasındaki borçlanma oranlarına da açık bir biçimde yansımıştır. Örneğin, kriz sırasında bir kamu bankasının borçlanma faiz oranı %850 iken aynı faiz oranı diğer bir kamu bankası için %2.200'dür. Dolayısıyla piyasa faiz oranları TCMB'nin likidite yönetim stratejisi yerine bankaların likidite ihtiyaçları doğrultusunda belirlenmektedir.⁸⁵

Bankacılık sisteminin gösterdiği kırılgan yapı yanında, Kasım 2000 krizinin ardından hedefleme stratejisinin geleceği açısından temel sorun Kasım 2000 krizinin ardından temel sorun, faizlerin düzeyi ile döviz kuru sepetindeki değer kaybı arasındaki uyumsuzluktur. TL'nin 2001 yılı için yıllık değer kaybı %12 olarak ilan edilmesine rağmen Hazine Ocak ayı boyunca %57'lik faiz oranının altında borçlanamamıştır. Bu durum açık bir biçimde iç borçlanma için sürdürülemez bir dinamiğe işaret etmekte bir diğer deyişle faiz oranlarının döviz kuru sepetinin değer kaybı düzeyine düşmesini ya da kur taahhüdünden vazgeçilmesini gerektirmektedir.⁸⁶

Nitekim, finansal krizi tetikleyici unsur olarak 19 Şubat'ta yapılan Milli Güvenlik Kurulu toplantısının ardından TL'nin ciddi bir spekülasyon atakla karşı karşıya kaldığı

⁸⁵ Süreyya Serdengeçti, "Şubat 2001 Krizi Üzerine Düşünceler:Merkez Bankası Bakış Açısından Çıkarılacak Dersler", **VI. ODTÜ Ekonomi Konferansı Açılış Konuşması**, Ankara:TCMB, 11. 09. 2002, s. 9

⁸⁶ Özatay and Sak, p. 26

gözlenmiştir. TCMB, 1 gün valörlü 7.6 milyar\$'lık döviz talebi karşısında kur taahhüdünü savunmak amacıyla likiditeyi kismasına rağmen aşırı günlük likidite ihtiyacı içinde olan kamu bankaları nedeniyle ödemeler sistemi kilitlenmiştir. 20 Şubat itibariyle gecelik faiz oranları %2.058, 21 Şubat itibariyle ise %4.019 düzeyine fırlamış ve TCMB döviz rezervleri 20 Şubat itibariye 26.7 milyar\$ düzeyinden 21 Şubat itibariyle 23.2 milyar\$'a gerilemiştir (Tablo 32).

Rezerv azalışları ve faizlerdeki yükselişin stratejinin mevcut haliyle yürütülmesini imkansız kılması nedeniyle 21 Şubat günü kur taahhüdünden vazgeçilmiş ve döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması kararlaştırılmış ve döviz kuru hedefleme stratejisi ve 2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı sona ermiştir.⁸⁷ Kurların dalgalanmaya bırakılmasıyla ertesi gün TL -\$ kurunun 685.399 TL düzeyinden 958.000 TL düzeyine sıçradığı gözlenmiştir (Şekil 35).

Banka-fınans kesiminin kırılganlığının finansal kriz dinamiklerine katkısını görebilmek için öncelikle Tablo 33'te 1995-2001 dönemi için bir araya getirilen temel ekonomik göstergelerden hareketle iki saptamanın yapılması gerekmektedir:

İlk olarak, 1999 yılında cari işlemler dengesi hariç, borçlanma dinamikleri ve maliye politikası performansı açısından son beş yılın en kötü performansının sergilendiği görülmektedir. Buna mukabil, 2000 yılında uygulanmaya başlanan döviz kuru hedefleme stratejisi ile enflasyonun düşerek büyümenin arttığı ve kur taahhüdünü desteklemek amacıyla faiz dışı fazlanın %3.8 gibi son 5 yılın en yüksek değerine ulaştığı, faizlerdeki düşüş ve borçlanma vadesinin uzamasıyla konsolide bütçe açığının görece olarak düştüğü gözlenmektedir. Öte yandan para tabanındaki artışlar NDV artışlarına bağlandığından kamu açıklarının TCMB kaynaklarından finansmanı söz konusu olmamıştır.

⁸⁷ TCMB, Basın Duyurusu, Sayı:8, 22. 02. 2001 (www.tcmb.gov.tr, Erişim:23. 02. 2001)

Tablo 33.

İkinci olarak, 1999 yılında cari açığın çok düşük gerçekleşmesi, 2000 yılında TL'nin aşırı değerlenmesi ve cari açıkta %4.9'luk bir düzeye ulaşılmasına rağmen, söz konusu yıl içerisinde sermaye hareketlerinde yaşanan tersine dönüşü tek başına açıklamamaktadır. Zira, cari açığındaki artış, 2000 yılına özgü bir biçimde petrol fiyatlarındaki artışlar, Euro karşısında ABD dolarının değer kazanması gibi dış konjonktürde yaşanan gelişmelere bağlı olarak gerçekleşmiştir. Ayrıca TL'nin değer kazanması, stratejinin en başında öngördüğü kur taahhüdünden çıkış stratejisine bağlı olarak gerçekleşmiştir.⁸⁸

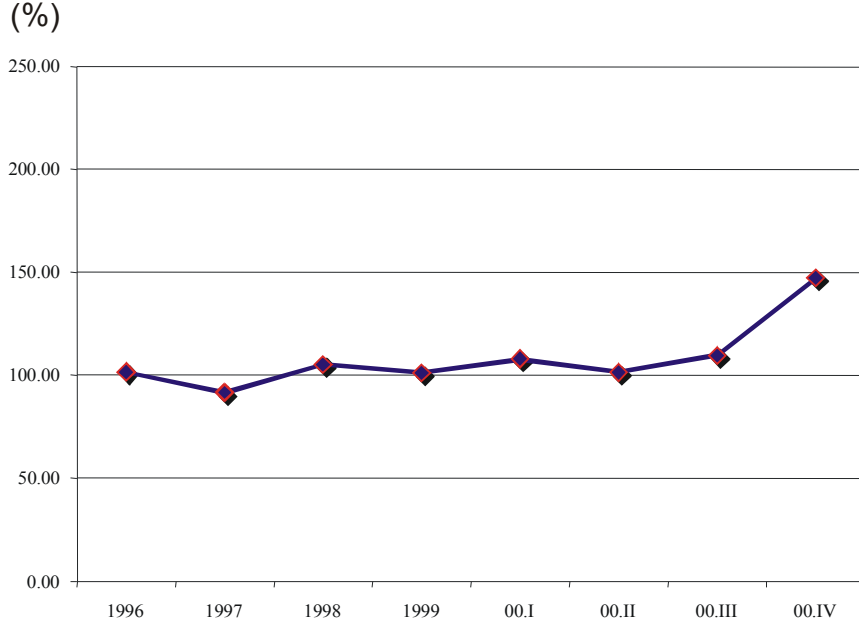
Buna mukabil, Ocak 2000-Ekim 2000 döneminde gerçekleşen net sermaye girişlerinin +15.2 milyar\$, Kasım 2000-Haziran 2001 dönemi için ise -10.4 milyar\$ olduğu dikkate alındığında her iki büyüklük arasındaki 25.6 milyar\$'lık fark –ki sermaye hareketlerinde GSMH'nin %12'sine yakın bir yön değiştirmeyi ifade eder- ekonominin sermaye giriş ve çıkışları nedeniyle karşılaştığı şokun büyüklüğünü gözler önünde sermektedir.

Öte yandan, Ocak 2000- Ekim 2000 döneminde sağlanan 15.2 milyar\$'lık sermaye girişlerinin bileşimine bakıldığında 589 milyon\$'lık kısmın doğrudan yatırım, 6.8 milyar\$'lık kısmın portföy yatırımları, 3.2 milyar\$'lık kısmın uzun vadeli, 4.6 milyar\$'lık kısmın ise kısa vadeli sermaye girişleri olduğu gözlenmektedir. 2000 yılının ilk 10 ayı için 7.6 milyar\$'lık cari açık oluştuğu dikkate alındığında sermaye girişleri ile cari açığın finansmanı arasındaki bağın koptuğu sonucuna ulaşılmaktadır.⁸⁹ Nitekim, Şekil 36 itibarıyla sunulan kısa vadeli dış borç stoku/ TCMB döviz rezervleri oranı

⁸⁸ Özatay and Sak, p. 10. Kriz öncesinde TL'nin değerli olup olmadığı başlı başına bir tartışma konusunu oluşturmaktadır. Bu anlamda cari reel döviz kurunun uzun dönem reel döviz kurundan sapma derecesi farklı endeks, farklı veri dönemi ve farklı yöntemle bağlı olarak değişebilmekte ve dolayısıyla farklı politika çıkarımlarına karşılık gelmektedir. Örneğin Civcir, kriz öncesi TL'nin aşırı değerli (overvalued) olduğunu ileri sürerken Özlale ve Yeldan, TL'nin eksik değerlendirildiği (undervalued) yönünde bulgular ortaya koymaktadır. Bu konuda aydınlatıcı bir çalışma için Kibritçiöğlü ve Kibritçiöğlü'nun çalışmasına bakılabilir. İrfan Civcir, "Before The Fall Was The Turkish Lira Overvalued?", **Eastern European Economics**, vol. 41 No. 2, March-April 2003, Ü. Özlale and E. Yeldan, "Measuring Exchange Rate Misalignment in Turkey", **Applied Economics**, vol. 36 Issue 16, September 2004, p. 1847, A. Kibritçiöğlü ve B. Kibritçiöğlü, "Türkiye'de Cari Reel Döviz Kurunun Uzun Dönem Denge Değerinden Sapma Derecesi", **A. Ü. S. B. F. Tartışma Metinleri** No. 68, Mart 2004

⁸⁹ Korkut Boratav, "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", **Mülkiye Dergisi**, Cilt 25 Sayı 230, Eylül-Ekim 2001, s. 214

incelendiğinde, söz konusu oranın %100'lerden başlayarak Haziran 2000'de %112'ye Aralık ayında ise %145'e yükselmesi sermaye girişlerinin dış borçları artırıcı bir nitelikte olduğu ve cari işlemler dengesi üzerinde bu yolla baskı yarattığı ortaya çıkmaktadır.⁹⁰



Şekil 36. Kısa Vadeli Dış Borç/ TCMB Rezervleri (%)

Kaynak: Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu(BSB), *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler*, Ankara:Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, 2001,s.12

Esas olarak kamu açıklarının monetizasyonunun olmadığı bir ortamda cari açıkların ve TL'nin aşırı değerlenmesinin Şubat 2001 finansal krizini tek başına açıklayamadığı vurgulanmaktadır. Bu anlamda Şubat 2001 krizi sonrasında kamu borç stoğunda gözlenen artış ve ekonominin %8.5 düzeyinde küçülmesi, banka-finans kesiminin bilanço yapısı itibariyle taşıdığı kırılganlıklara bağlı olarak açıklanmaktadır.

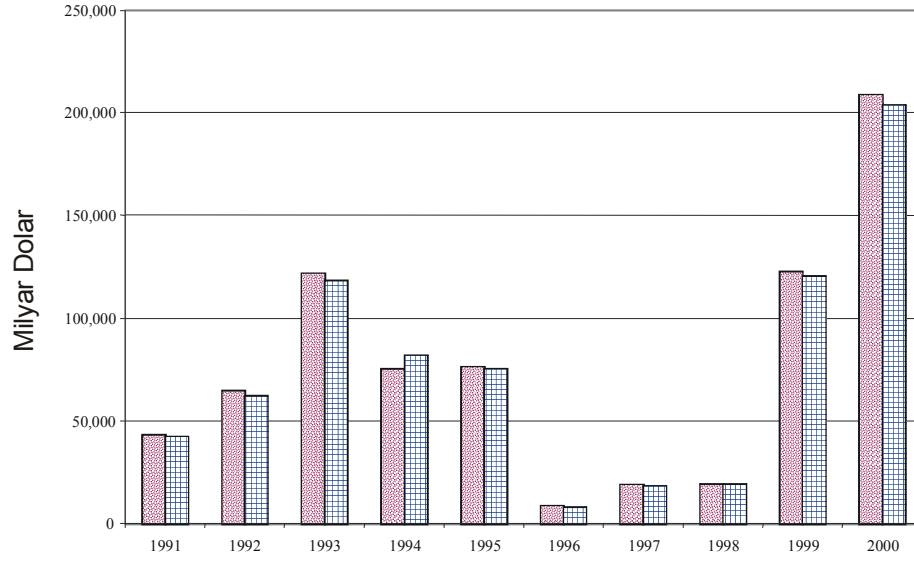
⁹⁰ Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu(BSB), *Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler*, Ankara:Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, 2001, s. 13 ve Fırat Demir, "A Failure Story: Politics and Financial Liberalization in Turkey, Revisiting the Revolving Door Hypothesis", *World Development*, Vol. 32 No. 5, May 2004, p. 865

Bunun yanında, 2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı'nın hemen başında 5 bankanın TMSF'ye devri, programın uygulanma aşamasında BDDK'nın 31 Ağustos 2000 tarihinde faaliyete başlamasıyla başlayan sürecin ardından yaşanan gelişmeler ve 27 Ekim 2000'de 2 bankanın daha TMSF'ye devri ve Kasım 2000 krizinin ardından Demirbank'a el konulması, banka-finans kesiminde daha fazla batık kurumun olduğu yönündeki algılamaları güçlendirmiştir. Bu bağlamda Kasım 2000 krizinin ardından bankacılık sektörüne yeniden güveni sağlamak için mevduat sahiplerinin yanında yabancı kreditorlere de garantiler sağlanması ahlaki zafiyet doğurmuş ve olası bir kriz neticesinde beklenen bütçe açıklarının yükselmesine neden olarak Şubat 2001 krizinin FTPL yaklaşımına uygun bir çerçeve sunmasını beraberinde getirmiştir.⁹¹

Banka-finans kesiminin 1990'lı yıllardaki temel faaliyet alanı, reel sektöre yatırım finansmanı için kredi vermekten ziyade, yüksek reel faiz ile döviz kurundaki değer kaybı arasında doğan spekülatif arbitraj imkanının uyardığı sermaye girişleri aracılığıyla kamu açıklarının finansmanı için gerekli kaynağı Hazine'ye kullandırmaktır. Nitekim Şekil 37, bankacılık kesiminin kısa vadeli dış kredi giriş ve geri ödeme hacmi aracılığıyla sermaye hareketlerinin boyutu hakkında bir fikir vermektedir. Kur taahhüdünün olduğu 2000 yılına ait sonuçlar bankacılık kesiminin yurt-dışından almış olduğu kredi hacminin 209 milyar dolara ulaştığını göstermektedir. Aynı yıl içinde bankacılık kesiminin geri ödediği kredi hacmi ise 204 milyar dolardır. Bu anlamda banka-finans kesiminin temel işlevi, kur-faiz arbitrajına dayalı kısa vadeli dış kaynağı, yurt içinde DİBS 'nde değerlendirerek kazanç sağlama haline dönüşmüştür.⁹²

⁹¹ Akyüz ve Boratav, s. 32 ve Jerome Creel and G. Kamber, "Debt, Deficits and Inflation on the Road to the EU: The Case of Turkey", *Revue de l'OFCE*, Special Issue, April 2004, p. 172

⁹² BSB, s. 11



Şekil 37. Bankalar Kısa Vadeli Yurtdışı Kredi Hacmi (1991-2000, milyar\$)

Kaynak: Erinç Yeldan, *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi*, İstanbul: İletişim Yay., 2001, s.145

Bu yapı altında Tablo 34, banka-fınans kesimine ilişkin kırılmalı daha iyi incelemek için bankacılık sektörüne ilişkin 1995-2001 dönemine ait temel rasyoları bir araya getirmektedir. Buna göre takipteki alacaklarda oluşan artış 1998 yılında %7.2'den 1999 yılı sonu itibariyle %10.7'ye yükselmiştir. Nitekim bu artışların özellikle TMSF'ye devredilen bankalar için söz konusu olması sistemin sağlığına ilişkin verilerin kalitesi ve konulan kuralların zorlayıcı niteliği hususunda şüphelere yol açmaktadır.

Tablo 34. Bankacılık Sektörüne İlişkin Temel Rasyolar (1995 – 2001, %)

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 ^a | 2000 | 2001 |
|--|------|------|------|------|------|-------------------|------|------|
| Takipteki alacaklar/toplam alacaklar | 2,8 | 2,2 | 2,4 | 7,2 | 10,7 | 9,3 | 11,6 | 18,6 |
| Döviz varlıkları/döviz yükümlülükleri | 90,6 | 93,6 | 89,6 | 84,9 | 79,4 | 71,6 | 75,9 | 81,0 |
| Bilanço açık pozisyonu (milyar \$) | 3,0 | 2,5 | 5,0 | 8,4 | 13,2 | 20,9 | 17,4 | 12,4 |
| Likit döviz var./döviz yükümlülükleri | 44,8 | 44,6 | 41,0 | 39,5 | 40,0 | 34,4 | 35,9 | 38,3 |
| Varlık/yükümlülükler (3 ay ya da daha kısa vadeli) | - | - | 45,8 | 45,7 | 46,3 | 43,9 | 39,9 | 43,9 |

a. Eylül 2000

Kaynak: Özatay and Sak, p.15'ten yararlanarak düzenlenmiştir.

Yüksek enflasyon ortamı ve bankaların ulusal para cinsinden uzun vadeli borçlanamamaları, açık pozisyonun bankacılık sisteminin karakteristik özelliği olmasını beraberinde getirmektedir. Nitekim, özellikle Eylül 2000 itibariyle bilanço döviz açık

pozisyon değerinin 20.9 milyar\$'a ulaştığı ve döviz varlıklarının döviz ykmllklere oranının da 1995'ten bu yana en düşük seviyesini gördüğü gözlenmektedir. Buna mukabil, açık pozisyonda gözlenen artışa rağmen likit döviz varlıklarının ykmllklere oranı tam tersi bir yönde seyir izlemekte ve sistemin kur, faiz ve likidite riskini artırarak sermaye hareketlerindeki ani duruşlara karşı kırılgan olmasını beraberinde getirmektedir.

Kur uyumsuzluğu yanında vade uyumsuzluğu da bankacılık sisteminin yapısal karakteristiklerindedir. Nitekim Tablo 34, bankacılık kesiminde yükümlülüklerin daha kısa vadeli, varlıkların ise daha uzun vadeli olduğunu ortaya koymaktadır. Öte yandan sistem içinde risk birikimleri açısından kamu ve özel bankalar arasında ve özel bankaların kendi içinde (ya da Demirbank ile diğer bankalar arasında) farklılıklar söz konusudur. Bu anlamda şubat 2001 krizinde kamu bankaları için yüksek faiz riski söz konusu iken özel bankalar döviz kuru riski ile karşı karşıya kalmışlardır.⁹³

Risk yapılarındaki bu farklılık, Türkiye ekonomisinde siyasal tercihlerin bir yansıması olarak toplumun belirli kesimlerine yönelik harcamaların bütçe dışı işlemler aracılığıyla yapılmasından kaynaklanmaktadır. Bu anlamda siyasal iktidarların destekleme alımları, düşük faizli kredi, sübvansiyon gibi biçimlerde yapmış oldukları harcamalar, parlamentoya sunulan bütçede gösterilmemekte, kamu bankaları ya da KİT'lerin bütçeleri içerisine "görev zararı" adı altında gizlenmektedir. Ayrıca hükümetlerin kamu bankalarına olan bu borçları DİBS'ne bağlanmadığından i borçlar arasında yer almamıştır. Haliyle KKBG ve Hazine borcu, gizli açıkların varlığı ve kamu mali yönetimindeki şeffaflık eksikliğine bağlı olarak daha düşük gzlmektedir.⁹⁴

Nitekim Tablo 33 incelendiğinde görev zararı adı altında gizlenen açıkların 1995 yılında GSMH'nın %2.2'si düzeyinden 2000 yılında %12'si düzeyine ulaştığı gözlenmektedir. şubat 2001 krizinin ardından bankacılık sistemine yönelik likidite desteği ve i borç takası yoluyla yapılan operasyonlar ve söz konusu görev zararlarının

⁹³ zatay and Sak, pp. 15-16

⁹⁴ M. Ferhat Emil ve H. Hakan Yılmaz, **Kamu Borcu Nasıl Oluştu? Bu Noktaya Nasıl Gelindi?**, Ankara:TESEV, Aralık 2004, s. 32

“aniden fark edilmesi” sonucunda KKBG ve toplam kamu iç borç stoğu, sırasıyla GSMH’nın %15.9’u ve %68.1’ine yükselmiştir.

Esas olarak Şubat 2001 krizinde, bankacılık sektörünün borçları önemli ölçüde kesinleşmeyen kamu borçlarını ifade ettiğinden piyasa katılımcılarının gelecekteki açıkların en azından bir kısmının monetizasyon yoluyla kapanacağı yönündeki beklentileri önemli bir rol oynamıştır. Buna mukabil, 2001 yılından sonra uygulanan politikalar borç stoğunu monetizasyon yoluyla değil; FTPL yaklaşımının açıklamaları doğrultusunda, faiz dışı fazla hedefiyle eritmeyi öngörmekte ve 2001 sonrasında uygulanacak maliye politikaları açısından bir davranış değişikliğine karşılık gelmektedir. Bu anlamda Türkiye ekonomisinin 2001 yılında %8.5’lik küçülme sonucunda ciddi bir borç deflasyonu yaşadığı gözlenmektedir.⁹⁵

2. Enflasyon Hedeflemesi Tercihinin Oluşumu

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri, Türkiye ekonomisinin makroekonomik uyum sürecinde 1989 yılından bu yana sürdürülen iktisat politikalarının sonuna geldiğini ve sorunun makroekonomik politika ortamının yapısından kaynaklandığını açık bir biçimde ortaya koymuştur.

1989-2001 arası dönemin fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümeden uzak politikalar silsilesi yüksek ve kronik enflasyon sorununun yanına yüksek kamu açıkları ve yüksek borç stoğu sorunlarını da eklemiştir. Bu sorunların ortaya koyduğu makroekonomik yapı, 2001 yılından sonra uygulanacak politikalar üzerindeki kısıt koşullarını oluşturmakta ve uygulanacak politikalar bizzat bu yapının dönüştürülmesi üzerine inşa edilmektedir.

Bu bağlamda, yeni politikaların çerçevesi, döviz kuru hedefleme stratejisinin gerçekleştirmeyi arzuladığı koşullardan farklı bir özellik sergilememekte ancak para

⁹⁵ Akyüz ve Boratav, s. 37 ve Creel and Kamber, p. 172. Bu sebeple B. Eichengreen, krizden sonra borç deflasyonu olgusuna bağlı olarak Türkiye ekonomisinde genişlemeci mali daralma hipotezine uygun bir büyüme sürecinin yaşanmayacağını vurgulamıştır. Barry Eichengreen, “Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey?”, **Background Paper for the World Bank’s Global Development Finance**, 2002, p. 1

politikası hedefleme stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi tercih edilmektedir. Bir diğer deyişle enflasyon hedeflemesi; Türkiye ekonomisi için, politika ortamının özelliklerinin 1990'lı yıllar ile aynı olduğu (eski şişe) ancak enflasyonun düşürülmesine yönelik politika tercihinin farklı (yeni şarap) yapıldığı bir sürecin yeni unsurunu oluşturmaktadır.

a. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ve Enflasyon Hedeflemesi

Genel stratejisi Nisan 2001'de açıklanan ve 15 Mayıs 2001'de uygulanmaya başlanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın (GEGP) temel amacı, *“kur rejiminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak ve eşanlı olarak bu duruma bir daha geri dönülmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmak”* şeklinde açıklanmıştır.⁹⁶

Ana felsefesi itibarıyla GEGP, esas olarak 1980 yılında başlayan Türkiye ekonomisinin dünya ekonomisi ile bütünleşme sürecinde devlet – ekonomi ve toplum arasındaki ilişkilerde bir yeniden yapılanmayı ve Türkiye ekonomisinin sermaye birikim rejiminde köklü dönüşümleri öngörmektedir. Bu çerçevede, 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı'nın kamu kesimi reformu, bankacılık kesimi, sosyal güvenlik, özelleştirme ve tarım kesimine yönelik yapısal nitelikli dönüşümler ve enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası yanında döviz kuru hedefleme stratejisine dayandığı hatırlandığında, GEGP'nin ilk iki politika alanını muhafaza ederken, üçüncü uygulamayı Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerine yol açan temel nedenlerden bir olarak görüp terk etmiş ve esnek-dalgalı kur rejimini benimsemiştir.⁹⁷

Nitekim GEGP, Türkiye ekonomisinin kriz-istikrar(sızlık)-büyüme üçgeninde sıkışıp kalmasını *“sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin oluşması ve başta kamu*

⁹⁶ Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı(GEGP) s. 2
(www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf, Erişim: 25. 08. 2001)

⁹⁷ BSB, **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler**, s. 8-9

bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıksız yapının ve diğer yapısal sorunların kalıcı bir biçimde kavuşturulamamış olması’na bağlamaktadır.

Bu kapsamda programın öngördüğü temel düzenlemeler şunlardır:

- Bankacılık kesiminde kamu ve TMSF bünyesindeki bankalar başta olmak üzere hızlı ve kapsamlı bir yeniden yapılandırmaya bağlı olarak ve finansal piyasaların etkin bir biçimde işlemesiyle bankacılık sektörü ile reel sektör arasında sağlıklı bir ilişkinin yeniden kurulması
- Kamu finansman dengesini bir daha bozulmayacak biçimde güçlendirerek, kamu kesiminde önemli miktarda faiz dışı fazla verilmesi ve kamu kesiminin kaynak tahsisi sürecinde şeffaflık ve hesap verebilirliğin sağlanması ve yolsuzlukla mücadelede etkin bir sistem oluşturulması için gerekli yasal düzenlemelerin yapılması
- TCMB kanununu, fiyat istikrarı temel amaç olarak belirlenecek ve Banka’ya enstrüman bağımsızlığı temin edecek şekilde değiştirmek
- Enflasyonla mücadelede aktif bir para politikası uygulamak ve şartlar sağlandığında enflasyon hedeflemesine geçmek
- Enflasyon hedefiyle uyumlu bir gelirler politikası izlemek

Bu çerçevede GEGP, 2000 yılında %3.8 olarak gerçekleşen faiz dışı fazlanın %5.5’e çıkartılmasını ve kamu borç stoğundaki artışın kontrol altında tutulabilmesi için faiz dışı harcamalarda azami tasarruf ve disiplin öngörmektedir. Bunun yanında 2001 yılı sonunda TEFİ için %57.6 TÜFE için ise %52.5’lik bir enflasyon hedefi benimsenmiştir.⁹⁸

Esas olarak GEGP öncesine kadar TCMB’nin bir para politikası hedefleme stratejisi olarak enflasyon hedeflemesini benimseyeceği yönünde açık bir beyana ya da resmi politika dokümanına rastlanmamakla birlikte, 09.12.1999 tarihinde IMF’ye verilen niyet mektubununun 34. maddesi, döviz kuru hedefleme stratejisinin ikinci alt

⁹⁸ GEGP, s. 10

döneminde merkez parite etrafında “*aşamalı olarak genişleyen band uygulamaya konuldukça tamamen döviz kuru üzerine oturmuş bir para politikasından enflasyon hedefine ulaşmak için daha fazla esnekliğe izin veren bir para politikasına aşamalı geçişi sağlamak üzere NİV politikasına daha fazla esneklik tanınacağını*” ortaya koyarak enflasyon hedeflemesinin bir alternatif olduğunu ima etmektedir.⁹⁹

Benzer şekilde dönemin TCMB Başkanı tarafından 13.09.2000 tarihinde yapılan bir konuşmada, döviz kuru hedefleme stratejisinin ardından para politikası için yeni aşamanın 2003 yılı başlarında gündeme geleceği vurgulanarak, TCMB'nin “*yeni hedef seçimini, dalgalı döviz kurlarının ışığında, bir parasal büyüklük ve/veya doğrudan enflasyon hedeflemesi yönünde kullanacağı*” ve başarılı ülke uygulamaları dikkate alındığında “*enflasyon hedeflemesinin ciddi bir seçim olarak ortaya çıktığı ve şimdiden test edilmeye başlandığı*” ifade edilmektedir.¹⁰⁰

Bu durumda ilk kez GEGP tarafından açık bir biçimde ifade edilen enflasyon hedeflemesi tercihi, TCMB bünyesinde yapılan zihin jimnastikleri hariç, bir seçimin değil kriz koşullarının getirdiği sürecin bir ürünü olarak karşımıza çıkmaktadır. Enflasyon hedeflemesi tercihinde rol oynayan temel faktör, bu yönüyle, enflasyon bekleyişleri için yeni bir nominal çapa tesis etme amacı yanında sabit kur rejiminin ardından esnek-dalgalı kur rejimine geçilmesidir.

Öte yandan GEGP'nin öngördüğü düzenlemeler ve para ve maliye politikaları için ortaya koyduğu çerçeve, enflasyon hedeflemesinin uygulanması için gerekli stratejik unsurların temin edilmesine yönelik uygulamaları içermektedir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesini, derin bir finansal krizin ardından sermaye birikimi rejiminde köklü bir değişimi öngören politikalar demetinin bir parçası olarak algılamak gerekmektedir.

Bu durum aynı zamanda, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, Türkiye ekonomisi için de, enflasyon hedeflemesinin talepkar bir strateji olarak

⁹⁹ Hazine Müsteşarlığı, **Enflasyonla Mücadele Programı Politika Metinleri**, s. xii

¹⁰⁰ Gazi Erçel, “Türk Ekonomisindeki Son Gelişmeler ve Para Politikasına İlişkin Beklentiler”, **Konuşmalar 2000**, Ankara:TCMB, 2001, s. 99

değerlendirilmesi gerektiğini ve bir hedefleme stratejisinin teknik doğası ötesinde içeriğe sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

b. TCMB'nin Teşhisi ve 2001 Yılı Para Politikası

TCMB'nin, Şubat 2001 krizini, kırılğan bir banka-finans kesiminin varlığında döviz kuru hedefleme stratejisinin kendi doğasına uygun işleyiş dinamikleri çerçevesinde açıkladığı gözlenmektedir.¹⁰¹

Bunun yanında, 2003 yılı başında kamuoyuna duyurduğu “Para ve Kur Politikasının Genel Çerçevesi” adlı raporunda döviz kuru hedefleme stratejisinin “*para kurulu benzeri bir para politikası*” olduğunu ifade ederek 2001 yılından sonra uygulanacak politikaların “... *Şubat 2001 öncesindeki, önceden ilan edilen kurrejimi ve onun ayrılmaz parçası Net İç Varlıklar kısıtının bulunduğu para kurulu benzeri para politikasının aksine Merkez Bankası'na borç veren son mercii fonksiyonunu aktif bir şekilde yerine getirme imkanı*” tanıdığını açık bir biçimde ortaya koymuştur.¹⁰² Buna bağlı olarak TCMB, programın başında ek bir finansman kaynağının olmamasının likidite krizinin oluşmasında önemli rol oynadığı üzerinde durmuştur.¹⁰³

TCMB'nin Şubat 2001 finansal kriznin ardından uygulamaya koyduğu para politikası çerçevesi ağırlıklı olarak kısa vadede finansal istikrarı sağlamak ve dalgalanmaya bırakılan döviz kurlarının enflasyonist etkisini en aza indirmek şeklinde belirlenmiştir. Bunun yanında TCMB'nin bağımsızlığını elde etmesine paralel olarak

¹⁰¹ Süreyya Serdengeçti, “Şubat 2001 Krizi Üzerine.....”, s. 3-4. Bununla birlikte Kasım 2000 ve Şubat 2001 kriz döneminde TCMB'na piyasalara yeterli likidite vermediği, APİ aracılığıyla bazı bankaları fonlayarak döviz almalarına olanak tanıdığı ve bazı bankalara TL. 'ye sahip olmadıkları halde döviz satarak ülkenin rezervlerinin kaybedilmesine neden olduğu yönünde eleştiriler getirilmiştir. TCMB bu eleştirilere, hedefleme stratejisinin tipine göre likidite stratejisinin değiştiğini ve imkansız üçleme hipotezi çerçevesinde faiz ve kurları aynı anda kontrol edemeyeceğini bir bilgi notu ile açıklayarak teknik bir dille karşılık vermiştir. TCMB, **Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerindeki TCMB Likidite Yönetimi ve Döviz İşlemlerine İlişkin Bilgi Notu**, 31. 07. 2003(www.tcmb.gov.tr, Erişim:01. 08. 2003)

¹⁰² TCMB, “2003Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi”, **Basın Duyurusu**, Sayı:2003-2, 03. 01. 2003, s. 13 (www.tcmb.gov.tr, Erişim:03. 01. 2003)

¹⁰³ Süreyya Serdengeçti, “Şubat 2001 Krizi Üzerine.....”, s. 3

orta vadede fiyat istikrarı amacının belirgin hale gelmesi ve 2002 yılı başında da bu amaca uygun bir para politikası çerçevesi çizilmesi planlanmaktadır.¹⁰⁴

Bu anlamda GEGP'nin açıklanması sürecine bağlı olarak TCMB, Mayıs 2001'de parasal hedeflemeye dayalı bir para programı ilan etmiştir. Programa göre para tabanı büyüklüğü için belirlenen gösterge niteliğindeki tavan değerler (dönemler itibariyle 5.900-7.300 trilyon TL arasında) temel operasyonel hedef olacak, NİV için belirlenen tavan (dönemler itibariyle 9.750-21.000 trilyon TL arasında) ve NUR'deki dönemsel değişimler için belirlenen taban değerleri de (dönemler itibariyle -1.500 milyon\$--600 milyon\$ arasında) performans kriterleri olarak kullanılacaktır. Bu kapsamda 2001 yılında dalgalı kur rejimi ile uyumlu para politikası uygulaması sonucunda belirlenen performans kriterleri ve gösterge niteliğindeki hedeflere ulaşılmış sadece para talebinin tahmin edilememesi sonucu 30 Haziran itibariyle para tabanı için gösterge niteliğindeki tavan değeri aşılmıştır.¹⁰⁵

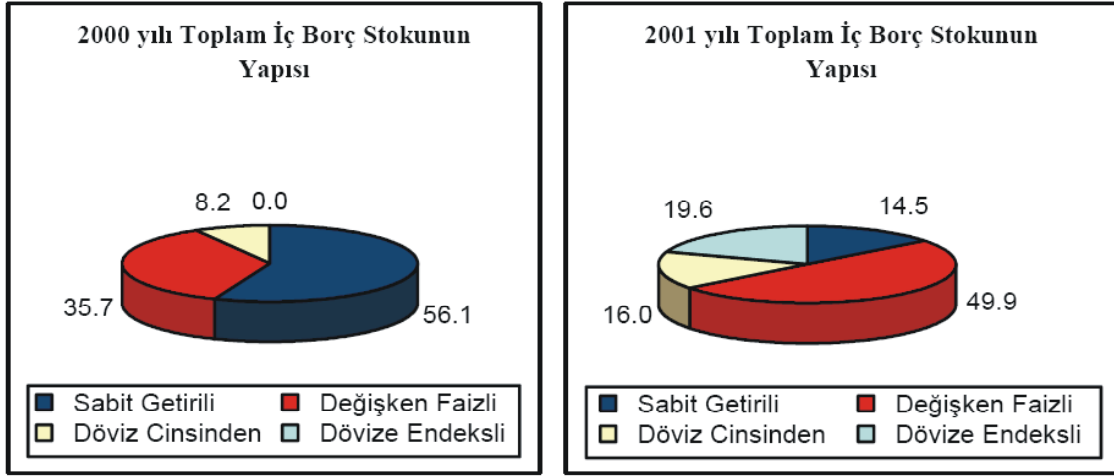
2001 yılı para politikasının çerçevesini, kamu bankaları ve TMSF'ye devredilen bankalar için yapılan likidite destek operasyonu sonucunda ortaya çıkan likidite fazlasının geri çekilerek hiper enflasyonun önlenmesi ve Haziran 2001 ortasında kamu borçlarının çevrilememe riskini azaltmak, faiz oranlarının düşmesini kolaylaştırmak ve bankaların açık döviz pozisyonlarını kapatmalarına yardım etmek amacıyla iç borç takası operasyonları belirlemiştir.

İç borç takası operasyonu hazine bonoları daha uzun vadeli sabit ve değişken faizli tahvillerin ABD dolarına endeksli ve TL cinsinden oluşan bir paketle takasını içermektedir. Bu operasyon sonucunda toplam kamu iç borç stoğu 36.5 katrilyon TL'den 122.2 katrilyon TL'ye yükselmiştir.2000 yılında ağırlıklı olarak sabit getirili senetler ve değişken faizli senetlerden oluşan iç borç stoğu 2001 yılında ağırlıklı olarak değişken faizli ve döviz/dövize endeksli senetlerden oluşmuştur (Şekil 38).¹⁰⁶

¹⁰⁴ TCMB, **2001 Yılı Para Politikası Raporu**, 15. 05. 2001, s. 20

¹⁰⁵ TCMB, **Yıllık Rapor**, 2001, s. 76

¹⁰⁶ TCMB, **Yıllık Rapor**, 2001, s. 43



Şekil 38. İç Borç Stoğunun Yapısı (2000-2001, Yüzde Dağılım)

Kaynak: TCMB, *Yıllık Rapor*, 2001, s.43

Böylece iç borç stoğunda sabit getirili senetlerin payı %56.1'den %14.5'e gerilerken değişken faizli ve döviz/döviz endeksli senetlerin payı %85.3'e yükselmiştir. Bir diğer deyişle krizin maliyetini kamu kesimi tarafından üstlenilmiş ve iç borç stoğu faiz ve döviz kurundaki değişmelere karşı kırılğan bir yapıya bürünmüştür.

C. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Türkiye'de Uygulanabilirliği

Türkiye ekonomisinde yaşanan yüksek ve kronik enflasyon süreci, uygulanan hedefleme stratejileri ve enflasyonla mücadele çabaları açısından ele alındığında, politika tercihlerinin fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyüme önceliğine göre yapılmadığını ortaya koymaktadır. Bir diğer deyişle fiyat istikrarı diğer amaçlar lehine sürekli olarak feda edilmiştir.

Bu durum, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği ile ilgili olarak yapılan tartışmaların, stratejinin kendisinden ziyade uygulandığı politika ortamının fiyat istikrarına yönelik para politikası izlemeyi sınırlayıcı karakteristikleri üzerine odaklanmasını beraberinde getirmektedir. Bir diğer deyişle, uygulanan stratejinin adı değişse bile politika ortamının aynı karakteristikleri sergilemesi, fiyat istikrarı ile diğer politika amaçları arasında çatışma doğuran dinamiklerin yeniden oluşmasına zemin hazırlayacaktır.

Türkiye ekonomisinde mali baskınlığın hakim olduğu bir politika ortamının varlığı, yeniden kriz dinamiklerinin doğmaması için, enflasyon hedeflemesine doğrudan geçilmeyip aşamalı bir dezenflasyon sürecinin benimsenmesini gerektirmiştir. Bu anlamda aşamalı dezenflasyon süreci, enflasyon hedeflemesinin stratejik gerekliliklerinin teminine bağlı olarak parasal baskınlığın hakim olduğu bir politika ortamına geçişi içermekte, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği, politika ortamındaki baskınlık unsurlarının ortadan kaldırılmasına bağlı olarak ele alınmaktadır.

TCMB, tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçiş bir diğer deyişle politika ortamındaki dönüşüm ve aşamalı dezenflasyon sürecinde, enflasyon hedeflemesinin çekirdek unsurlarını içeren ve temel politika enstrümanının fiyat istikrarı amacı doğrultusunda kullanıldığı bir para çerçevesi benimsemiştir. Bu stratejinin uygulanmasına paralel olarak, enflasyon hedeflemesine geçiş öncesi yapılan kurumsal ve teknik alt yapı hazırlıkları yanında aşamalı bir biçimde tam donanımlı enflasyon hedeflemesinin unsurlarının adapte edildiği gözlenmektedir.

Bu çerçevede öncelikle mevcut stratejinin karakteristikleri ve enflasyon hedeflemesine yönelik kurumsal ve teknik alt yapı hazırlıkları ele alınarak mevcut stratejinin dezenflasyon ve kredibilitenin inşası sürecindeki performansı ve enflasyon ve büyüme dinamiklerinin doğasında gözlenen değişim sunulacaktır. Buna bağlı olarak, fiyat istikrarı ile diğer politika amaçları arasındaki çatışmaların ele alınması; mevcut stratejinin temel politika enstrümanını enflasyon hedeflemesinin ruhuna uygun bir biçimde kullanma hususunda ne gibi kısıtlamalar ile karşılaştığını ve bu durumun enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği açısından doğurduğu sonuçları ortaya koyma imkanı verecektir.

1. Tam Donanımlı Enflasyon Hedeflemesine Geçiş: Aşamalı Dezenflasyon ve Örtük Enflasyon Hedeflemesi

GEGP'nin öngördüğü biçimde TCMB, 15.05.2001 tarihli Para Politikası Raporu'nda, politika ortamında "***gerekli şartlar sağlandığında***" tam donanımlı

enflasyon hedeflemesine geçileceğini ve para politikasının fiyat istikrarı amacına yönelik olarak yürütüleceğini ortaya koymuştur.¹⁰⁷

Tam donanımlı enflasyon hedeflemesini adapte eden ülkelerin deneyimleri hatırlandığında, Şubat 2001'in ardından %68.5 düzeyine sıçrayan TÜFE enflasyonu, gerek kontrol edilebilirlik gerekse bekleyişler ve enflasyon dinamikleri açısından enflasyon hedeflemesinin doğrudan uygulanabilirliği önünde engel teşkil etmektedir. Bu sebeple TCMB diğer ülke deneyimlerine uygun bir biçimde, nihai adaptasyon öncesi dönemi, hem TÜFE enflasyonunu aşamalı bir biçimde fiyat istikrarı ile uyumlu düzeye indirmek ve makroekonomik istikrarı sağlamak hem de enflasyon hedeflemesi için gerekli kurumsal ve teknik hazırlıkların yapılacağı bir geçiş dönemi olarak değerlendirmeyi amaçlamıştır.

Aşamalı dezinflasyon sürecinin ardından TCMB, bir para politikası hedefleme stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin tam olarak adapte edileceği tarih için ise 2006 yılı başını öngörmektedir.¹⁰⁸ Bu bağlamda 2006 yılına kadar tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçiş sürecinde gerçekleştirilecek uygulamalar, stratejinin belirli unsurlarının aşamalı olarak adapte edilmesi itibariyle kendi içinde iki alt döneme ayrılabilir.

İlk alt dönem 2002-2004 arasını kapsamakta ve dezinflasyon süreci ve kredibilitenin inşasına paralel olarak, politika ortamının getirdiği sınırlamalar çerçevesinde makroekonomik istikrarın tesis edilmesi yönünde atılan adımları içermektedir. Bunun yanında TCMB, yoğun bir biçimde kamuoyunu ve piyasaları yeni hedefleme stratejisine alıştırmaya ve operasyonel ve teknik altyapı unsurlarını kurma yönünde hazırlıklar yapmıştır.

İkinci alt dönem ise 2004 yılının kazanımları üzerine 2005 yılı başında inşa edilen ve esas olarak enflasyon hedeflemesinin ihtiyacı olan kredibilite-şeffaflık dengesinin

¹⁰⁷ TCMB, **2001 Yılı Para Politikası Raporu**, s. 30

¹⁰⁸ TCMB, "2005 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi", **Basın Duyurusu**, Sayı:2004-59, 20. 12. 2004, s. 5 (www.tcmb.gov.tr, Erişim:23. 12. 2004)

tesisine yönelik politika tedbir ve uygulamaları yanında para politikası karar alma sürecine ilişkin yapılan yenilikleri içermektedir

a. Örtük Enflasyon Hedeflemesi: Temel Karakteristikler

TCMB 2002 yılı başında tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçilinceye kadar uygulayacağı para politikası hedefleme stratejisini örtük enflasyon hedeflemesi (implicit inflation targeting) olarak tanımlamıştır.¹⁰⁹

Buna göre TCMB, enflasyonu orta vadede tek haneli düzeye indirmek ve para politikasını fiyat istikrarı amacına yönelik olarak sürdürebilmek için parasal hedefleme yanında enflasyon hedeflemesine benzer biçimde kısa vadeli faiz oranının gelecek dönem enflasyonuna göre ayarlanacağı örtük enflasyon hedeflemesi uygulayacaktır. Stratejinin “örtük” niteliği, parasal hedeflemeyi içermesi yanında tam donanımlı enflasyon hedeflemesinin gerektirdiği unsurların adaptasyonunu içeren geçiş sürecine atıfta bulunarak TCMB'nin kredibilite-esneklik dengesinin henüz tesis edilmediğini yansıtmaktadır.

Bu anlamda örtük enflasyon hedeflemesinin parasal hedeflemeyi içeren kısmı, TCMB bilançosundan seçilen ve Banka'nın kendisi dışında kalan kesimlere yönelik yükümlülüğünü ifade eden para tabanı büyüklüğünü nominal çapa olarak kullanmaktadır. Ayrıca para tabanındaki büyümenin, ekonominin büyüme tahmini ve enflasyon hedefi ile uyumlu olması kaydıyla, para tabanı düzeyi performans kriteri olarak belirlenmiştir. 2001 yılında uygulanan para politikasında para tabanı için gösterge niteliğinde olan tavan performans kriterine yükseltilerek, enflasyona karşı daha güçlü bir çapa atmak arzulanmıştır. Bunun yanında bir diğer performans kriteri değişkeni olan NUR kaleminin dönemler itibariyle belli bir alt sınırın aşağısına inmeyeceği taahhüt edilmekte ve NİV kalemi de gösterge niteliğinde bir büyüklüğe dönüşmektedir.¹¹⁰

¹⁰⁹ TCMB, “2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler”, **Basın Duyurusu**, Sayı:2002-1, 02. 01. 2002, s. 6 (www.tcmb.gov.tr, Erişim:03. 01. 2002)

¹¹⁰ TCMB, “2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler”, s. 7

Stratejide para tabanı için dönemler itibariyle enflasyon hedefi ile uyumlu hedeflere yer verilmesine rağmen, para politikası kararlarında asıl belirleyici olan gelecek dönem enflasyonundaki gelişmelere bağlı olarak kısa vadeli faiz oranlarının ayarlanmasıdır. Bu yön, stratejinin enflasyon hedeflemesi kısmını içermenin yanı sıra enflasyondaki düşüş sürecinde ve ters para ikamesinin varlığında parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişkide görülen zayıflamanın doğuracağı sorunların giderilmesi için güçlü bir çapanın tesis edilmesine karşılık gelmektedir.

TCMB'nin parasal hedeflemeye yer vermesinin bir diğer nedeni, makroekonomik hedeflerle uyumlu bir parasal genişlemenin ötesine geçmemek ve geçilmeyeceğine dair iktisadi ajanları ikna etmek, bir diğer deyişle para arz fazlası yaratmamak ve yaratılmayacağına ilişkin bekleyiş oluşturmaktır. 2002 yılını takip eden süreç içerisinde ters para ikamesine bağlı olarak TCMB, para talebinde bir artış olabileceği ihtimalini dikkate alarak para tabanı hedefinde revizyon yapabileceğini ancak bu revizyonun para arz fazlası oluşacağı anlamına gelmeyeceğini ve enflasyon hedefi için herhangi bir tehlikenin doğmayacağını belirtmiştir.

Örtük enflasyon hedeflemesi TCMB'nin esnek-dalgalı kur rejimi altında kısa vadeli faiz oranlarını, gelecek enflasyon gelişmeleri ve enflasyon hedefi doğrultusunda fiyat istikrarı amacına yönelik olarak aktif bir biçimde kullanacağını ortaya koymakta ve aşamalı dezenflasyon sürecinde enflasyon hedefi ile ilgili sinyalleri kısa vadeli faiz oranlarını ayarlayarak vermesini kapsamaktadır. Bir diğer deyişle enflasyon bekleyişleri, enflasyon hedefi tarafından yönlendirilecek, gelecek enflasyon görünümündeki olası değişmelere bağlı olarak kısa vadeli faiz oranı ayarlanacaktır.

TCMB'nin örtük enflasyon hedeflemesi, 2001 yılına kadar uygulanan para politikaları açısından radikal bir dönüşümü içermekte ve para politikasının aktif bir biçimde enflasyon hedefi doğrultusunda uygulanacağına işaret etmektedir. Aktif para politikası izleyebilmeye imkan veren unsur ise esnek-dalgalı kur rejiminin varlığıdır. Esnek-dalgalı kur rejiminde TCMB, döviz kurunda sadece iktisadi temellerle uyumlu olmayan değişmelere ve aşırı dalgalanmalara müdahale edeceğini ve müdahalelerin

herhangi bir kur seviyesini gözetme amacıyla yapılmayacağını açık bir biçimde vurgulamıştır.¹¹¹

Öte yandan parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme stratejisine ilişkin tartışma ve politika tercihlerinin “iktisat politikalarında bir geri kalmışlığı” ifade ettiği hatırlandığında; Türkiye ekonomisi açısından örtük enflasyon hedeflemesi, daha önce II. bölümde ele alınan hedefleme stratejilerinin evriminde ara amaç değişkenlerin hedeflenmesinden amaç değişkenler üzerine hedeflerin konulduğu sürece uygun bir politika tercihinin ifade etmekte ve stratejinin tipi günümüz hedefleme stratejilerinin kategorizasyonu ile uyum göstermektedir.¹¹² Bunun yanında TCMB’nin ortaya koyduğu para politikası çerçevesinin ECB ve SNB ile önemli ölçüde benzer özellikler sergilediğini vurgulamak gerekmektedir.

Nitekim ECB ve SNB’ye benzer biçimde TCMB, belirli bir enflasyon hedefini parasal büyüklüklere dikkat etmek suretiyle, kısa vadeli faiz oranlarını kullanmak suretiyle gözetmektedir. Ancak öncelik, gerçekleşen enflasyonun hedef enflasyon düzeyine yakınsamasına verilmekte, para tabanı büyüklüğü, enflasyondaki düşüş sürecinde para talebi tahminindeki değişimlere bağlı olarak kesin bir hedefte ziyade gelecek dönem enflasyonuna dair içerdiği bilgi açısından para politikası karar alma sürecine katılmaktadır.¹¹³

b. Tam Donanımlı Enflasyon Hedeflemesine Geçememe Gerekçeleri

TCMB’nin doğrudan tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçiş yerine aşamalı geçiş stratejisini benimsemesinin temelinde, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği yönünde yapılan tartışma ve çalışmaların da bir neden olarak üzerinde birleştiği mali

¹¹¹ TCMB, “2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler”, s. 5

¹¹² Stone and Bhundia, p. 19

¹¹³ TCMB, “2004Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi”, **Basın Duyurusu**, Sayı:2004-1, 02. 01. 2004, s. 5 (www.tcmb.gov.tr, Erişim:02. 01. 2004). Türkiye ekonomisi için parasal hedefleme uygun bir strateji olmasa da enflasyon hedeflemesine geçilmesi parasal büyüklüklerin artık izlenmeyeceği anlamına gelmemektedir. Şayet parasal hedefleme seçilseydi M1 değişkeni M2Y değişkenine nazaran daha fazla kontrol imkanı sunması nedeniyle tercih edilmesi gereken değişkendir. Melike Altinkemer, “Importance of Base Money Even under Inflation Targeting”, **CBRT Working Paper** No. 04/04, March 2004 ve İlyas Şıklar, **Enflasyon Hedeflemesi ve Para Talebinin Rolü**, Eskişehir:ESO Yay., No. 27, 1999, s. 147-148

baskınlık olgusu ve bu olgunun getirdiği politika ortamının karakteristikleri yatmaktadır.

Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği üzerine yapılan çalışmaların dikkat çekici bir özelliği, stratejinin Türkiye ekonomisi için uygun olup olmadığından çok Türkiye ekonomisinin enflasyon hedeflemesini uygulamaya hazır olup olmadığına sorgulanmasıdır.¹¹⁴ Nitekim, 2001 yılından önce Türkiye ekonomisi için döviz kuru hedefleme stratejisinin uygun olduğu yönünde sonuçlara ulaşan çalışmalar olmasına rağmen enflasyon hedeflemesi için benzer bir tartışma ortamının oluşmadığı gözlenmiştir.

Bu duruma, bir yönüyle enflasyon hedeflemesinin GEGP'nin bir unsuru olarak Türkiye ekonomisinin işleyiş dinamiklerini değiştirmeye yönelik sürecin bir parçası olarak ortaya çıkması kadar diğer alternatif nominal çapalar arasında sadece denenmemiş olarak enflasyon hedeflemesinin kalması da sebep olarak gösterilebilir. Bununla birlikte ortaya konulan çalışmaların doğrudan enflasyon hedeflemesine geçilemeyeceği yönünde dört temel gerekçeden hareket ettiği görülmektedir:

İlk olarak, Türkiye ekonomisinin politika yapım sürecinde yüksek kamu açığı ve borç stoğunun getirdiği mali baskınlık dinamikleri nedeniyle iç dengenin sürdürülebilirliği üzerine kurulan hassas dengeler hakimdir. Böyle bir yapıda, belirli bir hedefe yönelik taahhüdün gerçekleştirilmesi, borçlanma dinamiklerinin kırılganlığı nedeniyle mümkün değildir.¹¹⁵

İkinci olarak, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de gerek kronik kredibilite sorunu gerekse zayıf ve kırılgan kurumsal yapı, iktisadi

¹¹⁴ Haydar Akyazı, **Enflasyon Hedeflemesi Ülke Deneyimleri ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, Ankara:Seçkin Yay., 2004, s. 212

¹¹⁵ Malatyalı, s. 69, Marco Airaud, "Can Turkey Move to Explicit Inflation Targeting? Some Lessons from a Simple Policy Design with Imperfect Credibility", **LUISS Lab on European Economics Working Document**, September 2004, p. 22. Suat Oktar ve Erkan Tokucu, "Yeni Bir Para Politikası Hedefleme Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", **Banka Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı:4, Nisan 2001, s. 24, Erdal Demirhan, **Para Politikasının Değişen Yüzü:Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul:TBB, 2002, s. 127 ve Anıl Duman, "Inflation Targeting as a Monetary Policy and its Applicability to Developing Countries", **CBRT Working Papers** No. 12, November 2002, p. 17

ajanların bekleyişleri ve kararlarında geçmiş politika davranışlarının ve enflasyonist sürecin hakim olmasını beraberinde getirmektedir. Ayrıca başlangıç enflasyon düzeyinin yüksekliği, enflasyonun kontrol edilebilmesi ve tahmin yapılabilmesini engellemekte ve öncelikle belirli bir dezenflasyon sürecini zorunlu kılmaktadır.¹¹⁶

Üçüncü olarak, para ikamesinin yüksek olması ve banka-finans kesiminin şoklara karşı zayıf ve kırılğan yapısı, aktif bir de-dolarizasyon stratejisini ve bankacılık sektörü reformuna ihtiyaç duyması gerekli kılması nedeniyle aşamalı dezenflasyon sürecini gerekli kılmaktadır.¹¹⁷

Dördüncü olarak, enflasyon hedeflemesinin gerek yasal-kurumsal çerçeve gerekse operasyonel karakteristikleri itibariyle talepkar bir hedefleme stratejisi olması itibariyle, gerekli hazırlıkların yapılabilmesi için belirli bir hazırlık sürecini gerektirmektedir.

Bu faktörler yanında yapılan çalışmalar ile ilgili dikkat çekici bir diğer özellik Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesinin sorunsuz bir biçimde uygulanacağına dair herhangi somut bir vurgunun yer almamasıdır.¹¹⁸

TCMB açısından ele alındığında Banka'nın temel kaygısı, para politikasının kredibilitésinin düşük olması ve mali baskınlığa bağlı olarak politika ortamının gösterdiği yapısal karakteristiklerin para politikasının ve aktarım mekanizmasının etkin bir biçimde işlemesi önünde engel oluşturmasıdır. Bu sebeple öncelikle aşamalı bir

¹¹⁶ Suat Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 1998, s. 90-91 Ufuk Hazırolan, "Inflation Targeting:Japanese Case and Prospects for Turkey", **Araştırma İnceleme Dizisi** No. 24, Ankara:Hazine Müsteşarlığı, 1999, s. 59 ve Erdiñ Telatar ve F. Telatar, "Türkiye'de Enflasyon-Tahmin Hedeflemesi:Sabit ve Değişken Katsayılı Markov Değişimli Varyans Modellerinin Performans Karşılaştırması", **İktisat İşletme Finans**, Sayı:189, Aralık 2001, s. 86. Tahmin sürecindeki zorluklar önemli ölçüde rejim değişikliğinin, politika ortamının yapısında ve makroekonomik büyüklükler arasındaki ilişkilerin yönü ve derecesinde neden olduğu değişmelere bağlı olarak ortaya çıkmaktadır.

¹¹⁷ Marco Airaud, "Multiple Equilibria in a Dolarized Economy:Some Warnings on an Interest Rate Rule for Turkey", **LUISS Lab on European Economics Working Document** No. 7, April 2004, p. 26 ve Erdal Özmen, "Cari Açık ve Ekonomi Politikaları Üzerine", **İktisat İşletme Finans**, Sayı:223, Ekim 2004, s. 15

¹¹⁸ Akyazı, s. 215

dezenflasyon stratejisi benimsenerek para politikasının hareket alanının genişlemesi arzulanmıştır.¹¹⁹

Belirtilmesi gereken son bir nokta, enflasyon hedeflemesinin bir hedefleme stratejisi olmanın ötesinde, belirli yasal-kurumsal unsurları ve para ve maliye politikalarına disiplin getirmesi itibariyle gerek iktisadi ajanlar gerekse politika yapımcılar için, makroekonomik politika ortamının davranış kalıplarını değiştiren bir içeriğe sahip olmasıdır. Bu bağlamda tam donanımlı enflasyon hedeflemesine doğrudan geçmeme yönünde, enflasyon hedeflemesinin nasıl bir karakter ve politika yapım süreci içerdiğinin belirli bir öğrenme ve anlama sürecine ihtiyaç duyması da bir gerekçe oluşturmaktadır.

2. Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Öncesi Kurumsal ve Teknik Hazırlıklar

Örtük enflasyon hedeflemesi ile çerçevesi çizilen aşamalı dezenflasyon süreci, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği için özellikle TCMB bünyesinde gerekli kurumsal ve teknik hazırlıkların yapılmasını da içermektedir. Bu süreç, stratejinin gerektirdiği yasal – kurumsal düzenlemeler yanında TCMB'nin modern bir merkez bankası hüviyetine büründüğü ve enflasyon hedeflemesinin gerektirdiği kurumsal ve teknik yeterliliğe kavuştuğu bir çerçeve ortaya koymaktadır.

Makroekonomik politika ortamının sınırlayıcı özelliklerine nazaran enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliğine yönelik olarak yapılan tartışmalarda, bağımsızlık hususu dışında stratejinin şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi kurumsal özellikleri ve TCMB'nin teknik hazırlıklarının daha az tartışıldığı gözlenmektedir. Buna sebep olarak, uzun süredir yüksek ve kronik enflasyon ortamında yaşayan kamuoyu ve iktisadi ajanların henüz fiyat istikrarının kazanımlarını tam olarak içselleştirmemesi yanında TCMB'nin para politikası karar alma sürecinin doğası ve analitik çerçevesi ile ilgili olarak yeterince şeffaf olmaması gösterilebilir.

Doğal olarak, stratejinin nihai adaptasyonunun ardından fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümenin önemi anlaşıldıkça, enflasyon hedefinden olası sapmalar

¹¹⁹ TCMB, “2005Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi”, s. 2-3

karşısında şeffaflık ve hesap verebilirlik unsurlarının daha fazla önem kazanmasını beklenebilir. Bunun yanında TCMB kanununda yapılan değişiklikler ve şeffaflığa yönelik olarak atılan adımlar, ülke deneyimlerinin sunduğu özelliklere uygun bir yapı ortaya koymaktadır.

a. Fiyat İstikrarı Amacının Benimsenmesi

14.0.1970 tarihli ve 1211 sayılı TCMB kanununda, GEGP çerçevesinde öngörülen düzenlemelere bağlı olarak 25.04.2001 tarihinde kabul edilen 4651 sayılı “TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile enflasyon hedeflemesinin temel çekirdeğini oluşturan yasal ve kurumsal düzenlemeler yapılmıştır.¹²⁰

Buna göre 4651 sayılı Kanunun, TCMB’nin Temel Görev ve Yetkileri’ni düzenleyen kısmına ait Madde 4’te:

“Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır.”

ifadesiyle TCMB’nin nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğu yasal hükme bağlanmıştır. Madde ‘ün devamında yer alan paragrafta ise:

“Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler”

ifadesiyle TCMB’nin uygulayacağı para politikasının fiyat istikrarı ile çelişmediği müddetçe Hükümetlerin toplumsal refahı ve üretimi ve istihdamı artırıcı politikalarına destek vereceği belirtilmiştir. Kuşkusuz fiyat istikrarının sürdürülebilir büyüme ve istihdam için vazgeçilmez bir koşul olduğu hatırlandığında, Hükümetin politikaları ile TCMB’nin amacı arasındaki çatışma zaman tutarsızlığına yol açan politikalar uygulanmasında söz konusu olabilecektir.¹²¹

¹²⁰ T.C. Başbakanlık, **TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı**, 14. 04. 2001.

¹²¹ 4651 sayılı Kanun ile getirilen düzenlemede TCMB’nin hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını desteklemesi ile ilgili kısmın, para politikasının temel amacının olarak fiyat istikrarı olduğunu belirten cümleden koparılıp ayrı ele alınması, gelişmiş ülkelere daha ileri bir düzenleme şeklinde değerlendirilerek eleştiri konusu olmaktadır. Stratejin uygulanma süreci olgunlaştıkça Kanun’da ECB’nin amacına benzer bir düzenleme yapılabilir. Bu konuda 4651 sayılı Kanun’un Meclis’te görüşülmesi sırasında yapılan tartışmaların tutanakları enflasyon hedeflemesine geçişin ardından ne gibi politika

Öte yandan böyle bir düzenleme biçimi, aynı zamanda Maastricht Anlaşması'nın 105. maddesi ve ECB'nin temel amacını düzenleyen 2. madde ile de uyum göstermekte¹²² ve TCMB'nin katı bir hedefleme biçiminden ziyade esnek enflasyon hedeflemesi izlemesine de temel teşkil etmektedir.

4651 sayılı Kanun, fiyat istikrarı amacı yanında, 4. maddenin g bendinde yer alan bir ifade ile finansal istikrar amacına yönelik bir düzenlemeye de yer vermektedir. Buna göre TCMB'nin görev ve yetkileri arasında

“Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak”

da sayılmıştır. Bu bağlamda TCMB, finansal istikrarı fiyat istikrarına ilişkin politikaların etkin yürütülebilmesi için gerekli destekleyici amaç olarak görmekte ve finansal istikrarı temel amacıyla çelişmemek kaydıyla diğer sorumlu kurumlar ile birlikte gözeteceğini belirtmektedir.¹²³ Nitekim Banka'nın 2001 ve 2002 yılı likidite yönetimi politikalarının fiyat istikrarı ile çelişmemek kaydıyla finansal istikrarı da gözetecek şekilde düzenlendiği gözlenmiştir.

Örtük enflasyon hedeflemesinin ilk aşamalarında, Şubat 2001 krizinin de etkisiyle ekonominin küçülmesi ve artan işsizliğe bağlı olarak TCMB'nin izlediği politikalara yoğun eleştiriler söz konusu olmuştur. Buna mukabil, TCMB'nin yasasında yer alan fiyat istikrarı amacına yönelik olarak hareket ettiğini belirtmenin yanı sıra şeffaflık politikasını yoğun bir biçimde kullanarak Türkiye ekonomisi için fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümenin önemini ve enflasyon dinamiklerinin doğasını kamuoyu ve iktisadi ajanlar ile paylaştığı görülmüştür.

TCMB'nin bu anlamda temel sıkıntısı, aşamalı dezenflasyon ve kredibilitenin inşası sürecinin bir uzantısı ve politika ortamının sınırlamalarına bağlı olarak enflasyon hedeflemesini esnek bir uygulama biçiminde yürütememesidir. Ancak, ülke deneyimleri

çatışmaları yaşanacağına ışık tutmaktadır. **TBMM Genel Kurul Tutanağı**, 21. Dönem 3. Yasama Yılı 90. Birleşim, 24. 04. 2001

¹²² ECB, **The Monetary Policy of the ECB**, p. 10

¹²³ TCMB, “2004Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi”, s. 7

hatırlandığında, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin optimal para politikalarını enflasyon hedeflemesini esnek bir biçimde uygulayarak oluşturduklarını belirtmek gerekmektedir. Bu bağlamda nihai adaptasyon sürecinin ardından TCMB'nin kredibilite-esneklik dengesini tesis etmesine bağlı olarak esnek bir hedefleme biçimi uygulayabileceğini ve fiyat istikrarı amacı ile çelişmemek kaydıyla Türkiye ekonomisinin en önemli sorunlarından biri ve belki de ilki olan işsizlik ve istihdam sorununun çözümünde üzerine düşen görevi yapmasını beklemenin stratejinin doğasına aykırı bir yönü bulunmamaktadır.

Nitekim TCMB'nin, özellikle 2004 yılının ardından kamuoyu ve iktisadi ajanlarla paylaştığı politika belgelerinde sürdürülebilir büyüme ve istihdam üzerinde önemle durması esnek bir hedefleme biçimi için uygun bir perspektif ortaya koymaktadır.

b. TCMB'nin Enstrüman Bağımsızlığı ve Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi

TCMB'nin bağımsızlığını salt 4651 sayılı Kanun'da yapılan bir değişikliğin sonucu olarak değerlendirmekten ziyade 1980'li yıllardan ortalarından bu yana piyasa altyapısının kurulması, para programları, Hazine ile ilişkiler çerçevesinde atılan adımların bir uzantısı olarak ele almak gerekmektedir.

Ancak bu süreç, yasal düzenlemeler ile bağımsızlık yolunda kazanım elde etmekten ziyade politika ortamının sınırlamaları sebebiyle uygulamada TCMB'yi bağımlı kılarak para politikası için önemli olanın uygulamada bağımsızlık olduğunu ortaya koymuştur. Nitekim bu durum enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya çalışıldığı bir politika ortamı için de geçerlidir ve önemli politika yansımalarını beraberinde getirmektedir.

4651 sayılı Kanununun 4.maddesinde belirtildiği haliyle TCMB:

“fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler”

ifadesiyle enstrüman bağımsız kılınmıştır.4.maddenin II. kısmına ait c bendi ile III.kısımına ait c bendi:

“Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla bu Kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan

belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir... Banka, bu Kanun ile kendisine verilen görev ve yetkileri, kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır.”

ifadeleriyle TCMB'nin fiyat istikrarı amacı doğrultusunda istediği politika aracını seçme serbestisine sahip olduğunu belirterek enstrüman bağımsızlığını güçlendirmiş ve kısa vadeli faizler TCMB'nin temel politika enstrümanı olarak belirlenmiştir. Böylelikle TCMB, siyasi otoritenin kısa vadeli politika amaçları karşısında orta – uzun vadede fiyat istikrarının arkasında durarak toplumun refahını maksimize edecek bir politika izleme bağımsızlığına kavuşmaktadır.

Bunun yanında 4. maddenin II. kısmına ait b bendi, enflasyon hedefinin belirlenmesinde TCMB ile Hükümet arasındaki ilişkiyi ortaya koymakta ve amaç bağımsızlığının sınırlarını çizmektedir. Buna göre:

“Banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur”

Enstrüman bağımsızlığı ve enflasyon hedefinin belirlenmesine ilişkin bu çerçeve, diğer ülke uygulamaları ile uyumlu olduğu gibi demokratik işleyiş süreci ve siyasi iradenin politika uygulamalarının gerçek sorumlusu olması itibarıyla de uygun bir yapı sunmakta ve TCMB'nin politikaları ile maliye politikaları arasında koordinasyona da temel teşkil etmektedir. Buna mukabil, Türkiye gibi demokratik süreçlerin işleyişinde sıkıntılıların yaşandığı ve siyasi istikrar sorunları olan bir ülkede, stratejinin nihai adaptasyonunun ardından sık sık hedef değiştirmenin para politikasının kredibilitesi için doğurduğu riskler açıktır. Bu sebeple stratejinin uygulaması olgunlaştıkça ve fiyat istikrarı politikasına oturulmasının ardından, nihai amacın operasyonel olarak rakamsal bir biçimde ifade edilmesi gereği doğabilir.

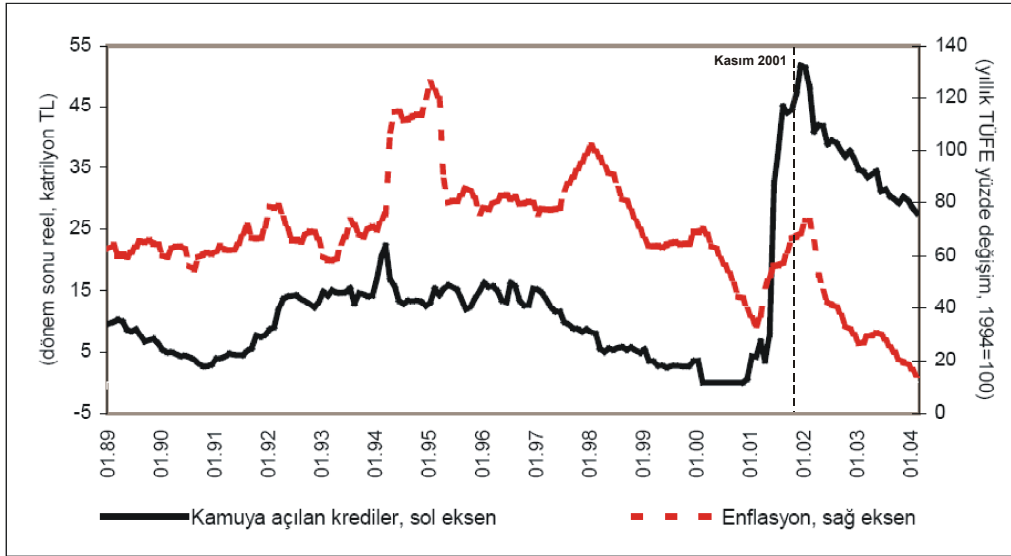
4651 sayılı Kanunun getirdiği bir diğer değişiklik, geçmiş politika uygulamalarından elde edilen dersler ışığında TCMB ile Hazine arasındaki ilişkileri düzenlemektedir. Buna göre Kanunun API ile ilgili 52. maddesi ve Banka'nın Yapamayacağı İşlemler ile ilgili 56. maddesi uyarınca TCMB:

“Açık piyasa işlemleri, yalnızca para politikası amaçları için yürütülür ve Hazineye, kamu kurum ve kuruluşları ile diğer kurum ve kuruluşlara kredi amacıyla yapılamaz...”

Banka, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alamaz.

Banka, bu Kanunla yetki verilen işlemler dışında avans veremez ve kredi açamaz, vereceği avans ve açacağı kredi teminatsız veya karşılıksız olamaz, her ne şekilde olursa olsun kefil olamaz ve doğrudan kendisi ile ilgili işlemler dışında teminat veremez”.

hükümleri getirilmiştir. Böylece Maastricht Anlaşması'nın 104. ve ECB'nin statüsünü düzenleyen 21.1 maddesi ile de uyum sağlanmıştır.¹²⁴ Buradan hareketle, Kasım 2001'den itibaren geçerli olmak üzere kamuya kredi açılmayacağı ve birincil piyasadan DİBS alınmayacağı da yasal düzenlemelerle güvence altına alınmıştır. Nitekim Şekil 39, kamuya açılan krediler ile enflasyon arasındaki açık ilişkiyi ortaya koymakta ve Kasım 2001 ardından kamuya kredi açılmamasına paralel olarak enflasyondaki düşüşü gözler önüne sermektedir.¹²⁵



Şekil 39. Kamuya Açılan Krediler ve Enflasyon

Kaynak: Süreyya Serdengeçti, TCMB 72.Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması,Ankara,01.04.2003,s.16

¹²⁴ ECB, *The Monetary Policy of the ECB*, p. 53

¹²⁵ Serdengeçti, *72. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması*, s. 16

Bunun yanı sıra, 4651 sayılı Kanun'un 25.maddesi, TCMB Başkanı'nın görev süresini 1211 sayılı Kanun'da yer alan şekli ile Bakanlar Kurulu kararıyla atanmak suretiyle 5 yıl olarak korumuştur. Ayrıca madde 29 uyarınca Başkan Yardımcılarının "*Başkanın önerisi üzerine müşterek kararla atanmaları*" öngörülmüş ve Başkan yardımcılarının görev süreleri 3 yıldan 5 yıla çıkarılmıştır. 1211 sayılı Kanun'da yer alan Başkanın görev süresi dolmadan görevden alınamayacağı hükmü 4651 sayılı Kanun ile Başkan yardımcılarını için de getirilmiş ve görev süreleri 5 yıla çıkarılmıştır. Bu düzenlemeler ile Maastricht Anlaşması'nın 108. ve ECB'nin statüsünü düzenleyen 14. madde ile de uyumlu bir biçimde politika uygulamalarının devamlılığı teminat altına alınmıştır.¹²⁶

TCMB yasasında yapılan bu değişiklikler para politikasının ilk defa bu kadar enflasyona odaklı hale gelmesini temsil etmektedir. Buna karşın, aşamalı dezenflasyon sürecinin başlamasından itibaren gerek kamuoyunun gerekse seçilmiş politika yapıcılarının henüz TCMB'nin bağımsızlığı hususunu yeterince kavrayamadıkları açık bir biçimde gözlenmiştir. Gerek toplumun belirli menfaat grupları gerekse siyasi otoritenin temsilcileri TCMB'nin gerek sadece enflasyona odaklı politikaları gerekse döviz kuruna ilişkin politika çerçevesi ile ilgili önemli eleştirilerde bulunmaktadır.¹²⁷ Kuşkusuz para ve maliye politikalarının koordinasyonu ve kredibilitesi açısından Türkiye gibi uluslar arası piyasalarda risk primi yüksek bir ülkede, politikalara ilişkin yaklaşımların "haber etkileri" kur ve faiz oranlarında önemli dalgalanmalar yaratabilmekte ve bu durum TCMB tarafından da vurgulanmaktadır.

Ancak fiyat istikrarı amacına yönelik olarak TCMB ne kadar bağımsız olsa da reel sektörün durumu ve döviz kurunun seyrinin dikkatle izlenmesi gerekmekte ve uygulanan politikaların içeriği ve sonuçlarının şeffaflık çerçevesinde kamuoyu ve iktisadi ajanlarla paylaşılması gerekmektedir. TCMB'nin "ben sadece enflasyona bakar

¹²⁶ ECB, *The Monetary Policy of the ECB*, p. 66

¹²⁷ Oktar Türel, "Döviz Kuru, Cari Açık ve Reel Ekonomi", *Tartışmalı Toplantı* No. 2004/3, TEK, 2004, s. 4-5

ve kararımı öyle veririm, kur ya da reel sektör beni ilgilendirmez” şeklinde bir yaklaşımının kabul edilmesi mümkün değildir.¹²⁸

Bu sebeple özellikle dezenflasyon sürecinin ilk aşamalarında TCMB’nin politikaları ile ilgili açıklığı sağladığını söylemek güçtür. Şubat 2001 krizinin en çok yıprattığı kurumun TCMB olduğu hatırlandığında, Banka’nın daha dikkatli olması ve ekonominin farklı kesimleri ile sağlıklı diyalog kurması gerektiği açıktır.

Belirtilmesi gereken önemli bir nokta, örtük enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra banka’nın her yıl sonunda elde ettiği kar/zararın daha fazla önem kazanması ve TCMB’nin zarar etmesinin daha duyarlı karşılanarak, çeşitli eleştirilerin yapılmasıdır. Açıktır ki merkez bankaları kar maksimizasyonuna yönelik olarak faaliyet gösteren kuruluşlar değildir. Ancak kendi bilançosu itibarıyla hiçbir merkez bankası bağımsızlığının zedelenmemesi için zarar etmeyi de arzulamamaktadır. Zira merkez bankaları için zarar etmek diğer piyasa katılımcılarının kar elde etmesi anlamına gelmektedir.

Bu bağlamda 2003 ve 2004 yıllarında elde edilen zararın temelinde TCMB bilançosunun kendine özgü yapısı bulunmaktadır. 2004 yılı sonu itibarıyla TCMB bilançosunda döviz yükümlülüklerinin toplam yükümlülükler içindeki payı %67 düzeyindedir. Buna mukabil TL cinsinden yükümlülüklerin %18 düzeyinde olması TCMB’nin kendi basmadığı paranın bilançosunda daha fazla paya sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Türkiye gibi uluslar arası piyasalarda riskli bir ülke için risk priminin ve faiz oranlarının 2-3 puan yükselmesi GSYİH’nin %20’sine yakın düzeyde olan döviz yükümlülüklerinin payı karşısında zararın GSYİH’nin %0.4 ile 0.6 arasında artmasına neden olmaktadır. Ayrıca TCMB’nin yurtdışı işçi dövizleri için bir mevduat bankası gibi çalışması –ki söz konusu dövizlerin payı 2004 sonu için toplam yükümlülüklerin %33’üdür- da zarar etmesine katkıda bulunmaktadır.¹²⁹

¹²⁸ Ercan Uygur, “Kriz: Nereden Nereye?”, **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:194, Mayıs 2002, s. 63

¹²⁹ Daniel Gros, “Financial Aspects of Central Bank Independence and Price Stability The Case of Turkey”, **LUISS Lab on European Economics Working Document** No. 19, p 2004, pp. 15-16 Bu

Bu sebeple hem aşamalı dezenflasyon sürecinin hem de bilanço yapısının bir sonucu olarak TCMB'nin 2003 ve 2004 yıllarında zarar etmesi, zararın sürmesi söz konusu olursa bağımsızlığı için zedeleyici bir unsur doğuracaktır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesine geçiş öncesi TCMB'nin bilançosu yapısının da düzeltilmesi gerekmektedir.

Kuşkusuz ideal olan durum TCMB'nin hem fiyat istikrarına ulaşması hem de kar elde etmesidir. Buna mukabil TCMB, 2004 yılı raporunda gelecekte de kar etme ve fiyat istikrarı olgularının birbiriyle çelişmesi durumunda temel amacı olan fiyat istikrarı doğrultusunda hareket edeceğini açıklama gereğini hissetmiştir.¹³⁰

c. Para Politikası Karar Alma Süreci

Örtük enflasyon hedeflemesine geçiş, TCMB'nin para politikası karar alma sürecinin kurumsal çerçevesi ve kısa vadeli faiz oranlarının değiştirilmesine ilişkin prosedürü oluşturmasını da beraberinde getirmiştir.

Bu çerçevede, diğer ülke deneyimlerine benzer bir biçimde, faiz oranlarının ayarlanmasına ilişkin karar 4651 sayılı Kanununun 22. maddesi uyarınca Para Politikası Kurulu tarafından alınmaktadır. Buna göre Para Politikası Kurulu:

“a) Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası ilke ve stratejilerinin belirlenmesi,

b) Para politikası stratejisi 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,

konudaki tartışmalar için Uğur Gürses, “Merkez Bankası'nın Zararı Üzerine”, **Radikal**, 29.04.2005 ve A. S. Akat, “Merkez Bankası'nın Zararı” **Vatan**, 26.04.2005

¹³⁰ TCMB, **Yıllık Rapor**, 2004, s. 156

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 görevli ve yetkili kılınmıştır. Aynı madde Kurul üyelerinin sayısı, kimlerden oluşacağı ve atanma usüllerini de düzenlemektedir. Buna göre:

“Para Politikası Kurulu, Başkan (Guvernör)ın başkanlığı altında, Başkan (Guvernör) Yardımcıları, Banka Meclisince üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkan (Guvernör)ın önerisi üzerine müşterek kararla atanacak bir üyeden oluşur. Hazine Müsteşarı veya belirleyeceği Müsteşar Yardımcısı toplantılara oy hakkı olmaksızın katılabilir. Başkanlık (Guvernörlük), Başkan (Guvernör) Yardımcılığı ve Banka Meclisi üyeliği görevi sona erenlerin Para Politikası Kurulu üyeliği de sona erer. Müşterek kararla atanacak üyenin para politikası konusunda çalışmalarının bulunması ve ekonomi, işletme, bankacılık ve finans alanlarından birinde akademik unvana sahip, görevi ile ilgili alanda en az 10 yıl çalışmış, yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olması gerekir. Bu üyenin görev süresi beş yıldır.”

Bu düzenleme bir yandan faiz oranı kararlarını siyasi etkilerden uzak bir karar alma sürecine bağlarken diğer yandan Banka dışından bir profesyonelin de karar alma sürecine katılımını içermektedir. Ayrıca Kurul, para politikası raporları yanında enflasyon raporunun hazırlanmasından da sorumlu organı teşkil etmektedir. Öte yandan Hazine temsilcisinin oy hakkı olmaksızın toplantılara katılması, maliye politikası ile koordinasyona yönelik bir temel oluşturmaktadır.

Öte yandan 4651 sayılı Kanun, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik ilke ve strateji seçimi ile Hükümetle birlikte enflasyon hedefini belirleme yetkisini Kurul’a verirken 22. maddenin a bendi ile ***“Para politikası stratejisi ve enflasyon hedefi doğrultusunda uygulanabilecek para politikasına ve kullanılacak para politikası araçlarına ilişkin kararların alınması”*** yetkisini –ki operasyonel yetkiyi temsil etmektedir-Banka Meclisine bırakmıştır. Bu kapsamda Kurul tarafından belirlenen ilke ve stratejilerin Banka Meclisi tarafından uygulamaya geçirilmesi için alınan kararlar Banka Meclisi’nin bilgisine sunulmaktadır.

TCMB’nin temel politika enstrümanı bünyesindeki Bankalar arası Para Piyasası ve İMKB repo-ters repo pazarında uygulamakta olduğu kısa vadeli faiz oranlarıdır.

Halihazırdaki uygulamada TCMB, kısa vadeli faiz oranı kararlarını Başkanlık tarafından enflasyon beklentileri ve enflasyon hedefi doğrultusunda geleceğe yönelik enflasyon görünümüne bakarak almaktadır. Kısa vadeli faiz oranları önceden duyurulmaksızın herhangi bir iş günü değiştirilebilmekte ve değişikliğe gidildiği anda yeni oranları belirten ve faiz kararının alt yapısını oluşturan bir açıklama yapılmakta ve iki karar arasında faizlerin sabit kaldığı dönemlerde ise faizlere ilişkin doğrudan bir açıklama yapılmamaktadır.

TCMB, faiz oranı kararlarına ilişkin varolan asimetriyi, tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçişe yönelik bir adım olarak Ocak 2005'te değiştirerek karar alma sürecinin yapısı ve zamanlaması ile ilgili olarak yeni bir uygulamayı başlatmıştır.¹³¹ Buna göre:

- Ocak 2005'ten itibaren Para Politikası Kurulu enflasyondaki ve ekonomideki gelişmeleri değerlendirmek üzere düzenli olarak her ayın 8'inde saat 15:00'de, ayın 8'i tatil gününe denk gelmesi durumunda ise takip eden iş gününde aynı saatte Başkan'ın başkanlığında toplanacaktır.
- Olağan toplantı gündeminde, enflasyon eğilimi ile iç ve dış piyasa gelişmeleri değerlendirilecektir. İlgili birimler gelişmeler hakkında hazırladıkları raporları Kurul'a sunarak analiz ve görüşlerini tartışmaya açacaktır. Hazine Müsteşarlığı ise maliye politikası ve borçlanma stratejisi ile ilgili son gelişmeleri özetleyecektir.
- Bu aşamada faiz kararı Kurul toplantısındaki değerlendirmeler de dikkate alınarak toplantıyı takip eden iş gününün sabahı saat 09.00'da ilan edilecektir. İki karar arasında kalan bir aylık süreçte bir gelişme ortaya çıkmadığı takdirde kısa vadeli faizler sabit tutulacaktır. Karar ne olursa olsun faizler değiştirilmese dahi iki gün içinde faizleri değiştirme(me) kararının gerekçesi niteliğinde olan ve TCMB'nin ekonominin genel görünümüne dair değerlendirmelerini içeren bir

¹³¹ TCMB, "2005Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi", s. 5

açıklama yapılacak, her ay yayımlanan “Enflasyon ve Görünüm” başlıklı basın duyurusu bu açıklamanın içinde yer alacaktır.

- 2006 yılı başına kadar nihai faiz kararlarının alınması sürecinde Kurul tavsiye eden bir konumda olacak, 2006 yılından itibaren ise faiz oranı kararları Kurul’da oylama ile alınacak ve toplantı özeti yayımlanacaktır. Ayrıca üç ayda bir yayımlanan Para Politikası Raporu’nun yerini alacak Enflasyon Raporu’nda enflasyon tahminleri niceliksel olarak açıklanacaktır.

Para politikası karar alma sürecine ilişkin bu çerçeve TCMB’nin tam donanımlı enflasyon hedeflemesine 2006 yılı başında geçme yönündeki kararlılığını ve stratejinin şeffaflık unsurunun bazı gelişmekte olan ülke uygulamalarının da ötesinde aktif bir biçimde kullanılacağını ortaya koymaktadır. Bu bağlamda TCMB, özellikle finansal piyasalar için son derece önemli olan faiz oranı kararlarının zamanlaması ile ilgili asimetriyi ortadan kaldırarak para politikası ile ilgili gelişmeleri daha öngörülebilir bir yapıya kavuşturmayı arzulamaktadır.

d. Şeffaflık-İletişim Prosedürleri ve Hesap Verebilirlik

TCMB’nin tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçişe yönelik olarak para politikası karar alma sürecini daha şeffaf kılmasının ötesinde, şeffaflık ve hesap verebilirliğin birbirini güçlendirecek şekilde 4651 sayılı Kanun ile düzenlendiği gözlenmektedir.

Buna göre madde 42, “*Banka, para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporlar hazırlar ve kamuoyuna duyurur. Raporların hangi dönemler itibarıyla hazırlanacağı, kapsamı ve açıklanma usulü Bankaca belirlenir*” ifadesiyle genel olarak uygulanacak politikaların şeffaf olması gerekliliğini hükme bağlamıştır. Bunun yanında madde 22 Para Politikası Kurulu’nun görevleri arasında “*Para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibarıyla raporlar hazırlayarak Hükümetin ve belirleyeceği esaslar doğrultusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi*” ni de saymakta ve “*Para Politikası Kurulu, ilan edeceği hususları ve bunların ilan şeklini belirler. Para Politikası Kurulunca Resmi Gazetede ilan istenilecek hususlar gecikmeksizin ilan edilir*” hükmü ile para politikası karar alma süreci ile ilgili şeffaflığa yer vermektedir.

4651 sayılı Kanun, şeffaflık ve hesap verebilirliği ayrıca madde 42 çerçevesinde “Özel Denetim ve Kamuoyunun Aydınlatılması” adı altında da düzenlemektedir. Buna göre hesap verebilirlik **“Başkan (Guvernör) 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”** şeklinde hükme bağlanarak diğer ülke deneyimlerine uygun bir çerçeveye oturtulmuştur.

Bunun yanında madde 42 enflasyon hedefinden sapmalar söz konusu olduğunda **“Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar”** hükmü ile sapmaların hesap verme sürecini ortaya koymaktadır.

Şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkeleri çerçevesinde TCMB’nin hesapları iç denetimden ve bağımsız denetim kurumları tarafından yürütülen dış denetimden geçmektedir. İç denetim madde 15 uyarınca Banka Meclisi’nce verilen Yıllık Raporu ve Denetleme Kurulu raporunu incelemek, Banka’nın bilanço kar ve zararını incelemek ve karara bağlamak suretiyle Genel Kurul tarafından yapılmaktadır. Banka Denetleme Kurulu ayrıca tüm işlem ve hesapları denetleyerek görüşlerini Banka Meclisi’ne yazılı olarak bildirdiği gibi, bir kopyasını da Başbakanlığa vermektedir.

Dış denetim ise Banka’nın mali tablolarının kendi personeli olmayan ve Banka’yla organik bir bağı bulunmayan bağımsız denetim kuruluşlarınca denetlenmesi suretiyle yapılmaktadır. Ayrıca TCMB, çalışmalarını ve politikalarını amacına uygun bir biçimde yürüttüğüne olan inancın en üst seviyeye çıkarılabilmesi için risklerin önceden belirlenerek tedbir alınmasına imkan tanıyan risk temelli denetimi bünyesinde geliştirmektedir.¹³²

¹³² Süreyya Serdengeçti, **71. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması**, Ankara, 01. 04. 2004, s. 21

Bunların yanında Kanun Banka'nın görevleri gereği Hazine ile olan yakın işbirliği dikkate alınarak, madde 42 çerçevesinde Başbakan'a Banka'nın işlem ve hesapları ile ilgili özel bir denetim yetkisi vermektedir. Başbakan bu yetkisini Başbakanlık Teftiş Kurulu aracılığı ile yürütmektedir.

TCMB, enflasyon hedefinin tanımlanmasına ilişkin politik şeffaflık, karar alma sürecinin doğasına ilişkin prosedürel şeffaflık, alınan kararların duyurulması ile ilgili politika şeffaflığı ve operasyonel özelliklere ilişkin şeffaflık açısından tam donanımlı enflasyon hedeflemesine hazır olarak değerlendirilebilir. Bunun yanında stratejinin tam olarak uygulamaya geçilmesiyle para politikası karar alma sürecinde kullanılan bilgi seti ve politika analizlerinin dayandırıldığı model ve tahminlerin de strateji olgunlaştıkça açıklanması söz konusu olabilecektir.

Tüm bunların yanında TCMB, şeffaflığa yönelik iletişim prosedürlerini web sitesi aracılığıyla ve çeşitli yayınlar üzerinden kullanmaktadır. İlki Kasım 2001'de olmak üzere çeyrek dönemler itibariyle yayınlanan Para Politikası Raporu, ilki Şubat 2002'de olmak üzere aylık olarak yayınlanan Enflasyon ve Görünüm Raporu yanında Başkan'ın yapmış olduğu konuşmalar ve Temel Politika Metinlerine web sitesinde de yer verilmekte ve bilanço kalemleri ve döviz piyasasına yapılan müdahalelerin içeriği ve gerekçesi basın duyuruları yoluyla kamuoyuna sunulmaktadır. Bu konuda önemli bir yenilik TCMB'nin Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) aracılığıyla web sitesi üzerinden bilançoya ve makroekonomik verilere zaman serisi olarak ister grafik ister veri şeklinde ulaşılabilmesidir.

Ayrıca TCMB reel kesime yönelik olarak İktisadi Yönelim Anketi ve Reel Kesim Güven Endeksi ve finansal piyasalara yönelik olarak Beklenti Anketi yanında Bileşik Öncü Göstergeler Endeksi, Sektör Bilançoları, Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi, Üç Aylık Bülten, Aylık Ekonomik Gelişmeler Bülteni, Reel Efektif Döviz Kuru, Ödemeler Dengesi Raporu gibi yayınlar ile makroekonomik gelişmelerin seyri ve enflasyon beklentileri ile ilgili veri ve istatistikleri kamuoyu ile paylaşmaktadır.

TCMB, 2006 yılında tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçişe paralel olarak yılda iki kez yayınlanacak bir finansal istikrar raporunun da hazırlıklarını sürdürmektedir. Raporda, banka-finans kesimini bilanço yapısı ve riskleri itibariyle

değerlendirmek ve geleceğe yönelik senaryolara yer vermek amaçlanmakta ve fiyat istikrarı ile finansal istikrar arasında ilişkilerin seyrini veren bir içerik planlanmaktadır.

Burada belirtilmesi gereken önemli bir nokta TCMB'nin özellikle Para Politikası Raporları ve Enflasyon Raporları'nı şeffaflık yanında, yeni stratejiyi kamuoyuna tanıtmaya ve Türkiye ekonomisinin işleyiş süreci ile ilgili bilgi verme aracı olarak kullanmasıdır. Bu raporlarda, TCMB zaman zaman mevcut iktisat literatüründen alıntılar yoluyla bazen de diğer ülke deneyimlerine atıfta bulunarak çeşitli kavram ve görüşlerin kamuoyuna aktarılmasında bir misyonu yüklenmiş görünmektedir.

Buna mukabil, TCMB'nin web sitesinin ziyaret edilme sıklığı ve politika dokümanlarını web sitesi üzerinden indiren kişi sayısı ya da profili ile ilgili herhangi bir bilginin bulunmadığını belirtmek gerekmektedir. Bu nedenle TCMB'nin özellikle fiyat istikrarının toplumsal refah için önemi ve gerekliliği hususunun kamuoyuna aktarılmasında teknik düzeyi daha az bir içerikle farklı ekonomik ve sosyal kesimler ile diyalogunu artırması gerekmektedir.¹³³

e. Operasyonel ve Teknik Altyapı

TCMB, 2002 yılı başında tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçiş hazırlıkları ve örtük enflasyon hedeflemesi altında kısa vadeli faiz oranlarının belirlenmesine yönelik olarak para politikası operasyonel çerçevesinde önemli değişikliklere gitmiştir.

Operasyonel çerçeveye ilişkin düzenlemelerin amacı, para politikası ve likidite yönetiminin etkinleştirilmesine yönelik olarak TCMB'nin Bankalar arası Para Piyasası ve Döviz Efektif Piyasaları'nda aracılık fonksiyonunun sona erdirilmesini kapsamaktadır. Ancak aracılık fonksiyonunun sona erdirilmesi bankaların bu piyasalar kanalıyla ulaşma imkanı buldukları TL ve döviz likiditesi miktarında herhangi bir sınırlamaya yol açmayacak ve bankaların mevcut borç alabilme limitleri korunacaktır.¹³⁴

¹³³ Akyazı, s. 247

¹³⁴ TCMB, "2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler", s. 10

Ayrıca TCMB, yeni bir likidite imkanı olarak “geç likidite penceresi” uygulamasıyla bankaları teminat karşılığında limitsiz olarak fonlayacağını belirterek gün içinde oluşan geçici likidite ihtiyacının karşılanabilmesi amacıyla bankaların mevcut limitleri dahilinde gün sonunda ödenmek üzere Gün İçi Limit uygulamasına geçmiştir. Bunun yanında uzun süre piyasaların artı TL rezervi ile açılması beklenmekle birlikte, süreç içerisinde oluşabilecek likidite ihtiyaçlarını gün içi repo ihaleleriyle sağlayacağını açıklamıştır.

TCMB, bu düzenlemeler ile olası bir şok sonucunda bankacılık sisteminin genel likidite ihtiyacını karşılamak suretiyle kısa vadeli faiz oranlarının aşırı dalgalanmasının önüne geçerek “son borç verici mercii” fonksiyonunu etkin bir biçimde oynamayı arzulamaktadır. Bu bağlamda döviz kuru hedefleme stratejisi deneyiminden alınan dersleri, politika uygulamalarına yansıtılmış ve sistemik bir sorun olmadan gerekli tedbirleri alabilme olanağına kavuşmuştur. Nitekim 11 Eylül 2001’de ABD’de ve Kasım 2003’te İstanbul’da yaşanan terör olayları sonrasında faizlerin aşırı dalgalanmasının önlenmesi ve ödemeler sisteminin sağlıklı çalışmasına yönelik alınan önlemler etkinliğini açıkça göstermiştir.

Bunun yanında TCMB, 2005 yılı başından itibaren piyasalarda oluşması beklenen likidite sıkışıklığının arttığı bir aşamada İMKB repo-ters repo pazarındaki işlemlerine önceden duyurarak son vereceğini ve likidite yönetimini kendi bünyesinde yapacağını açıklamıştır. Ancak geç likidite penceresi ve gün içi limit ve repo ihalesi uygulamaları ile sistemin likidite ihtiyacını sağlamaya devam edeceğini belirtmiştir. Böylelikle, likiditenin bankalar arasında daha homojen dağılmasıyla ikinci piyasaların etkin çalışacağı ve piyasalarda referans alınan faiz oranlarının TCMB’nin borçlanma faizi değil borç verme faizi olması beklenmektedir.¹³⁵

Operasyonel çerçeve yanında TCMB, kamuoyuna ayrıntıları açıklanmasa da raporlama ve ekonomik veri tabanının güçlendirilmesi, enflasyon tahmin sisteminin geliştirilmesi ve üç aylık çekirdek bir makroekonomik modelin oluşturulması

¹³⁵ TCMB, “2005Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi”, s. 14

hazırlıklarını tamamlamıştır. Bunun yanında TCMB, değişen makroekonomik ilişkiler dahilinde modelin sürekli geliştirilmesini öngörmektedir. Bu sebeple TCMB'nin enflasyon, üretim açığı, faizler, döviz kurları gibi makroekonomik büyüklükler arasındaki ilişkilerin yapısında meydana gelen değişmelere bağlı olarak geçiş sürecinde alternatif modelleri bir arada izlemesi gerekmektedir.¹³⁶

Öte yandan DİE, TCMB ile birlikte yürüttüğü çalışmalar çerçevesinde sektörel fiyat hareketlerinin ve sektörel üretim kompozisyonlarının değişimi nedeniyle Toptan Eşya Fiyatları Endeksini, Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) olarak değiştirerek güncel yapıya kavuşturmuştur. Ayrıca aynı çalışmalara bağlı olarak TÜFE'den, enerji, mevsimsel ürünler, fiyatı devlet tarafından belirlenen ürünler ve dolaylı vergilerin aşama aşama dışlanması ile hesaplanan 7 kategoriye ait "Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri" adlı endeks çekirdek enflasyon ölçüsü olarak belirlenmiştir.¹³⁷

3. Makroekonomik İstikrarın Tesis Edilmesi

Enflasyon hedeflemesinin Türkiye ekonomisi'nde uygulanabilirliği, stratejinin kurumsal ve teknik gerekliliklerinin ötesinde, diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerinde olduğu gibi, makroekonomik politika ortamının gösterdiği karakteristiklerin stratejinin uygulanması için uygun bir yapı ortaya koyup koymadığı çerçevesinde yapılmaktadır.

Nitekim Türkiye ekonomisi için de hangi hedefleme stratejisi olursa olsun, politika ortamının getirdiği sınırlamalar aynı kaldıkça gerek fiyat istikrarı gerekse sürdürülebilir bir büyüme sürecine girmenin mümkün olmadığı argümanı geçerlilik taşımaktadır. Ancak 2002 yılının başından itibaren uygulanmaya başlanan örtük enflasyon hedeflemesi, daha önceki stratejilerden farklı olarak GEGP'nin öngördüğü

¹³⁶ İlker Domaç, "Explaining and Forecasting Inflation in Turkey", **CBRT Working Papers** No. 66, July 2003, p. 32

¹³⁷ DİE, **Yeni Üretici Fiyatları Endeksi Kapsam ve Özet**, s. 2 (www.die.gov.tr/TURKISH/SONIST/TOPTAN/metotUfe.doc, Erişim: 05. 03. 2005) ve TCMB, **Çekirdek Enflasyon Teknik Komite Çalışma Raporu**, Araştırma Genel Müdürlüğü Yayın No. 2001/1, Ankara:TCMB, Mayıs 2001, s. 33

düzenlemeler çerçevesinde farklı bir makroekonomik politika ortamında faaliyet göstermektedir.

Bu anlamda, 2002 yılı başından bu yana makroekonomik istikrarın tesis edilmesi amacıyla uygulanan politikalarda, örtük enflasyon hedeflemesinin payının ortaya konulmasına bağlı olarak Türkiye ekonomisinin gösterdiği mali baskınlık ve finansal baskınlık dinamiklerinin, kısa vadeli faiz oranlarının kullanımında ne gibi sınırlamalar getirdiğinin anlaşılması ve politika amaçları arasında oluşan çatışmaların diğer gelişmekte olan ülke deneyimlerine benzer bir çerçeve sunup sunmadığının ele alınması gerekmektedir.

Zira, TCMB ile birlikte enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği lehine geliştirilen argümanlar politika ortamında yapılan değişikliklerin Türkiye ekonomisinin yeniden büyüme-kriz-istikrar(sızlık) üçgeni içerisinde sıkışıp kalmayacağını vurgularken, aleyhte geliştirilen argümanlar mali baskınlık ve finansal baskınlık dinamiklerinin ötesinde dışa açık ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide politika uygulamanın güçlüğü üzerinde durmaktadır.¹³⁸

Tablo 35, makroekonomik istikrarın tesis edilmesi sürecini, 2000-2004 dönemine ait seçilmiş ekonomik göstergelerden hareketle bir araya getirerek enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliğine yönelik tartışmalara ışık tutmaktadır. Bu bağlamda, örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı 2002 sonrası dönem için iki saptama yapılabilir:

¹³⁸ BSB, 2005 Başında Türkiye'nin Ekonomik ve Siyasal Yaşamı Üzerine Değerlendirmeler, Ankara, Mart 2005, s. 26(www. bagimsizsosyalbilimciler. org, Erişim:25. 03. 2005)

Tablo 35. Temel Makroekonomik İstikrar(sızlık) Göstergeleri (2000-2004)

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| GSMH Büyüme Oranı (%) | 6,3 | -8,5 | 7,9 | 5,9 | 9,9 |
| GSYİH Büyüme Oranı (%) | 7,4 | -7,6 | 7,9 | 5,8 | |
| TEFE | 32,7 | 88,6 | 30,8 | 13,9 | 15,3 |
| TÜFE | 39,1 | 68,5 | 29,7 | 18,4 | 9,3 |
| KKBG (%GSMH) | 12,5 | 15,9 | 12,7 | 9,4 | 7,0 |
| Faiz Dışı Fazla (%GSMH) | 3,8 | 6,7 | 4,2 | 6,2 | 6,9 |
| Toplam Kamu Net Borcu (%GSMH) | 58,3 | 90,5 | 78,5 | 70,4 | 63,5 |
| Net Faiz Ödemeleri (%GSMH) | 16,0 | 26,4 | 16,1 | 16,0 | 13,1 |
| Cari İşlemler Dengesi (%GSMH) | -4,9 | 2,4 | -0,8 | -3,4 | -5,1 |
| DİBS Nominal Faiz Oranı (Ort.) | 38,2 | 99,6 | 63,5 | 45,4 | 24,9 |
| DİBS Reel Faiz Oranı (Ort.) | -9,5 | 35,5 | 38,2 | 34,8 | 16,6 |
| Reel Döviz Kuru | 147,6 | 116,3 | 125,4 | 140,6 | 143,2 |

Kaynak: www.hazine.gov.tr ve www.tcmb.gov.tr

İlk olarak, fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyüme dinamikleri açısından 2000-2001 dönemi ile örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başladığı 2002 sonrası dönem belirgin bir biçimde birbirinden ayrılmaktadır. Bu farklılık örtük enflasyon hedeflemesi lehine argümanlar için uygun bir çerçeve sunmaktadır.

Buna mukabil, ikinci olarak, toplam kamu net borcunun GSMH'ya oranının yüksek düzeyini koruduğu ve 2004 yılı itibariyle cari açığın 2000-2001 döneminde yaşanan finansal kriz öncesinden daha yüksek bir düzeye ulaştığı gözlenmektedir. Bu yapı, örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı politika ortamının 2002 öncesi döneme benzer dinamikler sergilediğini ortaya koymakta ve kısa vadeli faiz oranları için kısıtlayıcı dinamikler doğurmaktadır.

a. Dezenflasyon ve Kredibilitenin İnşası

2002 yılında uygulamaya konan örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi altında para politikasının yürütülmesi, makroekonomik istikrarın tesis edilmesi amacıyla, diğer gelişmekte olan ülke deneyimlerine benzer bir çerçeve ortaya koymaktadır.

Nitekim Türkiye ekonomisi'nde tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçiş öncesi politika uygulamalarının temel uğraşı, düşük kredibiliteye bağlı olarak kredibilitenin inşası ve dezenflasyondan fiyat istikrarına geçişin sağlanması ve ekonominin gerek iç gerekse dış şoklara dayanıklılığının artırılması amacıyla mali ve finansal baskınlığın kısıtlayıcı dinamikler doğurmasını ortadan kaldırmaktır.

Bu bağlamda öncelikle dezenflasyon ve kredibilitenin inşası sürecinin hangi temeller üzerine oturduğunun ele alınması gerekmektedir.

i. Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri

Türkiye ekonomisinde yüksek ve kronik enflasyon süreci, politika yapıcıların davranışları açısından ele alındığında, uygulanan politikaların gerek kısa vadede gerekse uzun vadede zaman tutarsızlığı sorununa yol açan ihtiyari politikalar olduğunu söylemek mümkündür.

Bu anlamda enflasyonun gösterdiği atalet dinamiğini, ihtiyari politikaların iktisadi ajanların fiyat ve ücret kararları tarafından içerilmesi ile açıklamak mümkündür. Haliyle ihtiyari politikalar kredibilite sorunu doğurmuş ve temel amaç olarak fiyat istikrarı değil üretim istikrarı gözetilmiştir. Nitekim TCMB'nin politika tepkileri de enflasyonun kendisinden ziyade döviz kuru, üretim düzeyi ve parasal değişkenlere yönelik olarak gerçekleşmiştir.¹³⁹

Buna mukabil 2002 yılında uygulamaya konan örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde para politikasının fiyat istikrarı amacına yönelik olarak yürütülmesi, esnek-dalgalı kur rejimi ile birlikte gerek TCMB'nin gerekse iktisadi ajanların davranışlarını ve enflasyon ve büyüme dinamiklerini değiştirmiştir. Bir diğer deyişle Türkiye ekonomisi'nde fiyat istikrarı ile sürdürülebilir büyümenin bir arada gözlendiği bir dönem başlamıştır.

Tablo 36, 2002 yılından itibaren hükümet ile birlikte belirlenen enflasyon hedeflerini ve gerçekleşme düzeylerini ortaya koymaktadır. Buna göre TCMB'nin, örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, aşamalı bir biçimde enflasyon hedefini fiyat istikrarı ile uyumlu düzeylere indirmeye başladığı gözlenmektedir.

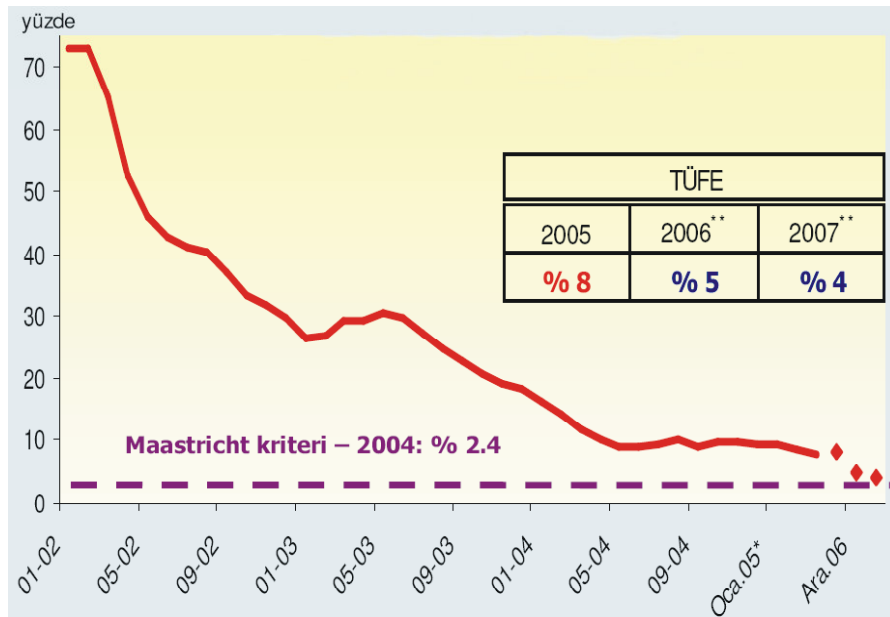
¹³⁹ Ümit Özlale and K. M. Özcan, "Does Time Inconsistency Problem Apply for Turkish Monetary Policy?", **TEK Discussion Paper** No. 2005-2, February 2005 ve Hakan Berument and Hakan Taşçı, "Monetary Policy Rules in Practice: Evidence from Turkey", **International Journal of Finance & Economics**, vol. 9 Issue 1, January 2004, p. 33

Tablo 36. Enflasyon Hedefi ve Gerçekleşme Değerleri (2002-Mart 2005)

| | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 |
|-------------|------|------|------|-----------|
| Hedef | 35 | 20 | 12 | 8 |
| Gerçekleşme | 29,7 | 18,4 | 9,32 | Mart 7,94 |

Kaynak: www.tcmb.gov.tr

Nitekim Ocak 2002 itibariyle %73.2 olan TÜFE enflasyonu, birbirini izleyen 3 yıl boyunca yıl sonu hedeflerinin altında kalarak tek haneli rakamlara inmiş ve Mart 2005 itibariyle %7.94 düzeyinde gerçekleşmiştir. Şekil 40 ile ortaya konan tahminler, enflasyondaki güçlü düşüş trendinin 2005 ve 2006 yılları için de sürerek Maastricht kriterine yakınsayacağını ortaya koymaktadır.¹⁴⁰

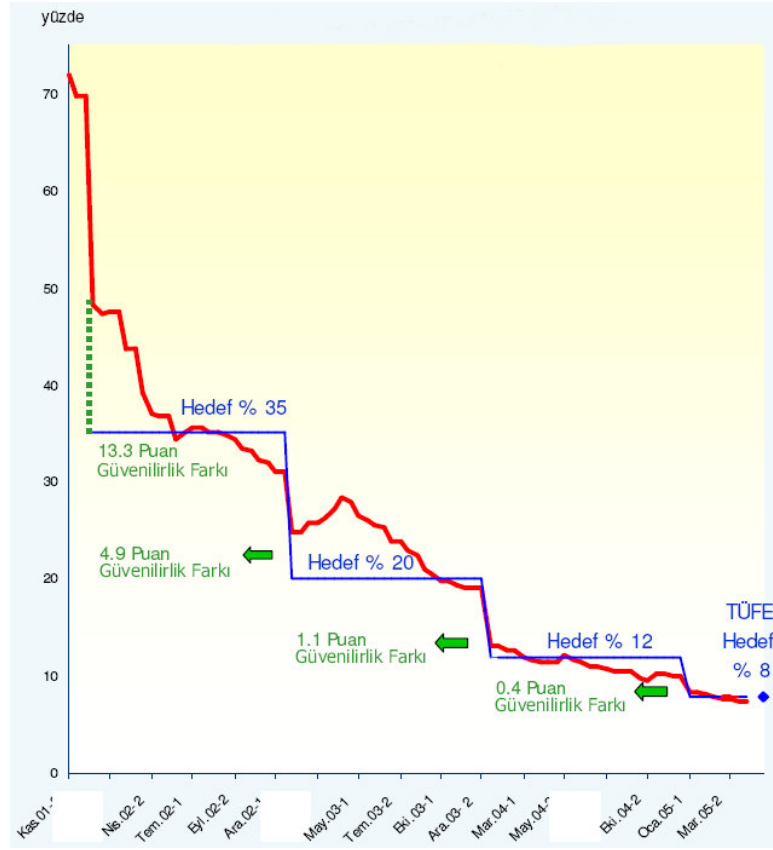


Şekil 40. Tüketici Fiyat Endeksi (Mart 2005 itibariyle yıllık yüzde değişim)

Kaynak: TCMB, **Ekonomik Görünüm**, Nisan 2005,s.3

¹⁴⁰ TCMB, **Ekonomik Görünüm**, Mart 2005, s. 5

Enflasyondaki güçlü düşüş trendi, iktisadi ajanların bekleyişleri ile enflasyon hedefi arasındaki farkı ifade eden kredibilite açığının gittikçe azalmasıyla da kendini göstermektedir. Bu anlamda 2002 yılı başında 13.3 puan olan kredibilite açığı 2005 yılı başında 0.4 puana inmiştir (Şekil 41). Bu süreç TCMB'nin enflasyonu aşamalı bir biçimde fiyat istikrarı ile uyumlu patikaya oturttuğunu ve aktif bir şeffaflık politikasıyla para politikasının kredibilitesini inşa ettiğini ortaya koymaktadır. Bir diğer deyişle, enflasyon hedefinin tüm iktisadi ajanlar için geleceğe yönelik kararlarında referans aldığı nominal çapa kimliğini kazandığı gözlenmektedir.¹⁴¹



Şekil 41. Yıl Sonu Enflasyon Bekleyişleri (Nisan 2005 itibariyle)

Kaynak: TCMB, Ekonomik Görünüm, Nisan 2005, s.7

¹⁴¹ . Marco Rossi and A. Rebucci, "Measuring Disinflation Credibility in Emerging Markets: A Bayesian Approach with an Application to Turkey", **IMF Working Paper** No. 208, November 2004, p. 11

İktisadi ajanların rasyonel davranmaya başladığı ve enflasyon hedefiyle bekleyişlerini uyumlu kıldıkları bir ortamda ileriye yönelik fiyatlama davranışı, üretim açığının enflasyon dinamiklerindeki rolünü belirginleştirmeye başlamaktadır. Bu anlamda Türkiye ekonomisinde 2001 öncesi uygulanan politikalar enflasyona odaklı bir biçimde toplam talebi kontrol etmeyi amaçlamamış gevşek ya da talebe eşlik eden bir para ve maliye politikası söz konusu olmuştur. Bu nedenle enflasyonda endeksleme ve kur hareketleri baskın olmuş, iç talebin fiyat artışlarına olan esnekliği çok düşük kalmıştır. Haliyle karar alıcılar maliyetlerini anında fiyatlarına yansıtabilecekleri talep koşulları ile karşılaşmışlardır.

Ancak, Şubat 2001 krizinin ciddi bir talep daralmasına yol açması ve hemen ardından uygulanan esnek-dalgalı kur politikası, arz-talep dengesi ve enflasyon ilişkisini belirginleştirmiştir. Bunun yanında enflasyonun düşmesi görece fiyat değişimlerinin tüketiciler tarafından daha kolay fark edilmesine yol açmıştır. Bu durum firmaların fiyatlarını belirlerken gelecek dönemdeki maliyet ve arz-talep koşullarını daha fazla göz önünde almalarını beraberinde getirmektedir. Özellikle geçmişe endeksleme davranışları ve kamu kesiminin enflasyon üzerindeki baskısı azaldıkça ve döviz kuru ile enflasyon ilişkisi zayıfladıkça arz talep dengesinin enflasyonla ilişkisinin daha belirgin olacağı öngörülmektedir.¹⁴²

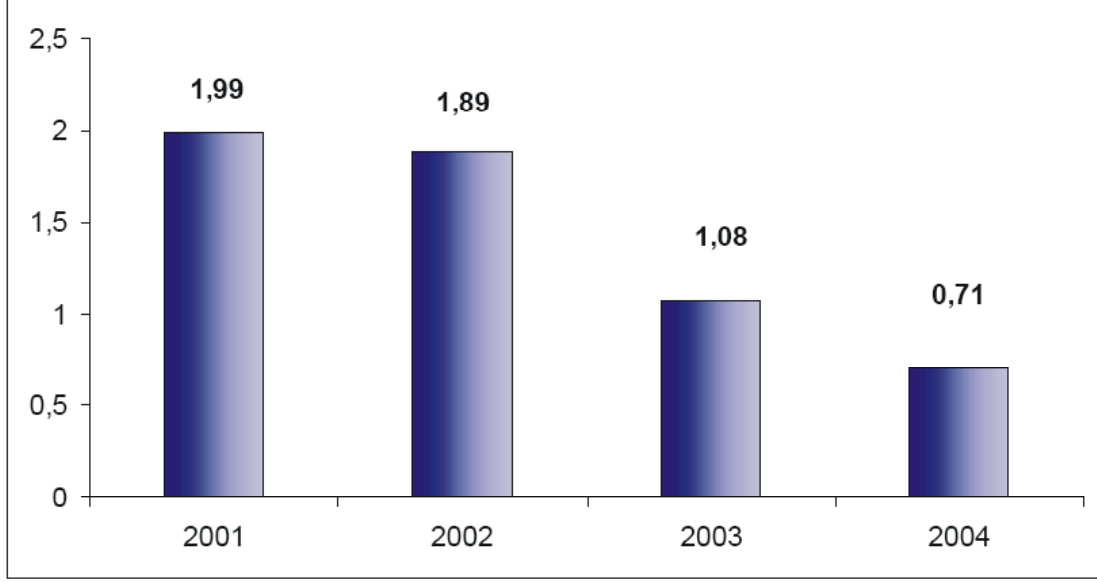
Bu çerçevede TCMB, örtük enflasyon hedeflemesine geçişin ardından fiyat istikrarı odaklı para politikası uygulamaları için alternatif modeller dahilinde üretim açığı serilerini takip etmektedir. Farklı modellerin varlığı, Türkiye ekonomisinin bir geçiş sürecinde olması ve makroekonomik ilişkilerin uğradığı değişimin belirsizlikleri artırması ile açıklanmaktadır. Bu bağlamda Şubat 2001 krizinin ardından üretim açığının yavaş bir biçimde toparlanması da enflasyondaki düşüş sürecine katkı sağlamıştır.¹⁴³

Enflasyon dinamiklerinde gözlenen bir diğer değişim, enflasyondaki düşmenin enflasyon oynaklığını da azaltmasıdır (Şekil 42). Enflasyonun tahmininde ve

¹⁴² TCMB, **Para Politikası Raporu**, 2004-I, s. 12

¹⁴³ TCMB, **Para Politikası Raporu**, 2004-II, s. 24

öngörülebilirliğinde önemli engel oluşturan oynaklığın azalması ile birlikte fiyatların tekrar sinyal işlevini görmeye başladığı gözlenmektedir.



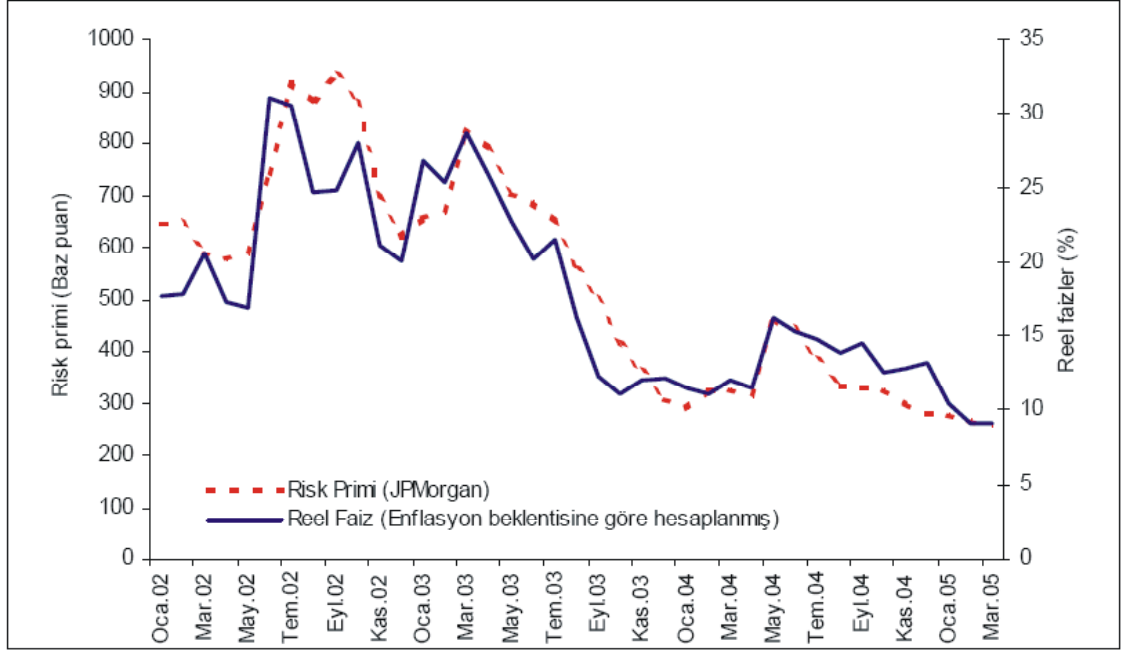
* Oynaklık, aylık enflasyon oranlarının 12 aylık hareketli standart sapmalarının ortalamaları şeklinde hesaplanmıştır.

Şekil 42. Enflasyon Oranındaki Oynaklık

Kaynak: TCMB, Ekonomik Görünüm, Nisan 2005, s.8

Belirsizliğin azalması anlamına gelen bu durum risk priminde ve dolayısıyla nominal ve reel faizlerde düşüşe katkıda bulunmuş ve tüketiciler açısından borçlanma maliyetinin üreticiler açısından da yatırımın fırsat maliyetinin düşmesini beraberinde getirmiştir. Son 3 yıl içinde beklenen reel faizler 20 puanın nominal faizler ise 50 puanın üzerinde düşmüş ve Hazine tarihinde ilk defa yurt içi piyasada 5 yıllık vadede borçlanmıştır (Şekil 43).¹⁴⁴

¹⁴⁴ Süreyya Serdengeçti, 73. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması, Ankara, 12. 04. 2005, s. 10

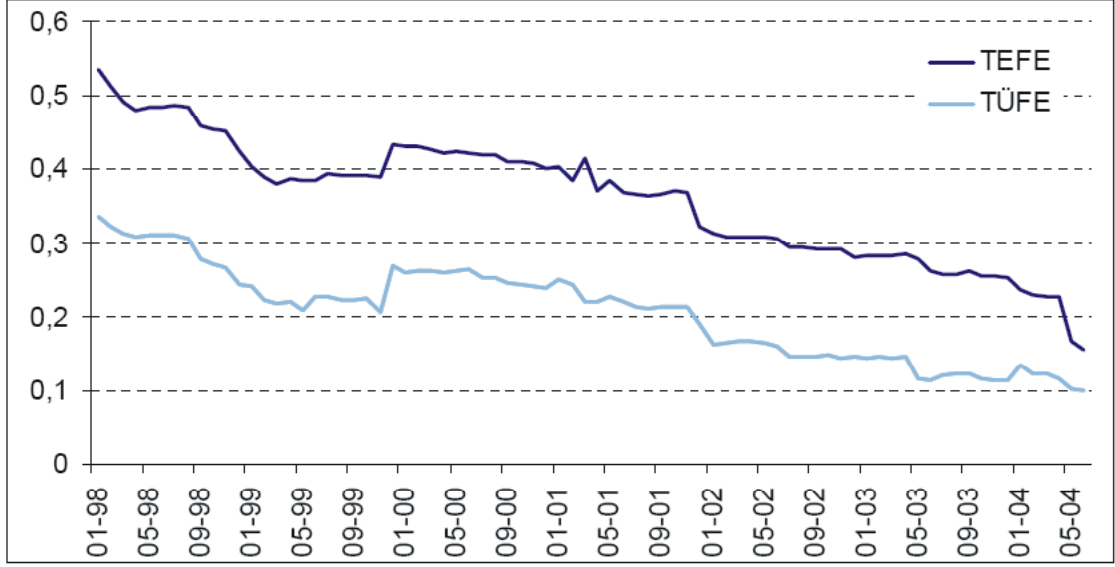


Şekil 43. Risk Primi ve Reel Faizler

Kaynak: Süreyya Serdengeçti, TCMB 73.Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması,Ankara,12.04.2003,s.11

Enflasyon dinamiklerinde değişimin önemli bir boyutunu, esnek-dalgalı kur rejimine geçiş sonrasında döviz kurlarının enflasyona geçiş etkisinin giderek zayıflaması oluşturmaktadır. Fiyat istikrarının sağlanmasına paralel olarak TL cinsinden fiyatlamanın artması, TL'deki değer kayıplarının geçici algılanması ve firmaların daha az sıklıkla fiyat ayarlaması yapmasıyla döviz kuru değişmelerinin fiyatlara geçiş etkisi zayıflamıştır (Şekil 44). Esas olarak, TÜFE içinde ithal mallarının ağırlığı ve ithal aramalı kullanımının girdi maliyetlerinin önemli bir bölümünü oluşturduğu dikkate alındığında dünya fiyatlarını veri alan küçük-açık ekonomi olan Türkiye için döviz kuru değişmelerinin fiyatlara yansımaları kaçınılmazdır. Ancak 2001 sonrasında söz konusu etkide belirgin bir kırılma olduğu ve özellikle dış ticarete konu olmayan mallarda

tarihsel olarak yüksek seyreden kurdan fiyatlara geçiş etkisinin zayıfladığı görülmüştür.¹⁴⁵

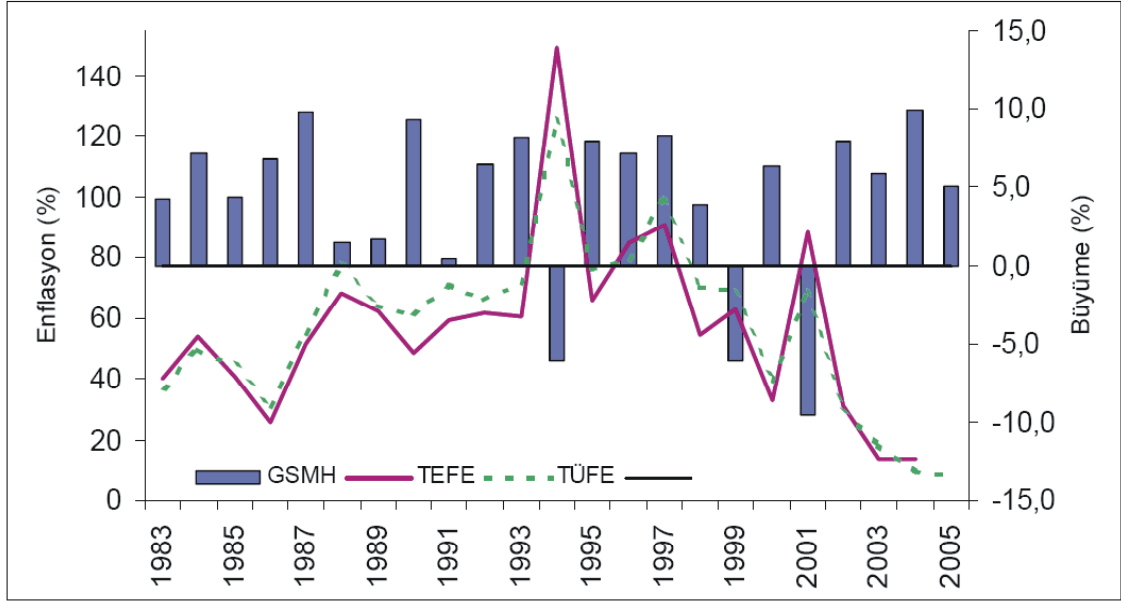


Şekil 44. Döviz Kurundan Fiyatlara Geçiş Etkisi

Kaynak: Süreyya Serdengeçti, TCMB 73.Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması,s.13

Örtük enflasyon hedeflemesine geçiş ile enflasyon dinamiklerinde yaşanan değişim büyüme dinamiklerinde de kendisini göstermiştir. Bu anlamda aşamalı dezenflasyon sürecine paralel olarak 2002 yılı sonrasında 3 yıl ard arda yüksek büyüme oranları elde edilmiştir.2005 yılına ait %5’lik büyüme tahmini dikkate alındığında sürdürülebilir büyüme için bir patika elde edildiği görülmektedir. Kuşkusuz bu performansta fiyat istikrarı ile sağlanan makroekonomik istikrar ortamının ve belirsizliklerin azaltılmasının rolü olduğu açıktır (Şekil 45).

¹⁴⁵ Hakan Kara, H. K. Tuğer, Ü. Özlale vd., “Exchange Rate Pass Through in Turkey:Has it Changed and to What Extent?”, **CBRT Working Papers** No. 05/04, February 2005, p. 43 ve Süreyya Serdengeçti, **73. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması**, s. 14



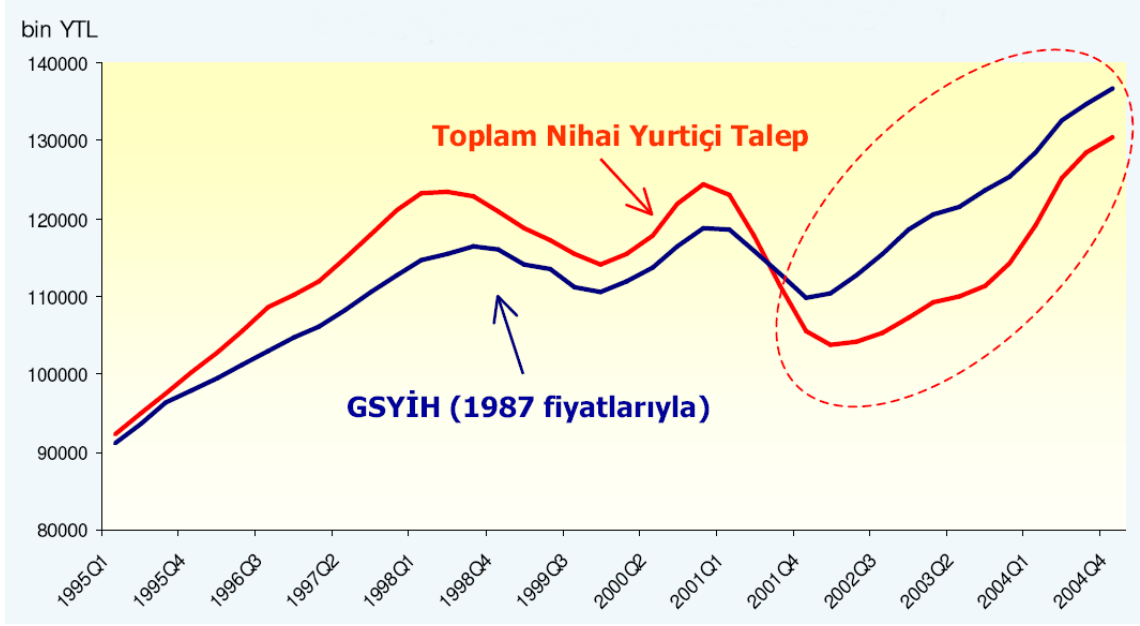
* 2005 yılı için, büyüme rakamı tahmin, TÜFE rakamı hedef değeri göstermektedir.

Şekil 45. Büyüme ve Enflasyon Oranları*

Kaynak: Süreyya Serdengeçti, TCMB 73.Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması,s.16

Ayrıca 2001 öncesi dönemde talep artışlarına dayalı olarak yaşanan büyüme süreçlerinde önce parasal büyüklükler artmakta sonra büyüme gerçekleşmekte ve süreç yüksek enflasyon ve kriz ile sonuçlanmaktadır. Son 3 yıllık dönemde ise yurtiçi talep artışının GSYİH büyümesinin altında olduğu ve büyümenin artmasına paralel olarak parasal büyüklüklerin arttığı gözlenmektedir (Şekil 46).¹⁴⁶

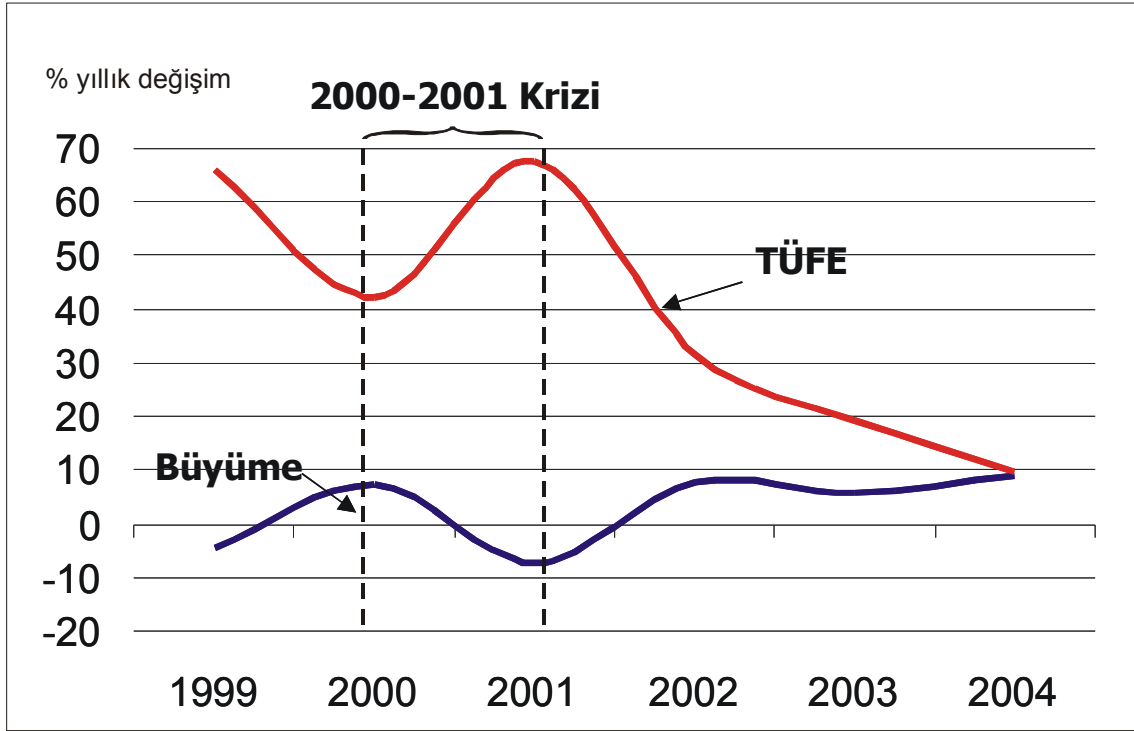
¹⁴⁶ TCMB, **Ekonomik Görünüm**, s. 15.



Şekil 46. Toplam Nihai Yurtiçi Talep ve GSYİH

Kaynak: TCMB, Ekonomik Görünüm, Nisan 2005, s.12

Bu çerçevede örtük enflasyon hedeflemesi altında aşamalı dezenflasyon süreci, Türkiye ekonomisini fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyüme patikasına doğru harekete geçirmiştir (Şekil 47). Bir diğer deyişle enflasyon hedefi ile birlikte, ekonominin en temel ihtiyacı olan nominal çapa tesisindeki güçlüklerin aşıldığı ve başlangıç enflasyon seviyesinin fiyat istikrarı ile uyumlu düzeylere inmeye başlamasıyla tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçiş için uygun bir ortamın hazırlandığı gözlenmektedir.



Şekil 47. Fiyat İstikrarı ve Sürdürülebilir Büyüme Patikası

Kaynak: İ.Hakkı Arslan, "Where Do We Stand in Financial Stability Amalysis", presentation of the Financial Stability and Implications of Basel II Conference, CBRT Conference held in İstanbul, 16-18 May 2005, p.8'den yararlanarak düzenlenmiştir.

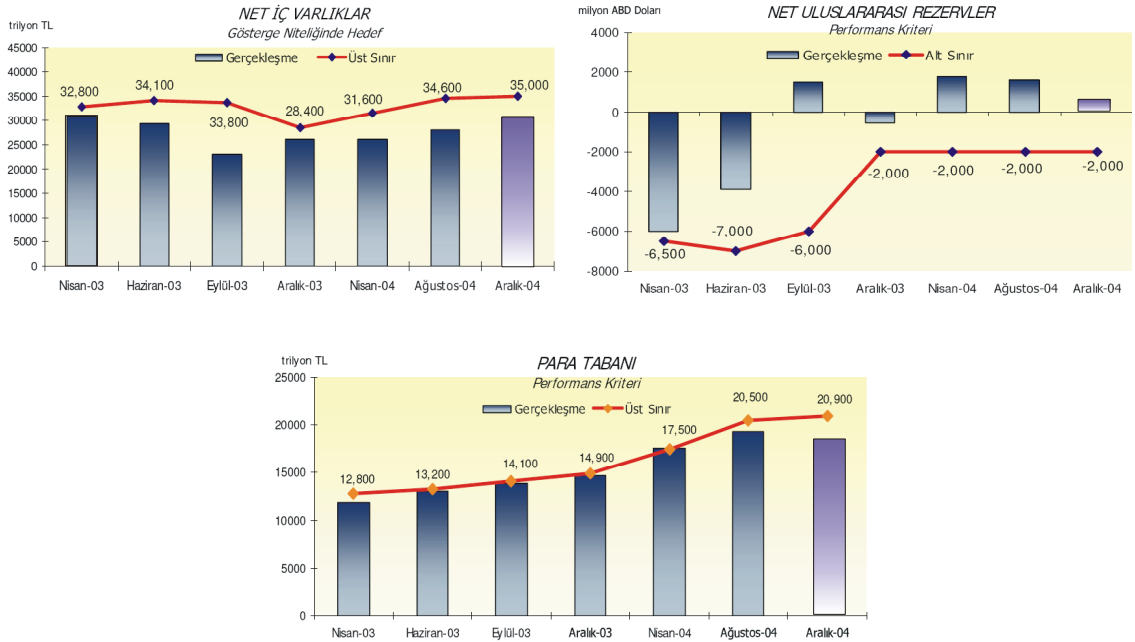
ii. Faiz Politikası

TCMB, temel politika enstrümanı olan kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarını fiyat istikrarı amacına yönelik olarak, gelecek dönem enflasyonundaki olası gelişmeleri değerlendirerek almakta ve kısa vadeli faiz oranları aracılığı ile beklentiye yönelik ve iktisadi kararların enflasyon hedefi doğrultusunda şekillendirilmesini amaçlamaktadır.

TCMB faiz oranlarına yönelik kararları alırken gelecekteki enflasyonu öngörebilmek için; enflasyon beklenti anketleri ve TCMB'nin içsel enflasyon tahminleri, kamu ve özel sektörün fiyatlama davranışları, döviz kurları ve ödemeler dengesi, ücretler, istihdam ve işgücü birim maliyetleri, toplam arz ve toplam talep,

maliye politikası göstergeleri, parasal göstergeler ve kredi büyüklükleri ve dış ekonomik gelişmeleri dikkate almaktadır.¹⁴⁷

TCMB, örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kısa vadeli faiz oranlarını fiyat istikrarı amacı doğrultusunda kullanmakla birlikte IMF ile yürütülen program çerçevesinde para tabanı ve NUR için performans kriteri NİV için ise gösterge niteliğindeki hedefleri de içerdikleri bilgi itibariyle izlemektedir. Bu çerçevede para tabanı ve NİV için üst sınır, NUR için ise alt sınır olarak verilen hedeflere 2003 yılı için ulaşıldığı, 2004 yılı Mart ayı sonunda para tabanı gerçekleştirmelerinin hedefin üzerinde kalması sonucu 2004 yılının kalan dönemine ait para tabanı hedeflerinin yükseltildiği gözlenmektedir (Şekil 48).¹⁴⁸



Şekil 48. TCMB Bilanço Kalemleri: Hedef ve Gerçekleşme Düzeyleri

Kaynak: TCMB, Ekonomik Görünüm, Ekim 2004, s.43'ten yararlanarak güncellenmiştir.

¹⁴⁷ TCMB, Para Politikası Uygulamaları Makroekonomik Görünüm ve Bekleyişler, Ankara, Ocak 2003, s. 10

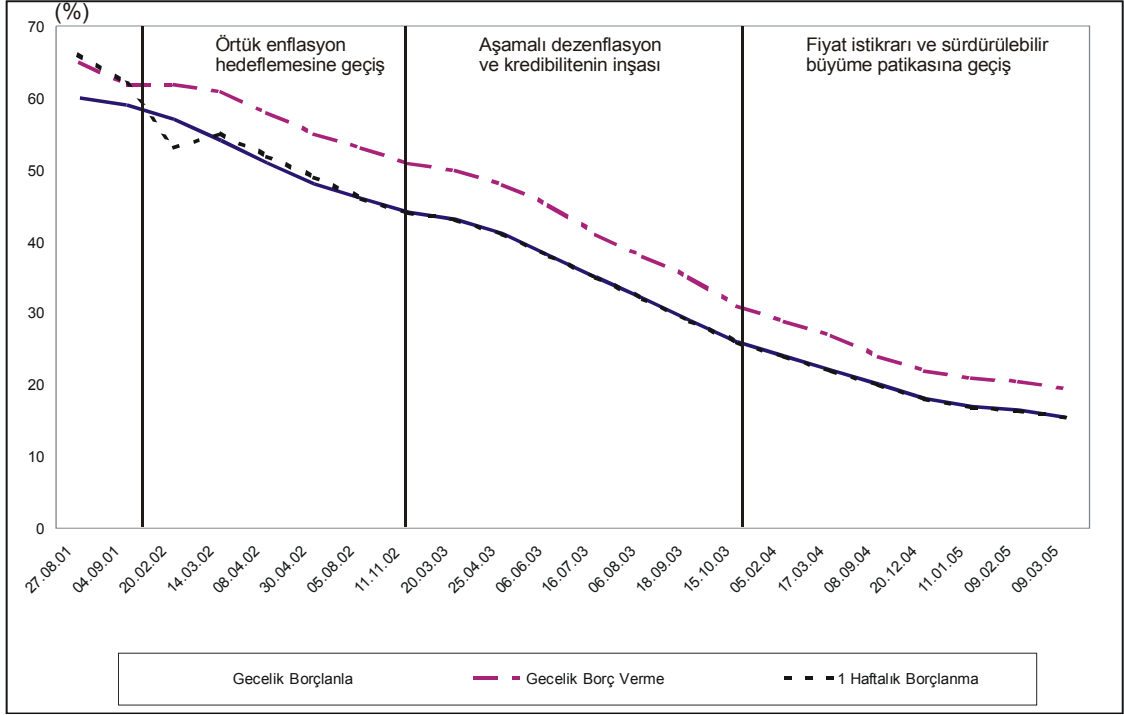
¹⁴⁸ TCMB, Yıllık Rapor, 2004, s. 78

TCMB, para tabanındaki genişlemenin nedenlerini ve sinyal etkilerini enflasyon ve faizlerin düştüğü bir ortamda para talebinin tahmininden kaynaklanan zorluklara bağlı olarak açıklamaktadır. Parasal büyüklükler para talebi tarafından içsel olarak belirlenmekte ve TCMB faiz politikası kanalıyla enflasyon hedefiyle çelişmeyecek şekilde para talebindeki artışa eşlik etmektedir. Aksi takdirde para talebi artışı (düşüşü) faizler üzerinde yukarı (aşağı) yönlü bir baskı oluşturarak faiz politikasının etkinliğini azaltacaktır. Bu nedenle para tabanındaki gelişmeleri TCMB kesin bir hedeften ziyade gelecek dönem enflasyonuna ilişkin içerdiği bilgi açısından değerlendirmektedir.

Bu anlamda TCMB, para tabanındaki genişlemeyi kredibilitenin inşasına bağlı olarak enflasyon ve faizlerdeki hızlı düşüş, döviz kurlarında istikrar ve olumlu beklentiler ile TL talebindeki artışa bağlamakta ve söz konusu artışın tüketim talebini artırmaktan çok para talebindeki davranışsal bir değişime karşılık geldiğini ve enflasyonist bir politika ima etmediğini vurgulamaktadır. Dolayısıyla belirli bir dönemde para politikasının sıkı ya da gevşek olması herhangi bir parasal büyüklükten ziyade TCMB'nin temel politika enstrümanı olan kısa vadeli faizlerin ima ettiği reel faizler ile ilişkilendirilmelidir.¹⁴⁹

TCMB, örtük enflasyon hedeflemesine geçişin ardından enflasyon gelişmeleri ve beklentiler doğrultusunda aşamalı bir biçimde 2002 yılında 6 kez, 2003 yılında 7 kez, 2004 yılında 4 kez ve nihayet Mayıs 2005 itibarıyla 3 kez olmak üzere 20 kez faiz indirmiştir (Şekil 49).

¹⁴⁹ TCMB, **Para Politikası Raporu**, 2004-I, s. 26-27



Şekil 49. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Altında Faizlerin Seyri
(Ağustos 2001-Mart 2005)

Kaynak: TCMB'nin Basın Duyuruları ve Enflasyon Görünüm raporlarında almış olduğu faiz indirimi kararlarından hareketle hazırlanmıştır.

TCMB'nin reksiyon fonksiyonu ile ilgili olarak yapılan çalışmalarda 2002 öncesi dönem için kısa vadeli faiz oranının yüksek ve kronik enflasyon ortamında fiyat istikrarının sağlanması için yeterli olmadığı ortaya konulmuştur. Buna mukabil, TCMB'nin 2002 sonrasında uygulanmaya başlanan örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde özellikle 2003 yılından itibaren enflasyona agresif faiz indirimleri ile tepki verdiği ve ciddi bir enflasyon karşıtlığı içerdiği gözlenmiştir.

TCMB'nin faiz oranı tepkileri aynı zamanda üretim açığını da önemseydiğini ancak döviz kurundaki değişimlere daha yumuşak tepki verdiğiğine işaret etmektedir. Bu anlamda TCMB'nin, öncelikle kredibilitenin inşası için sıkı para politikası izlediği ve politika ortamının değişen yapısının kısa vadeli faizler ile enflasyon ve üretim açığı

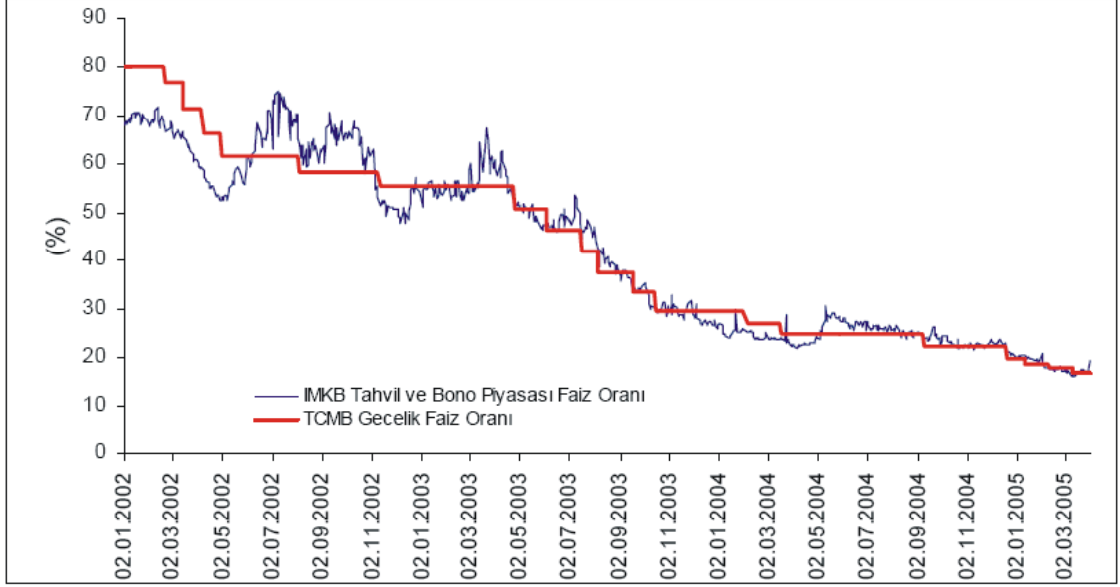
arasındaki ilişkinin daha belirgin hale gelmesini ve para politikasının etkinliğinin artmasını beraberinde getirdiği görülmektedir.¹⁵⁰

Uygulanan politika çerçevesinde kısa vadeli faizlerin beklenen işlevini yerine getirebilmesi için piyasadaki diğer faizleri değiştirmesi ve bu değişikliklerin de talep ve arz üzerinde etkili olması, bir diğer deyişle para politikası aktarım mekanizmasının etkin bir biçimde çalışması gerekmektedir. Bu bağlamda kısa vadeli faizlerin piyasadaki diğer faizleri ne ölçüde etkilediği ve bu etkinin hangi unsurlara bağlı olduğu büyük önem taşımaktadır. Örtük enflasyon hedeflemesi altında kısa vadeli faiz oranlarının beklenen işlevini yerine getirmesi için kredibilitenin yüksek olması ve verdiği sinyallerin diğer yetkili birimlerce (mali otorite ya da hükümet gibi) verilen farklı mesajlar içinde kaybolmaması gerekmektedir.¹⁵¹

TCMB'nin gecelik faizleri ve DİBS senetleri faizleri incelendiğinde 2001 Ağustos ayından bu yana faiz indirimlerine gitmesine karşın, DİBS faizlerinin -aynı eğimde olmasına – rağmen dalgalı bir seyir izlediği ve bazı dönemlerde gecelik faizlerin üzerine çıkarken bazı dönemlerde altında kaldığı gözlenmektedir (Şekil 50). Bu durum TCMB'nin verdiği sinyallerin piyasa tarafından nasıl algılandığı konusunda önemli ipuçları vermekte ve risk algılamalarının önemine dikkat çekmektedir.

¹⁵⁰ A. Savaş Akat, “Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi”, İç. **Türkiye Ekonomisi** Gülten Kazgan'a Armağan, İstanbul: Bilgi Üniv. Yay., 75 ve Bülent Usta, “Enflasyon Hedeflemesi, Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye”, **Uzmanlık Tezi**, Ankara: TCMB, 2003, S. 66-67

¹⁵¹ TCMB, **Para Politikası Raporu**, Ekim 2003, s. 27



Şekil 50. TCMB Faizleri ve Nominal İkincil Piyasa Faizleri (Ocak 2002-Mart 2005)

Kaynak: Süreyya Serdengeçti, TCMB 73.Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması,s.12

Risk algılaması önemli ölçüde, örtük enflasyon hedeflemesinin ötesinde, yapısal reform sürecinde görülen aksaklıklar, AB'ye üyelik süreci, IMF ile ilişkiler, ABD ekonomisinde yaşanan gelişmeler gibi faktörlerden etkilenmektedir. Öte yandan risk algılamasının yükselmesi, borç stoğunun yapısı ile yakından ilişkilidir. Yüksek borç stoğu ve yüksek borç servisi, yüksek faiz oranlarına neden olmakta ve borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları canlı tutmaktadır. Dışsal bir şok durumunda ise borcun ödenememe riski artmakta ve faiz oranları üzerinde yukarı yönlü baskı doğurmaktadır.

Bu bağlamda kısa vadeli faiz indirimleri sonuçları açısından incelendiğinde, indirimin gerçekleştiği dönemdeki risk algılaması düzeyi önemlidir. Risk algılamasının düşük olduğu durumlarda her vadedeki faiz oranlarının düzeyinde azalma gerçekleşirken, yüksek olduğu durumlarda kısa vadeli faiz oranları sınırlı miktarda düşmekte uzun vadeli faiz oranları ise düşmemektedir. Dolayısıyla her iki faiz oranının ana eğilimi aynı olmasına rağmen, aralarında olması gereken aynı yönlü kuvvetli ilişki

henüz tesis edilememiş ve temelde kamu borç dinamikleri tarafından belirlenen yüksek ve oynak risk priminin varlığı aktarım mekanizmasının etkinliğini sınırlamıştır.¹⁵²

Belirtilmesi gereken önemli bir nokta TCMB'nin faiz politikasının etkinliğini artırmak amacıyla uyumlu olarak likidite fazlasını API aracılığıyla sterilize ettiği ve nasıl ki para talebindeki artışa eşlik ederek faizlerin öngörülenin üzerine çıkmasına engel oluyorsa fazla likiditeyi de API ile çekerek faizlerin öngörülenin altına düşmesine engel olduğudur.

iii. Kur Politikası

Örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde TCMB'nin döviz kuru politikasının temel ilkesi, esnek-dalgalı kur rejimi uyarınca döviz kurlarının piyasada oluşması ve kurların düzeyi ya da yönünü belirleme amacıyla müdahalede bulunulmamasıdır. Buna mukabil TCMB, kurlarda aşırı dalgalanma görüldüğünde alış ya da satış yönünde sınırlı düzeyde ve şeffaf bir biçimde müdahalede bulunabilecektir.

TCMB'nin, 2002 yılı başından itibaren döviz kuru politikası ile ilgili olarak iki noktanın üzerinde durduğu gözlenmektedir. İlk olarak TCMB, dezenflasyon süreci ilerledikçe ve strateji kararlılıkla uygulandıkça geniş çaplı dışsal şokların olmaması varsayımında ters para ikamesi ve güçlü ödemeler dengesi gelişmeleri sonucunda piyasalarda döviz arz fazlası oluşacağını vurgulamıştır.

İkinci olarak, esnek-dalgalı kur rejimi uygulanmasına rağmen döviz rezervlerinin düzeyi iki açıdan önem kazanmaktadır. i) TCMB aynı zamanda kamu kesiminin dış borç servisini yürütmek zorundadır. IMF'ye olan borç ödemeleri nedeniyle uluslararası yatırımcılar döviz rezervlerinin düzeyini dikkatle izlemektedir. ii) TCMB bilançosunu, özellikle yurtdışı işçi dövizleri ile ilgili döviz cinsinden yükümlülüklerini azaltarak sağlıklı bir yapıya kavuşturmak istemektedir.

Bu çerçevede TCMB, döviz arz ve talep koşullarını yapısal olarak etkilemeden, arzın giderek arttığı dönemlerde yukarıda belirtilen nedenlere bağlı olarak döviz

¹⁵² TCMB, **Para Politikası Raporu**, 2004-I, s. 26-27

rezervlerini ılımlı bir biçimde artırmak ya da azalmasını engellemek amacıyla döviz alım ihaleleri düzenleyecektir. TCMB, oynaklık gerekçesi ile kura müdahalesi hariç, yukarıdaki koşulların oluşmasına bağlı olarak döviz alım ihalelerinin nasıl gerçekleştirileceğini ve büyüklüğünü her ayın başında piyasalara önceden duyurmaktadır. Bununla birlikte 22.12.2004 tarihinden itibaren ihalelerin döviz piyasasına etkisini en aza indirebilmek amacıyla yıllık bir program açıklanmasına ve döviz likiditesinde olağanüstü farklılaşmalar görülmedikçe bu programda bir değişikliğe gidilmemesine karar verilmiştir.¹⁵³

01.04.2002 tarihinde başlayan döviz alım ihaleleri 2003 ve 2004 yıllarında da koşullar elverdiğince sürdürülmüştür. Bu anlamda TCMB, her koşul altında değil, döviz arzı ve talebi arasındaki farkın ilki lehine önemli miktarda arttığı koşullar altında ılımlı bir rezerv artırımı politikası izlemiştir. İhaleler aracılığıyla 2002 yılında 800 milyon\$, 2003 yılında 5.7 milyar\$, 2004 yılında ise 4.1 milyar\$'lık alımlar yapılmıştır. Yukarıda belirtilen koşulların oluşmadığı 2002 yılı için 9 ay, 2003 yılı için 6 ay, 2004 yılı için ise 7 aylık sürede ihale açılmamıştır.

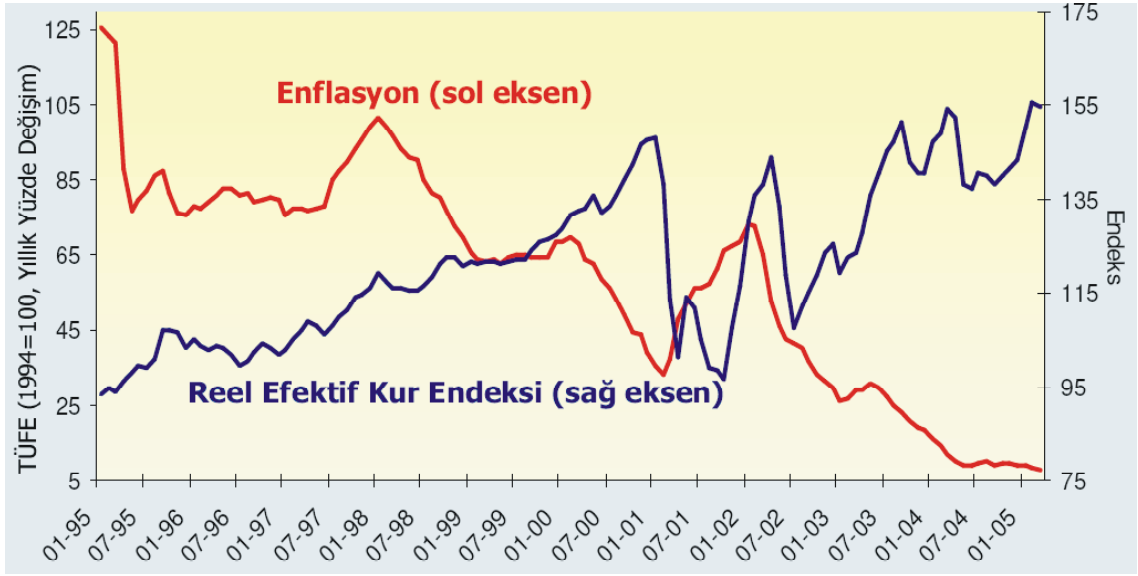
TCMB'nin döviz kuruna müdahaleleri, özellikle kur rejiminin doğurduğu belirsizlikler ve cari işlemler dengesi ile ilgili gelişmelere bağlı olarak TL'nin aşırı değerli olup olmadığı yönünde tartışmaları ve eleştirileri beraberinde getirmektedir. Bu anlamda döviz kuru değişkeninin diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerinde olduğu gibi Türkiye ekonomisinin rekabet gücü açısından önemi açıktır. Bu sebeple daha müdahaleci ya da daha az esnek kur taleplerinin sıklıkla dile getirildiği gözlenmektedir.

Nitekim, özellikle oynaklığa yönelik yapılan müdahalelerin arkasında TCMB'nin TL'nin aşırı değerli olduğunu düşünmesinin yattığı vurgulanmakta ancak Banka'nın fiyat istikrarı amacı ve mevcut kur politikası gereği bunu açıkça ifade edemediği üzerinde durulmaktadır. Ayrıca müdahalelerde "talep eksikliği" ya da "arz fazlası" şeklinde dile getirilen içeriklerin TCMB'nin kafasında en azından kısa vadede belirli bir

¹⁵³ TCMB, "2005 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi", s. 11

denge kur değeri olduğu yönünde bir izlenimi doğurmakta ve Banka'nın de facto olarak yönetimli dalgalanma uyguladığı ileri sürülmektedir.¹⁵⁴

Şekil 51, reel efektif döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktadır. Buna göre TL, Eylül 2004 itibariyle aşırı değerli bir konumda gözükmektedir. TCMB bu durumu, reel efektif döviz kuru endeksinin hesaplanmasında seçilecek baz yılının farklı olmasının farklı değerlendirmelere yol açabileceğinde hareketle açıklamaktadır. Bu kapsamda seçilecek baz yılında hem iç hem de dış dengenin sağlanması koşulunun arandığını belirterek Türkiye ekonomisi için böyle bir dönemin söz konusu olmadığını ve dolayısıyla kısa dönemde görülen hareketlerin kurun seviyesi ile ilgili olarak gösterge amaçlı kullanımının doğru olmadığını vurgulamaktadır.¹⁵⁵



Şekil 51. Enflasyon ve Reel Efektif Döviz Kuru Endeksi

Kaynak: TCMB, Ekonomik Görünüm, Nisan 2005, s.6

¹⁵⁴ Naci Canpolat, "Merkez Bankası Yüzmekten Korkuyor mu?", **İktisat İşletme Finans**, Sayı:220, Temmuz 2004, s. 84 ve Erineç Yeldan, "Merkez Bankasının Bağımsızlığı" **Cumhuriyet**, 16.03.2005

¹⁵⁵ TCMB, **Ekonomik Görünüm**, Ekim 2004, s. 34

Nitekim TCMB, örtük enflasyon hedeflemesinin ardından enflasyondaki düşüş, büyümedeki artış, beklendiğin olumluya dönmesi gibi nedenlerle TL'nin değerlenmesinin makroekonomik temellerde gözlenen iyileşmenin bir sonucu olduğunu açık bir biçimde vurgulayarak, bu çerçevede TCMB'nin TL'yi değerli tutmak gibi bir politikası olmadığını ifade etmektedir.¹⁵⁶

Öte yandan faiz oranı algılamalarında etkili olan risk algılamaları, döviz kurları üzerinde de etkisini göstermektedir (Şekil 52). Bu anlamda makroekonomik temeller sağlam olsa bile geçmiş dönemlerin politika uygulamalarından muzdarip olan ekonomiler, risk algılamalarına bağlı olarak ortaya çıkan faktörler neticesinde (rating notunun düşürülmesi, siyasi gerginlikler, IMF'den gelen kötü haberler, mali disiplinin sorgulanması gibi) oluşan şoklara karşı dayanıksız bir yapı sergilemekte ve “iyi bir dengeden kötü bir dengeye doğru” yönelebilmektedir.¹⁵⁷



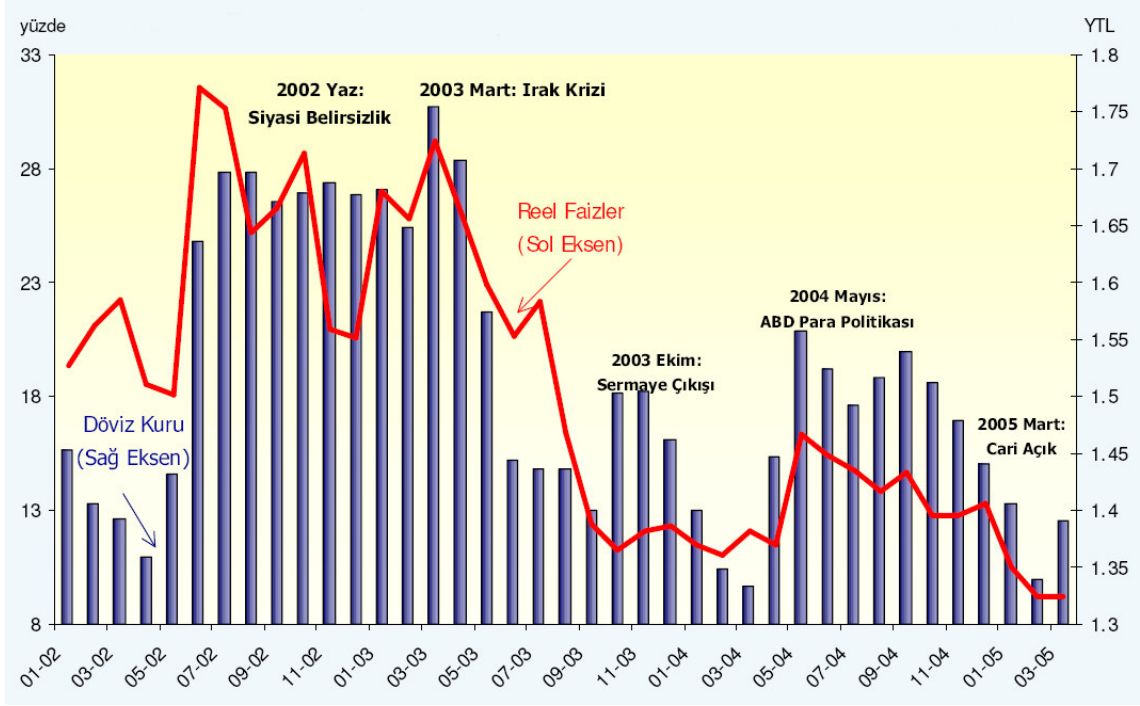
Şekil 52. Döviz Kurları (Gösterge niteliğindeki TCMB günlük döviz kurları, USD satış)

Kaynak: TCMB, TCMB, Ekonomik Görünüm, Ekim 2004, s.38

¹⁵⁶ TCMB, **Ekonomik Görünüm**, s. 15.

¹⁵⁷ TCMB, “2002Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler”, s. 2

Nitekim Şekil 53, Türkiye ekonomisinin de böyle bir yapıya uygun çerçeve sunduğunu ortaya koymaktadır. Bu anlamda belirli politik ve ekonomik gelişmelere bağlı olarak nominal döviz kurundaki değişimler ile reel faiz oranındaki değişmelerin birlikte hareket ettiği dönemler sıklıkla gözlenmektedir.



Şekil 53. Beklenen Reel Faizler ve Nominal Döviz Kuru

Kaynak: TCMB, Ekonomik Görünüm, Nisan 2005, s.40

Buna mukabil TCMB, kısa vadeli faiz oranlarının yalnız enflasyon hedefine yönelik olarak ayarlandığını ve TCMB'den döviz kurundaki değişmelere karşı herhangi bir faiz oranı tepkisi beklenmemesi gerektiğini vurgulamaktadır.¹⁵⁸ Bu çerçevede TCMB için öncelikli amaç fiyat istikrarı olmakta kur istikrarı ise makroekonomik temellerdeki iyileşmenin ve stratejinin uygulanmasındaki kararlılığın bir uzantısı olarak değerlendirilmektedir.

¹⁵⁸ TCMB, Ekonomik Görünüm, s. 43-44

b. Sürdürülebilirlik Sorunu: Politika Amaçları Arasında Çatışma

Türkiye ekonomisinde, örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlanmasıyla beraber TCMB'nin öncelikle, aşamalı dezenflasyon sürecine bağlı olarak, iktisadi ajanların bekleyişlerini enflasyon hedefi doğrultusunda oluşturmaları ve para politikasının kredibilitelerini inşa etmeye çalıştığı gözlenmektedir.

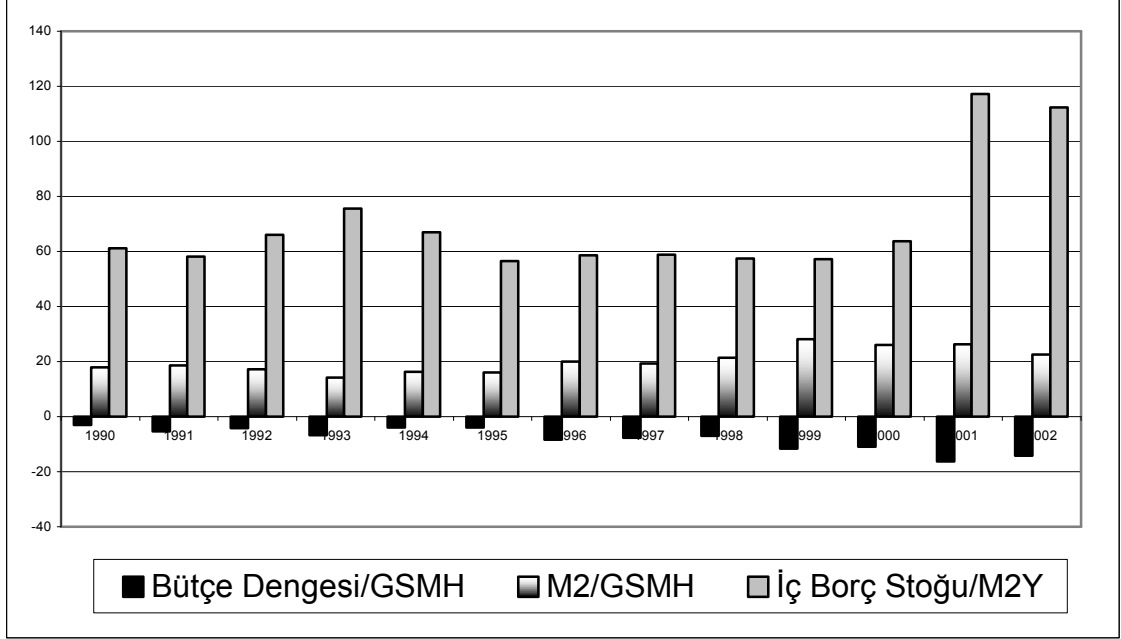
Tarihsel olarak yüksek enflasyon geçmişi ve uygulanan politikaların düşük kredibiliteye sahip olmasına bağlı olarak, dezenflasyon sürecinin ilk aşamalarında enflasyon hedefi ile bekleyişler arasında önemli bir fark olmasına karşın, uygulama kararlı bir biçimde ilerledikçe ve enflasyon hedefine ulaşıldıkça para politikasının fiyat istikrarı amacı doğrultusunda yürütüldüğüne olan inanç artmıştır. Bu anlamda örtük enflasyon hedeflemesi, enflasyon hedefinin nominal çapa olarak işlevinin giderek arttığı bir uygulama sürecini ifade etmektedir.

Bu kapsamda gerek makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin yönü ve derecesi açısından, gerekse enflasyon dinamiği açısından geçmiş enflasyona endeksleme davranışlarının kırıldığı gözlenmiş ve ekonomide politika uygulamaları ve iktisadi ajanların karar alma süreçlerinde ileriye yönelik davranış biçimi hakim olmaya başlamıştır. Sürecin bir diğer özelliği Şubat 2001'de yaşanan derin finansal krizin ardından aşamalı dezenflasyon sürecinin önemli refah kayıpları yaratmaması ve ekonominin üç yıl ardı ardına yüksek büyüme oranlarına ulaşmasıdır.

Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için gerekli makroekonomik istikrar ortamının varlığı, hedefin nominal çapa işlevi görmesi ve kredibilite inşası yanında ekonominin gerek iç gerekse dış şoklara karşı dayanıklılığının artırılması ve iç ve dış dengenin sürdürülebilir bir görünüm arz etmesini gerektirmektedir. Bu gerekliliğin ortaya koyduğu çerçeve ise, Türkiye ekonomisinde makroekonomik politika ortamının gösterdiği karakteristiklerin enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği için uygun olup olmadığı yönünde yapılan tartışmaların odak noktasını oluşturmaktadır.

Şekil 54, mali baskınlığın bir ölçüsü olarak "bütçe dengesi/GSMH", finansal baskınlığın bir ölçüsü olarak "iç borç stoğu/M2Y" ve finansal derinliğin bir göstergesi olarak "M2/GSMH" oranlarını bir araya getirmektedir. 1990-2002 dönemi Türkiye

ekonomisi, mali ve finansal baskınlığın yüksek buna karşın finansal derinliğin yeterince sağlanamadığı bir görünüm sunmaktadır. Bu anlamda, makroekonomik değişkenlerde gözlenen dalgalanmaların temelinde giderek artan borç stoğunun yeterince derin olmayan finansal piyasalardan karşılanmaya çalışılması yatmaktadır.¹⁵⁹



Şekil 54. Türkiye Ekonomisinde Mali-Finansal Baskınlık ve Finansal Derinlik

Kaynak: Tablo 26'daki verilerden yararlanarak hazırlanmıştır.

Politika ortamının gösterdiği söz konusu yapı dahilinde, 2002 yılından sonra Türkiye ekonomisinde uygulanan politikalar, mali baskınlığın hakim olduğu bir ekonomiden enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği açısından parasal baskınlığın hakim olduğu bir ekonomiye geçişi ve politika ortamının yapısını değiştirmeyi amaçlamaktadır.

Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği, parasal baskınlığın hakim olduğu bir ekonomiye geçiş sürecinde politika ortamının gösterdiği

¹⁵⁹ Akyazı, s. 225

karakteristiklerin fiyat istikrarı (enflasyon hedefi) ile diğer amaçlar arasında ne gibi politika çatışmaları doğurduğuna bağlı olarak ele alınmalıdır.

i. Makroekonomik Politika Ortamının Karakteristikleri

Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesi, diğer gelişmekte olan ülke deneyimlerine benzer biçimde, bir yanda düşük kredibilite ve mali baskınlık diğer yanda ise sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda dışsal baskınlık ve şoklara karşı kırılğan yapı arasında varolan kısır döngünün ortadan kaldırıldığı düzeyde uygulanabilir bir görünüm arz etmektedir.

Bu anlamda örtük enflasyon hedeflemesi altında önemli olan bir yandan enflasyon hedefi doğrultusunda para politikasının kredibilitesini sağlarken, diğer yandan kur rejiminin olası dışsal şoklara karşı tepki verebilecek düzeyde esnek olmasını sağlamaktır. Bir diğer deyişle para politikası fiyat istikrarı amacına yönelik olarak sürdürülürken kur rejimi fiyat istikrarı amacına ulaşmayı tehlikeye atabilecek şoklara karşı yeterli düzeyde esnek olmalı ve kredibilite-esneklik dengesi uygun bir bileşimde sağlanmalıdır.

Türkiye ekonomisi açısından temel sorun, örtük enflasyon hedeflemesi altında makroekonomik yapının gösterdiği karakteristiklerin, rejim değişikliğine bağlı olarak belirli makroekonomik ilişkilerde daha önceki dönemden farklı bir yapı sergileyip sergilemediği bir diğer deyişle finansal kriz dinamiklerinin yeniden doğacağı bir politika ortamının geçerli olup olmadığıdır. Bu bağlamda daha önceki politika ortamından uzaklaşıldığı ölçüde enflasyon hedefi nominal çapa işlevini görece ve esnek-dalgalı kur rejimi beklenen işlevlerini yerine getirebilecektir.

Tablo 37 bu amaçla, örtük enflasyon hedeflemesi altında Türkiye ekonomisinin temel kırılğanlık göstergelerini bir araya getirmektedir. Bu veriler ışığında örtük enflasyon hedeflemesi altında, Türkiye ekonomisinin gerek mali baskınlık gerekse dışsal baskınlık açısından gösterdiği özellikler ile ilgili olarak üç saptama yapmak mümkündür:

Tablo 37. Türkiye Ekonomisinin Kırılganlık Göstergeleri (2002-2004)

| | 2002 | 2003 | 2004 |
|---|-------|-------|-------|
| GSMH Büyüme Oranı (%) | 7,9 | 5,9 | 9,9 |
| Bütçe Dengesi (%GSMH) | -14,3 | -11,3 | -7,1 |
| Faiz Dışı Fazla | 4,2 | 6,2 | 6,9 |
| İç Borç Stoğu (Katrilyon TL) | 149,8 | 194,3 | 224,5 |
| İç Borç Stoğu (% GSMH) | 54,5 | 54,5 | 51,3 |
| Toplam Kamu Borç Stoğu (% GSMH, Net) | 78,5 | 70,4 | 63,5 |
| DİBS Reel Faizi | 9,1 | 15,4 | 13,1 |
| Cari İşlemler Dengesi (Milyar Dolar) | -1,5 | -8,1 | -15,6 |
| Portföy Yatırımları (Milyar Dolar) | -0,6 | -2,8 | 8,1 |
| Cari İşlemler Dengesi (% GSMH) | -0,8 | -3,4 | -5,1 |
| Dış Borç Stoğu (Milyar Dolar) | 130,3 | 145,8 | 153,2 |
| Kısa Vadeli Dış Borçlar (Milyar Dolar) | 16,4 | 23,0 | 29,3 |
| Dış Borç Stoğu (% GSMH, Net) | 71,3 | 60,8 | 53,6 |
| Kısa Vadeli Dış Borç/TCMB Rezervleri (Brüt) | 60,7 | 68,2 | 81,4 |
| Para İkamesi | 56,5 | 47,8 | |
| Reel Döviz Kuru | 125,4 | 140,6 | 143,2 |

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor (2002-2003-2004)

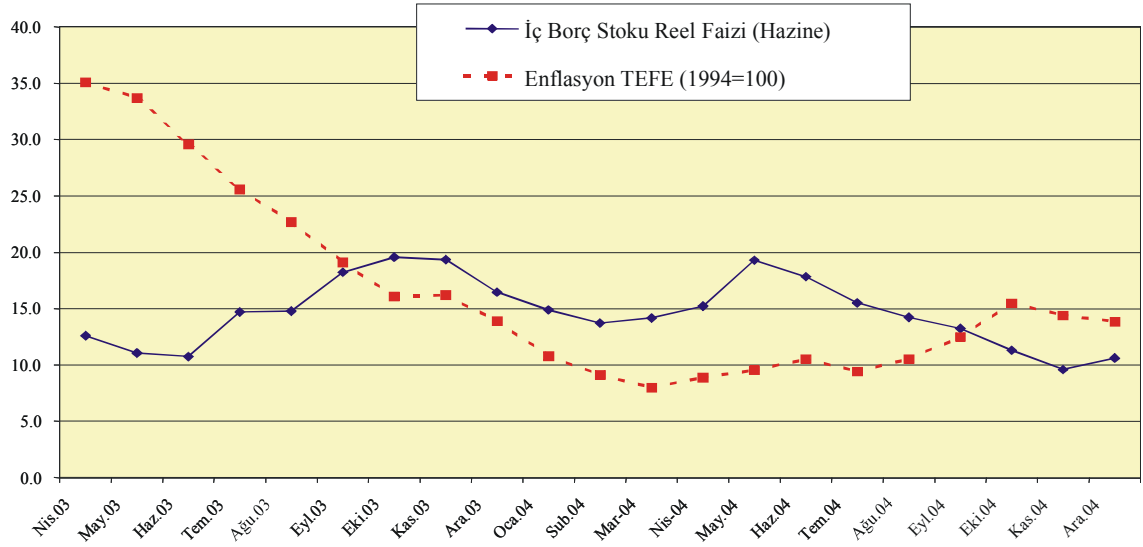
1. Türkiye ekonomisi, 2002-2004 döneminde, kamu borç stoğunun azaltılması ve iç dengenin sürdürülebilir bir yapı sergileyerek enflasyon hedefine ulaşılmasına destek vermesi amacıyla yüksek faiz dışı fazla vermiş ve net kamu borç stoğunun GSMH'ye oranı 2004 yılı sonu itibariyle %63.5'e düşürülmüştür. Buna mukabil, iç borç stoğunda 2002 yılından bu yana miktar olarak gözlenen artış dikkate alındığında iç borç stoğunun GSMH'ye oran olarak sadece 2.2 puan azaltılabildiği ve yüksek büyüme hızı ve yüksek faiz dışı fazla elde edilmesine rağmen stoğun düşürülemediği gözlenmektedir.

Bunun yanında net dış borç stoğunun GSMH'ye oranı 2004 yılı sonu itibariyle %53.6 'ya düşürülmesine rağmen miktar olarak bakıldığında stoğun 2004 yılı sonunda 2002 yılına nazaran 22.8 milyar\$ arttığı ve bu artışın 12.9 milyar\$'lık kısmının kısa vadeli dış borçlanmadan kaynaklandığı görülmektedir. Nitekim kısa vadeli dış borç stoğunun TCMB döviz rezervlerine oranı 2001 yılındaki 86.8'lik düzeye yaklaşarak %81.4 düzeyine çıkmıştır.

2. Dış denge göstergeleri incelendiğinde ise, 2002-2004 döneminde cari işlemler açığının 1.5 milyar\$'dan 15.6 milyar\$'a yükseldiği ve GSMH'ye oran olarak %5.1'lik rekor düzeye çıktığı gözlenmektedir. Cari açığın finansmanının ise ağırlıklı olarak portföy yatırımları şeklindeki sermaye girişlerinden sağlandığı ve ters para ikamesi

sürecinin de etkisiyle TL'nin aşırı değerlendirildiği görülmektedir. TL'deki aşırı değerlendirilmede, imalat sanayinde sağlanan verimlilik artışları ve birim işgücü maliyetlerindeki azalışların etkisi olmakla birlikte, 2004 yılındaki verimlilik artışları ve birim işgücü maliyetindeki azalışların sınırlı olduğunu belirtmek gerekir.¹⁶⁰

3. İç ve dış denge ile ilgili yukarıda yer alan iki saptamanın temelinde, aşamalı dezenflasyon sürecine bağlı olarak enflasyonun fiyat istikrarı ile uyumlu bir seviyeye indirildiği bir dönemde reel faizlerin gösterdiği yapışkanlık dinamiği yatmaktadır (Şekil 55). Bu anlamda, reel faizlerin yüksek ve TL'nin aşırı değerli olduğu bir politika ortamı sermaye hareketlerinin “sıcak” unsurlarını uyararak spekülasyon finansal arbitraj imkanı doğurmakta ve gerek iç denge gerekse dış dengenin sürdürülebilirliği sermaye girişlerine bağ(ım)lı hale gelmektedir.¹⁶¹



Şekil 55. Enflasyon (TEFE, 1994 = 100) ve İç Borç Stokunun Reel Faizi (Hazine Müsteşarlığı Verileri)Kaynak: Erinç Yeldan tarafından Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F.'nde sunulmak üzere

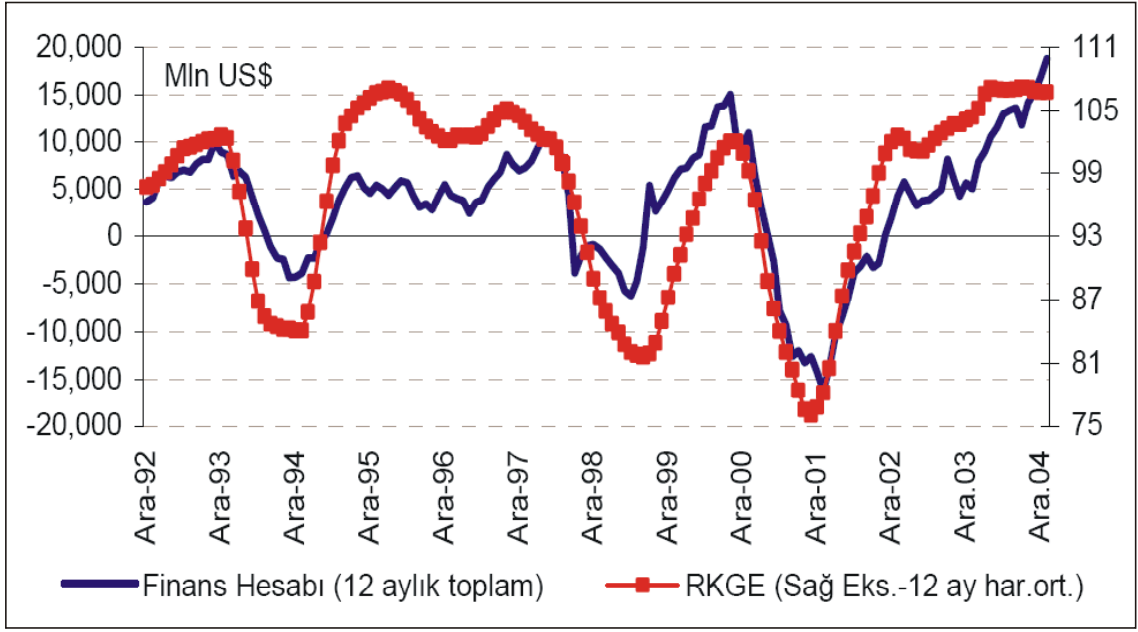
hazırlanan sunum dosyası (28.04.2005)

Öte yandan Türkiye ekonomisinde ödemeler dengesinin sermaye hesabı ile reel kesim güven endeksi (RKGE) arasında gözlenen yakın ilişki, reel kesimin üretim ve

¹⁶⁰ Faruk Selçuk and O. P. Ardıç, “Learning to Live with the Float: Turkey’s Experience 2001-2003”, Mimeo, Bilkent University, January 2004, p. 29(www.bilkent.edu.tr/~faruk/, Erişim: 20. 05. 2004)

¹⁶¹ Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, s. 136

yatırım kararlarını finansman olanaklarının artmasına bağlı olarak sermaye girişlerinin olduğu dönemde aldığını ortaya koymaktadır. Bu anlamda sermaye girişlerinin son üç yılda gözlenen büyüme sürecinin temel belirleyicisi olması nedeniyle, elde edilen büyüme performansının sürdürülebilir bir görünüm sunmadığı üzerinde durulmaktadır (Şekil 56).¹⁶²



Şekil 56. Finans Hesabı ve Reel Kesim Güven Endeksi (Aralık 1992-Aralık 2004)

Kaynak: Dışbank, *Makroskop*, Yıl:10Sayı: 480, 14-20.03.2005, s.4

Kuşkusuz bu yapı Türkiye ekonomisinin özellikle 1989 sonrasında aşına olduğu mekanizmaların yeniden işlemesine uygun bir ortama karşılık gelmektedir. Bu çerçevede örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002-2004 dönemine ait politika ortamının karakteristiklerinin, daha önceki dönemlerden herhangi bir farklılık göstermediği sonucuna ulaşılmaktadır. Bu anlamda Türkiye ekonomisinin son üç yılda yaşadığı fiyat istikrarı ve büyüme süreci, 1990-1993 ve 2000-2001 dönemlerine benzer bir yapı sunmakta ve ekonominin fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyüme sürecinin kalıcı olup olmadığı konusunda şüpheleri gündeme getirmektedir. Haliyle, yüksek reel

¹⁶² BSB, 2005 Başında Türkiye'nin Ekonomik ve Siyasal Yaşamı Üzerine Değerlendirmeler, s. 21-22

faizler ve aşırı değerli döviz kuru ekonomideki riskleri biriktirmekte ve şoklara karşı kırılgan yapı hakimiyetini sürdürmektedir.¹⁶³

Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği açısından bu durum, stratejinin uygulandığı politika ortamının döviz kuru hedeflemesine benzer dinamikler taşıması ve ekonominin fiyat istikrarı ile finansal kriz dinamikleri arasında kırılgan bir yapı üzerinde oturması nedeniyle belirli politika çatışmalarına zemin hazırlamakta ve TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarını fiyat istikrarı amacı ve enflasyon hedefi doğrultusunda kullanması açısından kısıtlayıcı sonuçlar doğurmaktadır.

Tablo 37'nin ortaya koyduğu politika ortamının karakteristikleri, TCMB'nin örtük enflasyon hedeflemesi altında yukarıda ortaya konulan üç saptamaya karşı nasıl bir tutum gösterdiğinden hareketle kısa vadeli faiz oranını nasıl kullandığının ve politika amaçları arasında ne gibi çatışmalara sahne olduğunun açıklanmasını gerektirmektedir. Bu çerçevede cevabı aranması gereken soru TCMB'nin enflasyon hedeflemesi uygulamasında, fiyat istikrarı ile diğer politika amaçları arasında herhangi bir çatışma yaşama(ma)sı itibarıyla yaşayacağı hususunda, gelişmekte olan ülkelere özgü "korkulara" sahip olup olmadığıdır.

ii. TCMB'nin Politika Yaklaşımları

TCMB, Tablo 37'nin Türkiye ekonomisinin fiyat istikrarı ile finansal kriz arasında bir süreci yaşaması nedeniyle büyüme ve fiyat istikrarının kalıcı olmadığı yönünde ortaya koyduğu çerçeve karşısında üç temel politika yaklaşımı üzerinde durmaktadır:

İlk olarak TCMB, gerek kamu borç stoğunun düşürülmesi gerekse reel faizlerin indirilmesi hususunda faiz dışı fazlanın tutturulmasına büyük önem vermektedir. Bu bağlamda faiz dışı fazla hedefleri konusunda kararlılık gösterilmesi bekleyişlerin olumlu yönde oluşmasına neden olmakta belirsizlikleri gidererek risk priminin azalmasına ve reel faiz oranları düşüşüne katkı sağlamaktadır. İkinci olarak, belirsizliklerin azalmasıyla düşen risk primi TL'yi güçlendirerek borçlanma

¹⁶³ Selçuk and Ardıç, p. 34

dinamiklerine katkıda bulunur.Üçüncü olarak tüketim ve yatırımın artması için uygun ortamı hazırlayan reel faizlerdeki düşüş ve istikrarlı döviz kurları, genişlemeci mali daralma hipotezi uyarınca toplam talepte kemer sıkma etkisini bertaraf etmekle kalmayıpsürdürülebilir büyüme sürecine destek vermektedir.¹⁶⁴

Öte yandan yüksek reel faizlerle ilgili olarak TCMB'nin temel vurgusu “yapısal reformların” kararlılıkla sürdürülmesi ve mali disiplinden taviz verilmemesidir.Bu nokta, 2002'den itibaren her yıl başında açıklanan “Para ve Kur Politikalarının Genel Çerçevesi”ne ilişkin resmi politika belgesinde açıkça vurgulanmakta ve enflasyon hedefine ulaşmada politika yapım sürecine ilişkin temel varsayım olarak yer almaktadır.

İkinci olarak TCMB, 2004 yılında cari işlemler dengesinde gözlenen yüksek açığı, yüksek büyüme oranlarının doğal bir sonucu olarak algılamakta ve örtük enflasyon hedeflemesi altında esnek-dalgalı kurun şok emici özelliği ve geçmişten farklı olarak uygulanan sıkı para ve maliye politikalarının ekonominin kırılganlığını azalttığı üzerinde durmaktadır. TCMB ayrıca bir nominal çapa olarak enflasyon hedefinin kredibilitesi artıkça cari açığın seçici ek mali önlemler yoluyla giderilmesinin,açığın sadece faiz oranları ve döviz kurundaki değişikliklerle düzelmesinden daha az maliyetli olacağını düşünmektedir. Bunun yanında bir diğer unsur özellikle bankacılık sektörü açık pozisyonlarının geçmişle kıyaslanamayacak düzeyde düşük olmasının kur değişmelerinin bilanço etkilerini sınırlayıcı bir işlev görmesidir.¹⁶⁵

TCMB'nin ilk iki politika yaklaşımı temelinde üzerine önemle durduğu konu iktisadi ajanların bekleyişleridir. Nitekim, iktisadi ajanların risk algılamalarına bağlı olarak ekonominin iç ve dış dengesinin sürdürülebilirliği, daha önce değinildiği gibi makroekonomik temellerden ziyade bekleyişlere duyarlı hale gelmektedir. Bu bağlamda bir ekonomide herhangi bir anda ulaşılması mümkün olan denge sayısı birden fazla

¹⁶⁴ Serdengeçti, **ODTÜ Ekonomi Konferansı Açış Konuşması**, s. 15

¹⁶⁵ Serdengeçti, **73. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması**, s. 18

olabilmekte, hangi kur-faiz dengesinin hakim olacağı risk algulamaları ve beklentiler tarafından tayin edilmektedir.¹⁶⁶

Gelinen noktada TCMB, örtük enflasyon hedeflemesine geçildikten sonraki dönemin daha önceki dönemlerden gerek stratejinin yasal-kurumsal unsurları gerekse esnek-dalgalı kur unsuru itibariyle farklı olduğunu ve Türkiye ekonomisi için örtük enflasyon hedeflemesinin ardından başlayan dönemin ekonominin fiyat istikrarı ile finansal kriz arasında ilerlediği bir süreci temsil etmediği görüşündedir. TCMB, bu yönüyle 2002 ardından başlayan dönemi, ekonominin mali baskınlığının olduğu bir politika ortamından parasal baskınlığın hakim olduğu bir ortama aşamalı olarak geçişi çerçevesinde “normalizasyon” süreci olarak tanımlamaktadır.¹⁶⁷

Belirtilen üç temel politika yaklaşımı dahilinde TCMB'nin temel kaygısı iktisadi ajanların beklentilerini enflasyon hedefi doğrultusunda oluşturmak ve kısa vadeli faiz oranlarını enflasyon hedefi ve fiyat istikrarı amacı doğrultusunda kullanabilmektir. Bu anlamda örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı 2002 döneminden bu yana faiz politikası ile ilgili açık bir özellik, Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği ile politika ortamının gösterdiği yapısal karakteristiklerin kısıtlayıcı niteliğini ortaya koymaktadır:

2002-Mart 2005 döneminde TCMB, kısa vadeli faizleri “asimetrik ve konjonktür karşıtı” bir biçimde hiç kullan(a)mamıştır. Bu durum TCMB'nin kısa vadeli faiz oranını serbestçe kullanma hususunda belirli korkuları olduğunu ima etmektedir.

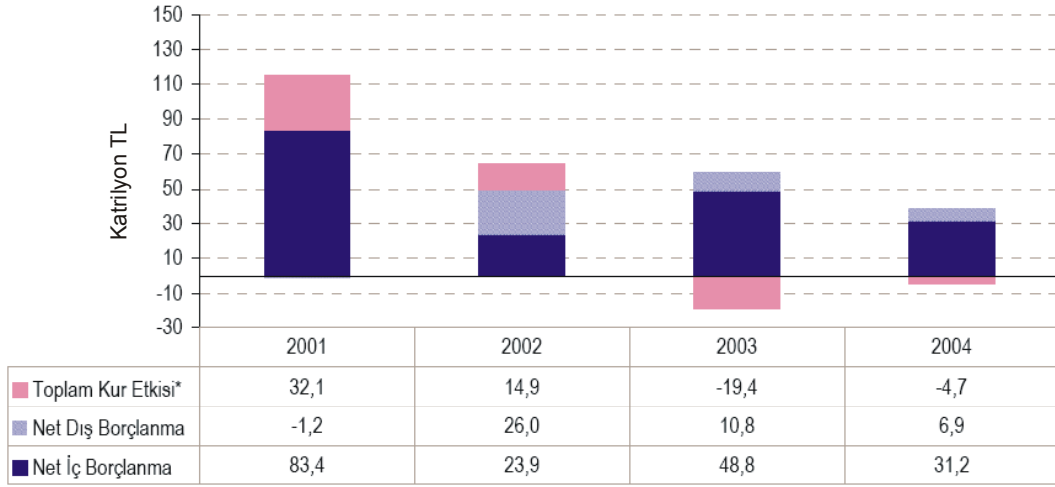
iii. Mali Baskınlık ve Borçlanma Dinamikleri

Türkiye ekonomisinde mali baskınlık ve borçlanma dinamikleri, TCMB'nin örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kısa vadeli faiz oranlarını enflasyon hedefi doğrultusunda serbestçe kullanımını kısıtlamaktadır.

¹⁶⁶ TCMB, **Basın Duyurusu**, Sayı:45, 27. 08. 2001, s. 2(www.tcmb.gov.tr, Erişim:19. 08. 2001)

¹⁶⁷ TCMB, “2005 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi”, s. 6

Şekil 57, konsolide bütçe borç stoğunda 2001 yılından bu yana gözlenen değişimi sunmaktadır. Buna göre Tablo 37 itibariyle toplam kamu net borç stoğunda gerileme yaşanmasına rağmen miktar olarak borç stoğundaki artış net yeni iç borçlanmadan kaynaklanmaktadır. Bir diğer deyişle yüksek faiz dışı fazlaya rağmen, iç borç stoğunun sadece 2.2 puan düşürülebilmesi mevcut borç stoğunun oran olarak azalsa bile aslında sabit tutularak “çevrilebildiğini” ortaya koymaktadır.¹⁶⁸



*Türk lirasının değerinde gerçekleşen dalgalanmaların etkisini göstermektedir. Çapraz kurlardaki hareketlerden kaynaklanan değişimleri içermemektedir.

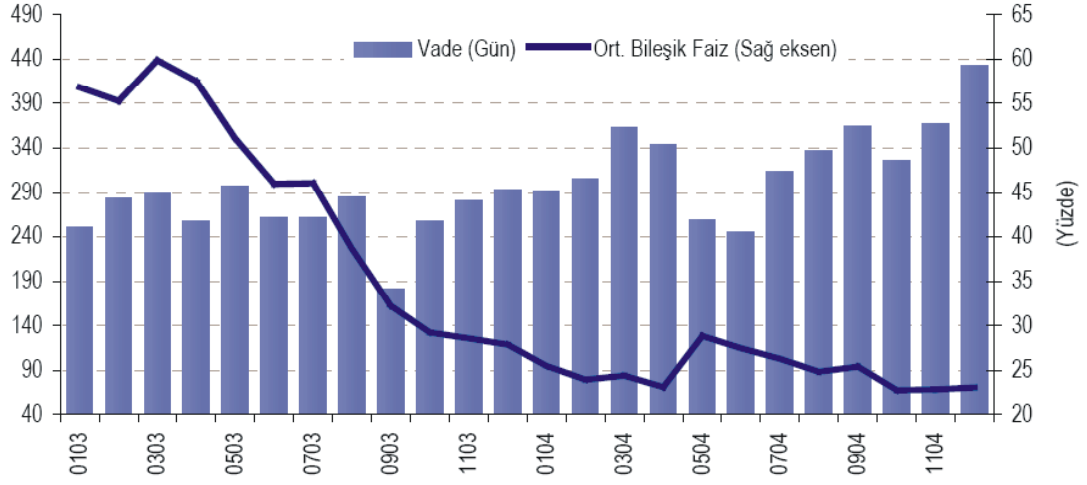
Not: Net borçlanma Türk lirasının değerinde gerçekleşen dalgalanmalardan arındırılmış borç stoku değişimini göstermektedir.

Şekil 57. Konsolide Bütçe Borç Stoğundaki Değişimin Analizi

Kaynak: TCMB, Para Politikası Raporu, 2004-IV, s.30

Borçlanma vadesi ve ihale faizini bir araya getiren Şekil 58, Hazine ihale faizinin 2003 yılı sonundaki %28’lik düzeyinden 2004 yılı sonunda %23 düzeyine gerilemesine rağmen borçlanma vadesinin 1 yıldan biraz daha fazla olduğunu göstermektedir.

¹⁶⁸ BSB, 2005 Başında Türkiye’nin Ekonomik ve Siyasal Yaşamı Üzerine Değerlendirmeler., s. 29



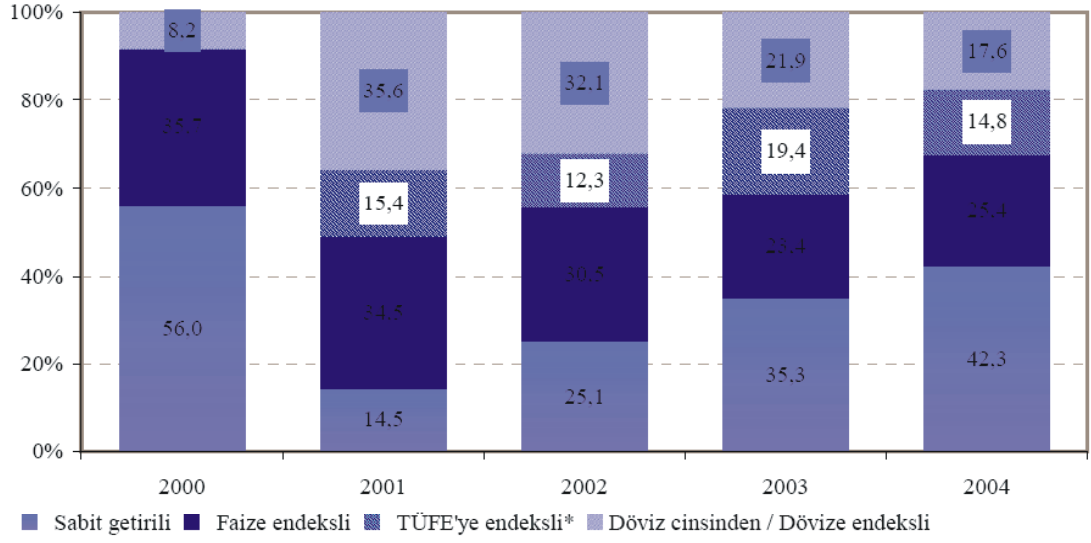
Not: 2003 yılı Eylül ayında borçlanma vadesinin kısa olması, uzun vadede borçlanmanın az olmasından kaynaklanmıştır. 91 gün vadeli referans bono ihalesi hariç tutulduğunda borçlanma vadesi 371 gün olmaktadır. Hesaplamalarda TL cinsi iskontolu ihaleler kullanılmaktadır.

Şekil 58. Borçlanma Vadesi ve Bileşik Faiz

Kaynak: TCMB, Para Politikası Raporu, 2004-IV, s.31

İç borç stoğunun bileşiminde gözlenen yapısal değişim, borç stoğunun faiz ve kur değişmelerine karşı kırılganlığının azaldığına işaret etmekle beraber borçlanma vadesinin kısa bileşiminin de ağırlıklı olarak değişken faizli veya döviz cinsi senetlerden oluşması, stoğun kur ve faizlerdeki hareketlere karşı duyarlılığının devam ettiğine işaret etmektedir (Şekil 59).¹⁶⁹

¹⁶⁹ TCMB, Para Politikası Raporu, 2004-IV, s. 40-41



* Merkez Bankası portföyünde yer alan nakit dışı senetler, Ocak 2004'te TMSF'ye ihraç edilen nakit dışı senetler ile 2003 yılı Mayıs ayında Çalışanların Tasarruflarını Teşvik Hesabı (ÇTTH)'na ihraç edilen nakit kağıtları göstermektedir.

Şekil 59. Konsolide İç Borç Stoğunun Borçlanma Araçlarına Göre Dağılımı*

Kaynak: TCMB, Para Politikası Raporu, 2004-IV, s.33

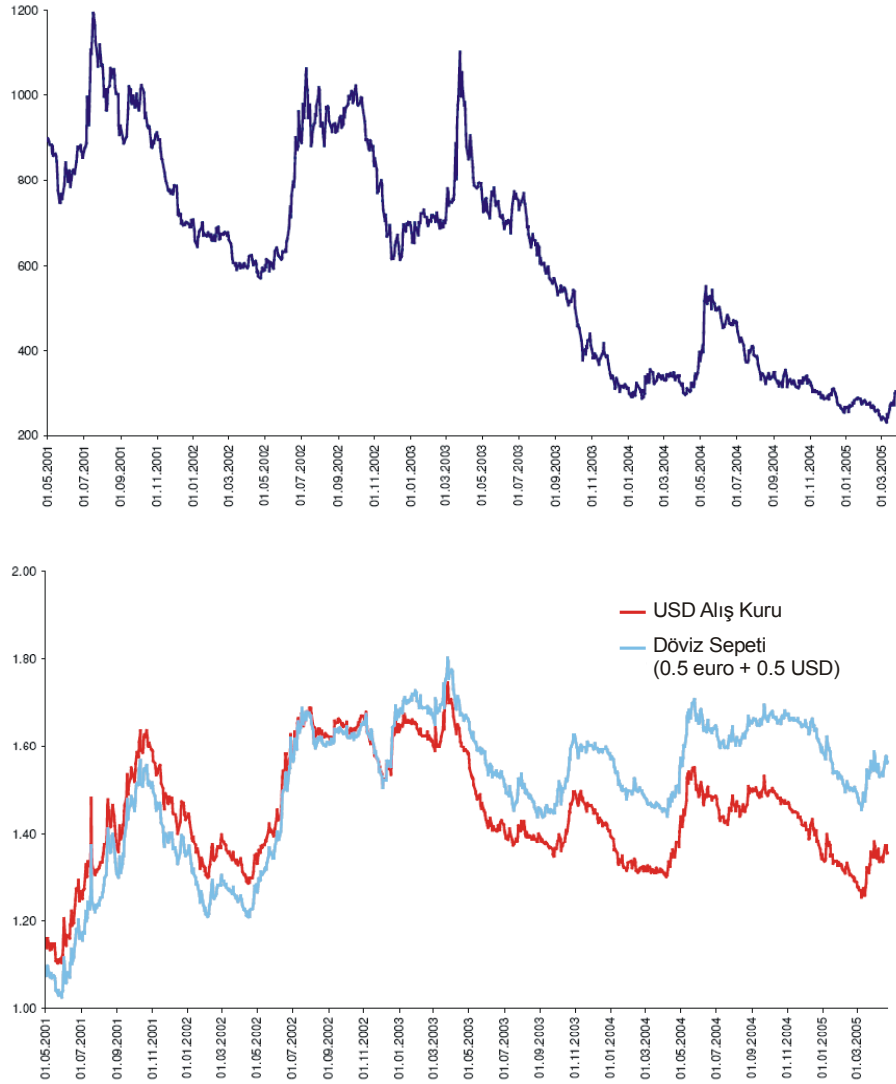
Yüksek faiz dışı fazla ve düşen enflasyon oranlarına rağmen, yüksek borç stoğu ve kırılgan borçlanma dinamikleri, geçmiş politika “günahları” nedeniyle diğer gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye ekonomisini de ulusal ve uluslar arası piyasalarda risk algılamalarındaki değişmelere karşı duyarlı hale getirmektedir. Nitekim, Türkiye ekonomisinde DİBS faiz oranlarının belirleyicileri arasında derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notları ve gecelik faizler yanında IMF programının koşullarının sağlanması ile ilgili haberler, IMF'nin Türkiye ekonomisi ile ilgili açıklamaları ve AB'den gelen olumsuz haberlerin olduğu ortaya konulmuştur.¹⁷⁰

Bu anlamda Şekil 60 Türkiye ekonomisi için EMBI endeks değeri ile döviz kuru değişimleri arasında güçlü ve pozitif bir ilişkinin varlığını gözler önüne sermektedir. Pozitif ilişki yüksek borç stoğunun ödenememe riski ve kırılgan yapısı nedeniyle ortaya

¹⁷⁰ Olcay Y. Emir, F. Özatay and G. Şahinbeyoğlu, “Effects of US Interest Rates and News on the Daily Interest Rates of a Highly Indebted Emerging Country: Evidence from Turkey”, **CBRT Working Papers** No. 05/08, March 2005, p. 21

çıkılmaktadır. Bu yönüyle Türkiye ekonomisi III. bölümde O. Blanchard, C. Favero ve F. Giavazzi'nin çalışmalarına bağlı olarak ortaya konan çerçeveye uygun bir yapı sergilemektedir. Pozitif ilişki TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmesi sonucunda kurun değer kazanmasıyla spekülasyon arbitraj imkanı sunmaktadır. Buna mukabil, kısa vadeli faiz oranlarındaki artış borçlanma maliyetini artırarak EMBI endeksi değerini yükseltmekte, borçların ödenememe riski doğmakta ve sermaye çıkışlarına bağlı olarak kur değer kaybetmektedir.¹⁷¹

¹⁷¹ Zelal Aktaş, N. Kaya and Ü. Özlale, "The Price Puzzle in Emerging Markets: Evidence from the Turkish Economy Using "Model Based" Risk Premium Derived from Domestic Fundamentals", CBRT Working Papers No. 05/02, February 2005, p. 17 ve Fatih Özatay, "Monetary Policy Challenges for Turkey in European Union Accession Process", **CBRT Working Papers** No. 05/11, May 2005, pp. 11-12



Şekil 60. EMBI Endeks Değeri ve Döviz Kurunun Seyri (Mayıs 2001-Mart 2005)

Kaynak: Fatih Özatay, "Monetary Policy Challenges for Turkey in European Union Accession Process", *CBRT Working Papers* No.05/11, May 2005, pp.30-31

Kur değişimleri ve EMBI endeks değeri arasındaki pozitif ilişki, döviz kuru ile enflasyon arasındaki ilişkinin ele alınmasını gerektirmektedir. 2001 yılından sonra kurdan enflasyona geçiş katsayısı azalmasına rağmen, katsayı dış ticarete konu olan mallar için yüksektir. Esnek-dalgalı kur rejimi ve dezenflasyon süreci katsayının azalmasına katkıda bulunduysa da, söz konusu katsayı pozitif üretim açığının olduğu dönemlerde negatif üretim açığının olduğu dönemlere nazaran daha yüksektir. Bir diğer

değişle kurdan enflasyona geçiş katsayısının, döviz kurunun değer kaybettiği dönemlerde daha yüksek olduğu gözlenmektedir.¹⁷²

Bu çerçevede artan cari açık ve aşırı değerli bir TL, nominal döviz kurlarında bir düzeltme riskini doğurmakta ve risk primi yükselmektedir. Risk primindeki artışa bağlı olarak döviz kuru değer kaybetmekte ve kurdan enflasyona geçiş katsayısının kuru değer kaybettiği dönemlerde daha yüksek olması TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmesini gerektirmektedir. Ancak yüksek reel faizler ve yüksek borç stoğu nedeniyle faizleri artırmak borçlanma dinamiklerini daha kırılgan yapmakta ve TCMB kısa vadeli faizleri kullanma hususunda kısıtlanmaktadır.

Bu durumun getirdiği çatışma, 2002-2004 dönemi için döviz kurlarında meydana gelen değerlenmenin politika yapıcılar açısından rasyonel bir temel sunduğuna da işaret etmektedir. Esnek-dalgalı kur rejimi geçerli olmasına ve TCMB her ne kadar denge kur düzeyi ile ilgili bir aksiyona girmese de kuru değerlenmesi fiyatlar üzerinde deflasyonist etkiler doğurarak dezenflasyon sürecine katkıda bulunmuştur. Ancak cari dengede oluşan açığın yarattığı riske bağlı olarak fiyatların potansiyel yükselme riski, reel faiz oranlarının neden yüksek olduğunu da açıklamaktadır.¹⁷³

TCMB, 2002-2004 döneminde 1 kez kısa vadeli faiz oranlarını artırabileceğini piyasalara duyurmuştur. Buna göre, Ağustos 2004 tarihli Enflasyon ve Görünüm raporunda, gelecek enflasyon konundaki pozitif görünümü belirtmekle beraber IMF ile stand-by anlaşmasının gecikmesine bağlı olarak mali disiplin ve yapısal reformların gerçekleştirilmesinde görülebilecek risklere bağlı olarak faiz oranlarını artırmaktan çekinmeyeceğini ifade etmiştir.¹⁷⁴

“...temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan bir merkez bankasının ekonominin içinde bulunduğu koşullara bağlı olarak temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını düşürmesi kadar artırması da normaldir... Bu doğrultuda...enflasyonun gelecekte göstereceği eğilimin hedeflerle

¹⁷² Hakan Kara and Fethi Ögünç, “Exchange Rate Pass – Through in Turkey: It is Slow but Is it Really Low?”, **CBRT Working Papers** No. 05/02, April 2005, p. 14

¹⁷³ Selçuk and Ardiç, p. 31

¹⁷⁴ TCMB, **Ağustos Ayı Enflasyonu, Görünüm ve TCMB Faiz Oranları**, 08. 09. 2004, s. 11(www.tcmb.gov.tr, Erişim: 10. 09. 2004)

uyumsuzluğuna dair net sinyaller alınması ve bu uyumsuzluğun orta uzun vadede kalıcı bir nitelik taşıyabileceğinin algılanması durumunda faiz politikası etkin olarak kullanılacaktır”

Bu açıklama karşısında EMBI endeks değeri ve DİBS faiz oranları artmış döviz kuru değeri kaybetmiştir.¹⁷⁵ TCMB, piyasaların gösterdiği bu reaksiyonun ardından yayınladığı basın duyurusunda “*koşullar gerektirirse faiz artırımını yapabileceği*” yönündeki açıklamasının Türkiye ekonomisinin mali baskınlık ortamından parasal baskınlık ortamına geçiş süreci bir diğer deyişle normalleşme noktasına yaklaştığının ilanı şeklinde algılanması gerektiğini belirtmiştir.¹⁷⁶ Açıklamayı takip eden dönem boyunca herhangi resmi bir politika belgesinde faiz artırımına yönelik bir sinyal verilmediği gözlenmiştir. Bu bağlamda söz konusu faiz artırım sinyalinin TCMB’nin tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçişe yönelik bir test olarak denediğini ancak piyasaların buna ters tepki verdiğini söylemek mümkündür.

Mali baskınlık ve borçlanma dinamiklerine karşı gerek iç gerekse dış piyasaların son derece duyarlı olması ve risk algılamalarındaki değişmenin EMBI endeks değeri ve döviz kuru üzerindeki etkileri göz önüne alındığında, Türkiye ekonomisinde borç stoğunun bıçak sırtı bir denge üzerinde gittiğini ve yüksek faiz dışı fazlaya rağmen stoğun ancak çevrilebildiği sonucu ortaya çıkmaktadır.

Bu yapı aşamalı dezenflasyon sürecine bağlı olarak para politikasının kredibilitesi ve enflasyon bekleyişlerinde ilerleme sağlanmasına rağmen, dezenflasyonun kalıcı bir başarı mı yoksa yaşanan olumlu konjonktürün bir sonucu mu olduğu hususunda kuşku artırmakta ve bu kuşku reel faiz oranlarında yapışkanlığa sebep olmaktadır. Bir diğer deyişle TCMB’nin uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi ve hedefe yönelik taahhüdü henüz kredibilitenin borç dinamiklerine bağlı olarak inşa edilemediğini göstermektedir.

Borçlanma dinamiklerinin bu yapısı uygulanan politikaların kalıcılığı hususunda getirdiği kuşku yanında TCMB’nin politika uygulamalarındaki şeffaflığın etkisini de

¹⁷⁵ Aktaş et al., p. 13

¹⁷⁶ TCMB, **Basın Duyurusu**, Sayı:2004-42, 19 Ağustos 2004, s. 2(www.tcmb.gov.tr, Erişim: 20. 08. 2004)

azaltıcı yönde çalışmaktadır. Nitekim TCMB'nin resmi politika belgelerinde enflasyon hedeflemesine geçileceği sürekli olarak vurgulanmasına ve belirli hazırlıklar yapılmasına rağmen geçişin nasıl olacağı ve hedefin operasyonel özellikleri hakkında herhangi bir bilgiye rastlanmamaktadır.¹⁷⁷ Buna mukabil, IMF ile yeni bir üç yıllık program üzerinde anlaşmaya varılmasına bağlı olarak TCMB'nin parasal baskınlığın hakim olduğu bir ekonomiye geçişe yakın olduğunu vurguladığı ve 2006 yılı başında enflasyon hedeflemesine geçileceğini açıkladığı gözlenmektedir.

TCMB'nin faiz dışı fazla ve mali disiplin ve yapısal reformlar üzerinde ısrarla vurgu yapması, enflasyon hedeflemesine geçişin daha fazla gecikmesini istemediği ve doğal olarak nihai geçişin ardından mali baskınlık ortamına bağlı olarak bir korku yaşamayı arzulamadığına işaret etmektedir. Ancak Türkiye ekonomisi borç stoğunu azaltamasa ve sadece çevirebilse bile borçlanma dinamiklerindeki kırılganlığın giderilmesi mümkün gözükmemektedir.

Bu sebeple faiz dışı fazla üzerine yapılan vurgunun içeriğini basit bir formülle ortaya koyarak borçlanma dinamiklerindeki kırılganlık ve TCMB'nin enflasyon hedeflemesine geçiş sonrasında da yaşayacağı açmaz görülebilir:¹⁷⁸

$$\Delta\beta = (r - g)\beta - x \quad (1)$$

Formülde β iç borç/GSMH oranını $\Delta\beta$, borç/GSMH oranındaki değişimi r , reel faiz oranını g , GSMH büyüme oranını x , ise faiz dışı fazlayı vermektedir. Buna göre, maliye politikası $\Delta\beta$ değerini pozitif düzeyde belirlese bile, iç dengenin sürdürülebilirliği mümkün olmayacak ve maliye politikasında bir değişme gündeme gelecektir. Eğer IMF'ye verilen niyet mektuplarında hedef alınan büyüme oranı $g=0.05$, faiz dışı fazla $x=0.065$ ve iç borç/ GSMH oranı $\beta=0.60$ olarak belirlenirse, borç/GSMH oranındaki değişimi sabit tutmak için ($\Delta\beta=0$) maksimum reel faiz oranının %15.8'i aşmaması gerekmektedir.

¹⁷⁷ Airaudo, "Can Turkey Move to Explicit....", p. 5

¹⁷⁸ Selçuk and Ardıç, p. 32

Bu bağlamda, Türkiye ekonomisine yönelik herhangi bir olumsuz şok gerçekleştiğinde risk algılamalarının değişmesi ile risk primindeki artış reel faiz oranlarını da yükseltmekte ve borcu çevirebilmek için daha yüksek faiz dışı fazla verilmesi gerekmektedir. %6.5'luk faiz dışı fazla düzeyinin yüksekliği dikkate alındığında borç stoğu için farklı politika önlemlerinin düşünülmesi gereği açıktır.¹⁷⁹ Bu durum, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği açısından ele alındığında, daha düşük enflasyon düzeyinin para politikasının kredibilitesinin tesisi ve enflasyon hedefine ulaşmayı temin ettiği ancak gelecekte daha yüksek borç stoğunu beraberinde getirdiği gözlenmektedir.¹⁸⁰

Bu dinamikler çerçevesinde Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği önündeki en önemli risk iç dengenin sürdürülebilirliğidir. Yüksek borç stoğu ve yüksek reel faizlerin olduğu bir ortamda TCMB'nin faiz indirimleri herhangi bir sorun doğurmazken enflasyonist baskılara bağlı olarak doğacak faiz artışlarının iç dengenin sürdürülebilirliğini tehlikeye atması ve bekleyişlerin enflasyon hedefi doğrultusunda yönlendirilememesi riski bulunmaktadır.

ii. Dışsal Baskınlık ve Sermaye Hareketleri

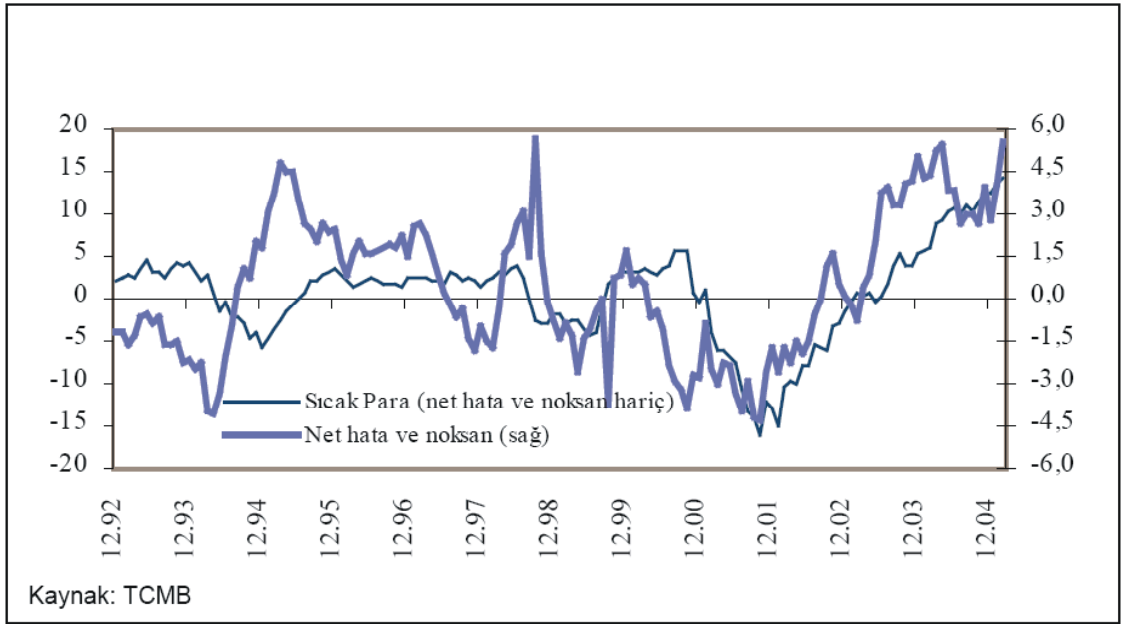
TCMB'nin mali baskınlık korkusuna bağlı olarak kısa vadeli faiz oranlarını simetrik bir biçimde kullanamaması dışsal baskınlık açısından para politikasının fiyat istikrarı ile kur istikrarı arasında çatışma yaşanmasını beraberinde getirmektedir.

Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlanmasının ardından gözlenen ters para ikamesi ve artan sıcak para hareketleri, Türkiye ekonomisi için, III. Bölümde ele alınan “iyi zamanlar” çerçevesine uygun bir yapı sunmaktadır. Nitekim Şekil 61,

¹⁷⁹ Selçık and Ardıç, p. 32. Bu kapsamda faiz dışı fazla hedefinin Türkiye ekonomisinin büyüme performansını olumsuz etkilediği üzerinde durulmaktadır. Ebru Voyvoda and Erinç Yeldan, “IMF Programmes, Fiscal Policy and Growth: Investigation of Macroeconomic Alternatives in an OLG Model of Growth for Turkey”, **Comparative Economic Studies**, vol. 47 No. 1, March 2005, p. 72. Buna mukabil, faiz dışı fazla hedefinin sabit bir rakam olarak değil de borç stoğunun artan bir fonksiyonu olarak değişken bir rakam olarak belirlenmesinin iç denge daha yüksek performans gösterebileceği ortaya konulmaktadır. Erdem Bascı, M. F. Ekinçi and M. Yülek, “On Fixed and Variable Fiscal Surplus Rules”, **IMF Working Paper** No. 117, July 2004, p. 12

¹⁸⁰ Airaudo, “Can Turkey Move to Explicit.....”, p. 23

Şubat 2001 krizinin ardından sıcak para akımlarında düzenli bir artışa işaret etmektedir. TCMB, reel faizlerin düştüğü ve kur rejiminin esnek-dalgalı olduğu bir politika ortamında, kur riskinin piyasalar üzerinde olmasının sıcak para akımlarını görece olarak daha düşük kılacağını düşünmesine rağmen makroekonomik istikrar, bankacılık kesiminin kırılma noktasındaki azalma, yüksek döviz rezervleri ve AB ve IMF ile ilişkilerde yaşanan olumlu gelişmeleri sıcak para akımlarındaki artışın sebebi olarak göstermektedir.¹⁸¹



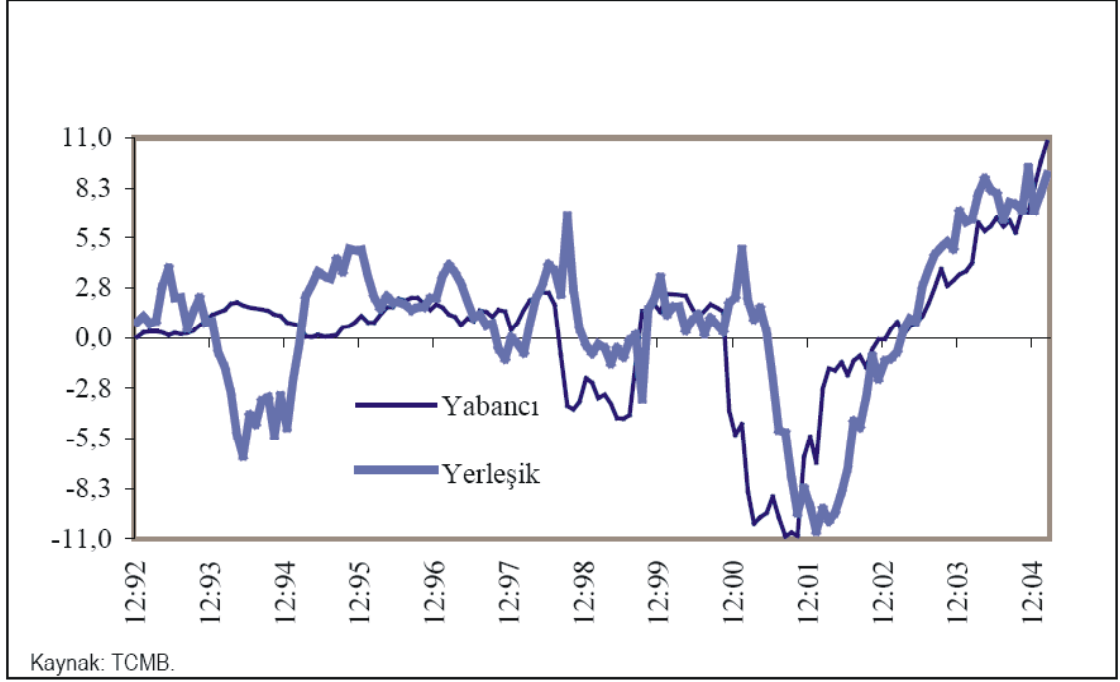
Şekil 61. Sıcak Para Akımları ve Net Hata ve Noksan
(12-aylık toplam, milyar ABD doları)

Kaynak: TCMB, Para Politikası Raporu, 2005-I, s.28

TCMB'nin tanımına göre, Türkiye'ye Şubat 2005 itibariyle giren sıcak para miktarı 19.8 milyar\$ tutarındadır. Bu tutarın 10.8 milyar\$'ı yabancı kaynaklı 9 milyar\$'ı ise yurtiçi yerleşik kaynaklı hesaplanmıştır. Yabancı kaynaklı sıcak para akımları İMKB'de hisse senedi ve DİBS alımları ile bankalarda kısa vadeli mevduat hesabı açma şeklinde, olmakta yerleşik kaynaklı sıcak para akımları ise kısa vadeli kredi

¹⁸¹ TCMB, Para Politikası Raporu, 2005-I, s. 30

işlemleri (bankaların yurtdışından kullandıkları krediler) ve net hata ve noksan kaleminden oluşmaktadır (Şekil 62).



Şekil 62. Sıcak Para Akımlarının Kompozisyonu - Net Hata ve Noksan Dahil (12-aylık toplam, milyar ABD doları)

Kaynak: TCMB, Para Politikası Raporu, 2005-I, s.29

TCMB, gerek ters para ikamesi gerekse sıcak para akımlarından kaynaklanan döviz girişlerinin TL üzerinde doğurduğu baskıyı, örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde faiz oranlarının indirilmesi için bir manevra alanı olarak kullanmıştır. Bunun yanında şeffaf döviz alım ihaleleri düzenleyerek rezerv biriktirme yoluna gitmiş ve ters para ikamesi ve sermaye girişleri azaldığında döviz alım ihalesi düzenlemeyeceğini bir diğer deyişle rezerv biriktirmede agresif davranmayacağını açıklamıştır.¹⁸²

TCMB'nin örtük enflasyon hedeflemesi altında sıcak para akımlarına karşı faiz indirimleri ve rezerv biriktirme şeklindeki politika davranışına bağlı olarak döviz

¹⁸² Özatay, "Monetary Policy Challenges....", p. 21 ve Serdengeçti, **73. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması**, s. 34

piyasasına yaptığı müdahalelerin kurun düzeyi ve yönü üzerinde de herhangi bir etkiye bulunmadığı gözlenmektedir.¹⁸³ Şekil 63, TCMB döviz alımlarını ve resmi döviz rezervlerinin düzeyini ortaya koymaktadır. Şekil 61 ile birlikte ele alındığında döviz piyasasına alım şeklinde yapılan müdahalelerin, portföy yatırımlarının artmaya başladığı 2003 yılının ortalarından itibaren artmaya başlaması TCMB'nin sıcak para akımlarına karşı izlediği rezerv biriktirme davranışı ile örtüşmektedir.

Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönem, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarını sadece enflasyon hedefine yönelik olarak ve fiyat istikrarı amacı doğrultusunda kullandığını ve döviz kuru değişmelerine “oyunluk-dalgalanma” ve “arz fazlası” gibi argümanlara dayanarak müdahale ettiğini ortaya koymaktadır. Bunun yanında TCMB'nin hemen hemen her müdahalede açık bir kur hedefi olmadığını ısrarla vurguladığı gözlenmektedir.

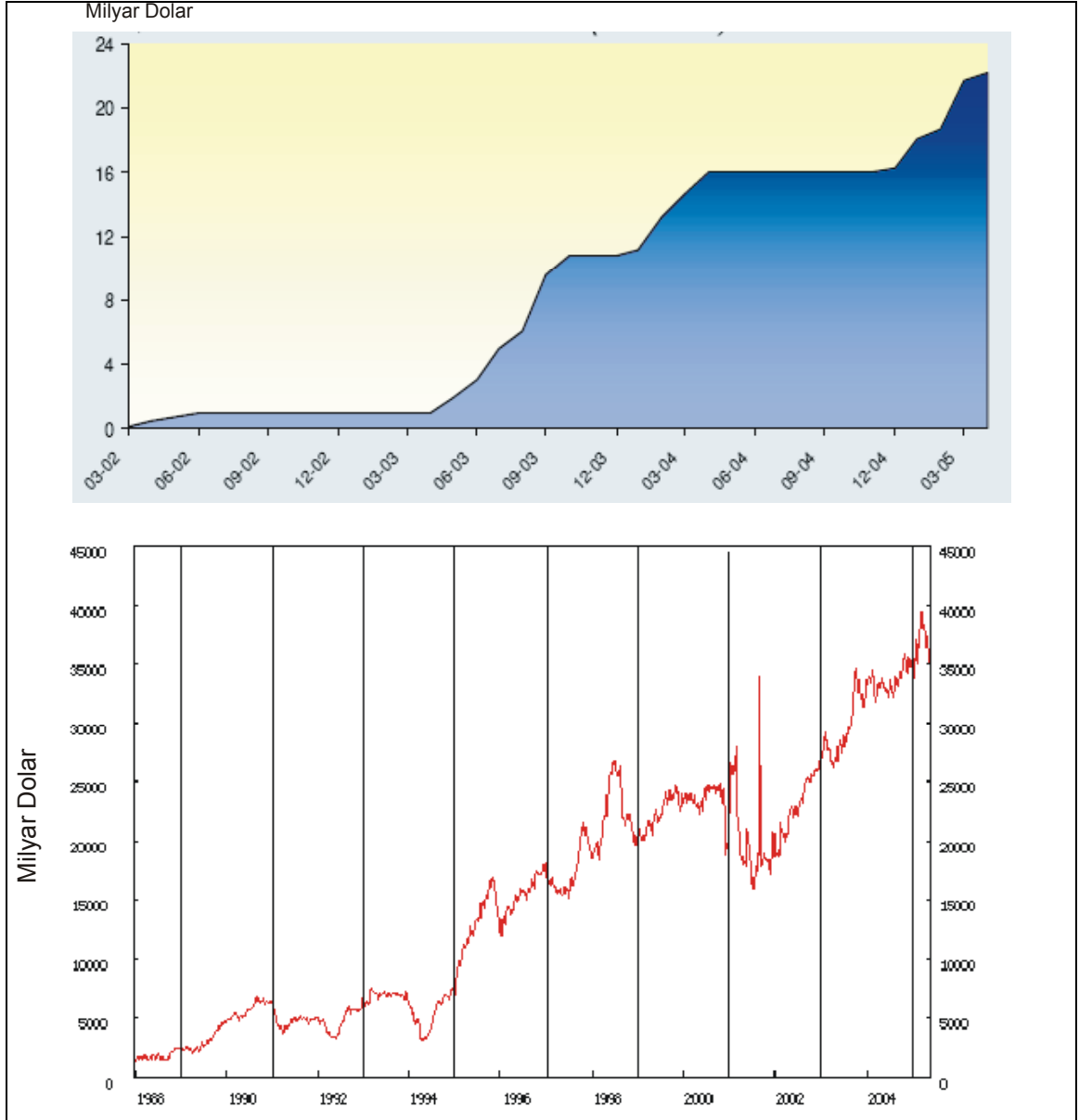
Bu anlamda herhangi bir kur hedefinin olmadığı yönünde açıklama yapılarak arz fazlası ya da talep eksikliğinden bahsedilmesi denge düzeyi bilinmeksizin arz-talep fazla ya da eksikliğini anlamlı kılmayarak bir çelişki doğurmakta ve arzulanan bir denge kur düzeyi olduğunu ima etmektedir.¹⁸⁴ Bir diğer deyişle esnek-dalgalı kur rejimine bağlı olarak fiyatlama davranışlarında bir değişiklik ve kurdan enflasyona geçiş katsayısında bir azalma olsa da, kur değişmeleri ile risk primi, reel faizler ve borçlanma dinamikleri arasındaki ilişkiler, kurun şok emici özellikleri hususunda kuşkuyla beraberinde getirmekte ve dalgalanma korkusuna zemin hazırlamaktadır.

Zira, tek başına esnek-dalgalı kur rejiminin varlığı, örtük enflasyon hedeflemesi için bir anlam ifade etmemekte kurun şok emici özelliklerini sergileyebilmesi için kırılğanlıkların giderilmesi gerekmektedir. Kırılğanlıkların bankacılık kesimi ile ilgili kısmı açık pozisyonların kapatılması ve bilanço yapılarının güçlendirilmesini içerirken

¹⁸³ Selçuk and Ardiç, p. 26 ve Özge Akıncı, O. Y. Çulha, Ü. Özlale and G. Şahinbeyoğlu, “Causes and Effectiveness of Foreign Exchange Interventions for the Turkish Economy” **CBRT Working Papers** No. 05/05, February 2005, p. 19. Bunun yanında TCMB'nin kurdaki aşırı dalgalanmaya müdahale edeceği yönündeki tavrı eylemleri ile de örtüşmektedir. Roberto F. Guimaraes and Cem Karacadağ, “The Empirics of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries: The Case of Mexico and Turkey”, **IMF Working Paper** No. 123, July 2004, p. 25

¹⁸⁴ Erdal Özmen, “Cari Açık Tartışması”, **Tartışmalı Toplantı**, s. 7

mali baskılık korkusu ile ilgili kısmı borç stoğunun faiz ve dövize endekli ya da döviz cinsinden kısmının azaltılmasına karşılık gelmektedir.



Şekil 63. TCMB Döviz Alımları (Kümülatif) ve TCMB Brut Döviz Rezervleri

Kaynak: TCMB, Ekonomik Görünüm, Nisan 2005, s.28 ve TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi.

Dolayısıyla, TCMB'nin döviz piyasasına müdahaleleri iki açıdan değerlendirilebilir. İlk olarak TCMB, kendi argümanları dahilinde kurun yönü ve düzeyine yönelik bir müdahalede bulunmamakta ve sadece enflasyon hedefini

gözetmektedir. İkinci olarak TCMB, döviz piyasasına müdahalelerinde her ne kadar bir kur hedefi olmadığını belirtse de, belirli bir kur düzeyini dikkate almakta ancak kurun yönü ve düzeyini müdahaleleriyle etkileyebilme hususunda başarısız olmaktadır. Ancak her iki değerlendirme de kırılganlıkların varlığı nedeniyle, TCMB'nin bir dalgalanma korkusu olduğunu ortadan kaldırmamaktadır.

Bu kapsamda, örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı dönemden itibaren TCMB'nin sermaye girişlerinin yarattığı konjonktür lehine davranarak aşamalı dezenflasyon süreci dahilinde kısa vadeli faizleri düşürdüğü gözlenmiştir. Enflasyon hedefi ile enflasyon beklentileri arasındaki fark azaldıkça TCMB'nin faiz indirimine gideceğini bilen yatırımcılar, sermaye kazancı beklentisiyle DİBS'ni talep etmekte ve artan talep söz konusu senetlerin faiz oranlarını düşürmektedir. Öte yandan arbitraj imkanının uyardığı sıcak para girişleri ters para ikamesi ile birlikte dövizde arz fazlası yaratarak cari kur düzeyini de düşürmektedir. Düşük kur düzeyi enflasyonu baskı altına aldığı ölçüde dezenflasyon devam etmekte ve buna bağlı olarak enflasyon beklentilerinin azalması yeni bir faiz düşüşü beklentisi ile kurları tekrar baskı altına almaktadır.¹⁸⁵

Kuşkusuz konjonktür lehine politika davranışı hem aşamalı dezenflasyon sürecine katkıda bulunmakta hem de borç stoğunun “döndürülmesine” imkan vermektedir. Bu durumda TCMB'nin döviz piyasasına müdahale yoluyla enflasyon hedefi ile tutarlı bir kur düzeyini arzlaması, enflasyon hedeflemesinin doğası açısından bir sorun yaratmamaktadır.¹⁸⁶ Sorun, TCMB'nin sıcak para akımlarına karşı uyguladığı faiz indirme ve rezerv biriktirme şeklindeki politikalarının sınırının nerede olduğu noktasında düğümlenmektedir. Bir diğer deyişle sorun yüksek reel faiz ve aşırı değerli TL'nin uyardığı sıcak para akımları, TL'nin değerinin uzun bir süre gereğinden yüksek kalmasına ve arzulanan uyumun gecikmesine neden olsa da er ya da geç kurda aksi

¹⁸⁵ Nazım K. Ekinci, “Para Politikası, Faiz ve Kur”, **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:217, Nisan 2004, s. 44

¹⁸⁶ Özmen, . “Cari Açık Tartışması”, s. 4

yönde bir hareketin yaşanacağı gerçeği karşısında hangi politika davranışının gösterileceğidir.¹⁸⁷

Açıktır ki, enflasyon hedeflemesi uygulayan hiçbir merkez bankasının döviz kurlarına duyarsız kalması beklenmediği gibi TCMB'nin de döviz kurundaki değişmelere tepkisiz kalması beklenmemelidir. Diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de enflasyon hedeflemesi hem istikrar hem de esneklik sağlayabilecek bir kur rejimine ihtiyaç duymaktadır. Kurda oluşabilecek sert nominal değişmelerin gerek banka-fınans kesimi gerekse kamu maliyesindeki olumsuz etkilerini azaltmak ve reel sektöre belirsizlikleri sınırlayacak bir kur istikrarı sunmak en arzulanır durumdur. Ancak enflasyon hedeflemesi altında kur rejiminin dış şokları emebilecek düzeyde esnek olması, hem politika amaçları arasında çatışma yaşamamak hem de büyümeden fedakarlık etmemek için gereklidir.

Türkiye ekonomisinin borçlanma dinamikleri ile ortaya konulan çerçeve dikkate alındığında sermaye hareketlerinde meydana gelebilecek ani duruşların, her ne kadar TCMB'nin nihai amacı fiyat istikrarı olsa da, Banka'yı fiyat istikrarından kur istikrarı lehine fedakarlık etmeye zorlayacağı açıktır. Bu durum, daha önce ele alındığı üzere tüm gelişmekte olan ülkeler açısından, sermaye hareketlerinin olduğu bir politika ortamının konjonktür dalgalanmalarına neden olmasının doğal bir sonucudur. Bir diğer deyişle kötü para ve maliye politikaları kesinlikle finansal krizleri beraberinde getirmektedir. Ancak güçlü para ve maliye politikaları uygulamak tek başına sermaye hareketleri ve kurlarda istikrarı sağlamaya yeterli değildir.

Bu sebeple, sürdürülebilir bir kompozisyon sunmayan sermaye girişlerindeki artışları dizginlemek ve finansal sistemin zarar görme derecesini azaltmak amacıyla

¹⁸⁷ Yılmaz Akyüz, "Finansal İstikrarsızlığın ve Şokların Yönetimi", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:2221, Ağustos 2004, s. 11. Bu sebeple fiyat istikrarının olmaması, sağlıklı bir banka-fınans kesiminin bulunmaması ve borçlanma dinamiklerinin kırılgan yapısı sürdükçe, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortam yeni spekülative ataklara zemin hazırlar. Bu anlamda yeni bir krizin oluşmaması için cari açık dikkatle izlenmeli ve döviz kurunun denge değerinden önemli ölçüde sapmalarına izin verilmemelidir. Sübidey Togan and Hasan Ersel, "Foreign Exchange Regime, the Real Exchange Rate and Current Account Sustainability", **ZEI Working Paper** No. B17, 2004, p. 16 ve Ercan Uygur, "Türkiye'de Cari Açık Tartışması", iç. **GAP Bölgesinde Dış Ticaret ve Tarım**, (Ed. E. Uygur ve İ. Civcir), Ankara:Türkiye Ekonomi Kurumu, 2004, s. 28-29

ödemeler dengesinin sermaye hesabını yönetmeye yönelik olarak finansal piyasaların derinliğini olumsuz etkilemeyecek düzenlemelerin uygun bir biçimde dizayn edilmesi, enflasyon hedeflemesi altında para politikasının etkinliğini artırarak hareket alanını genişletecektir.¹⁸⁸

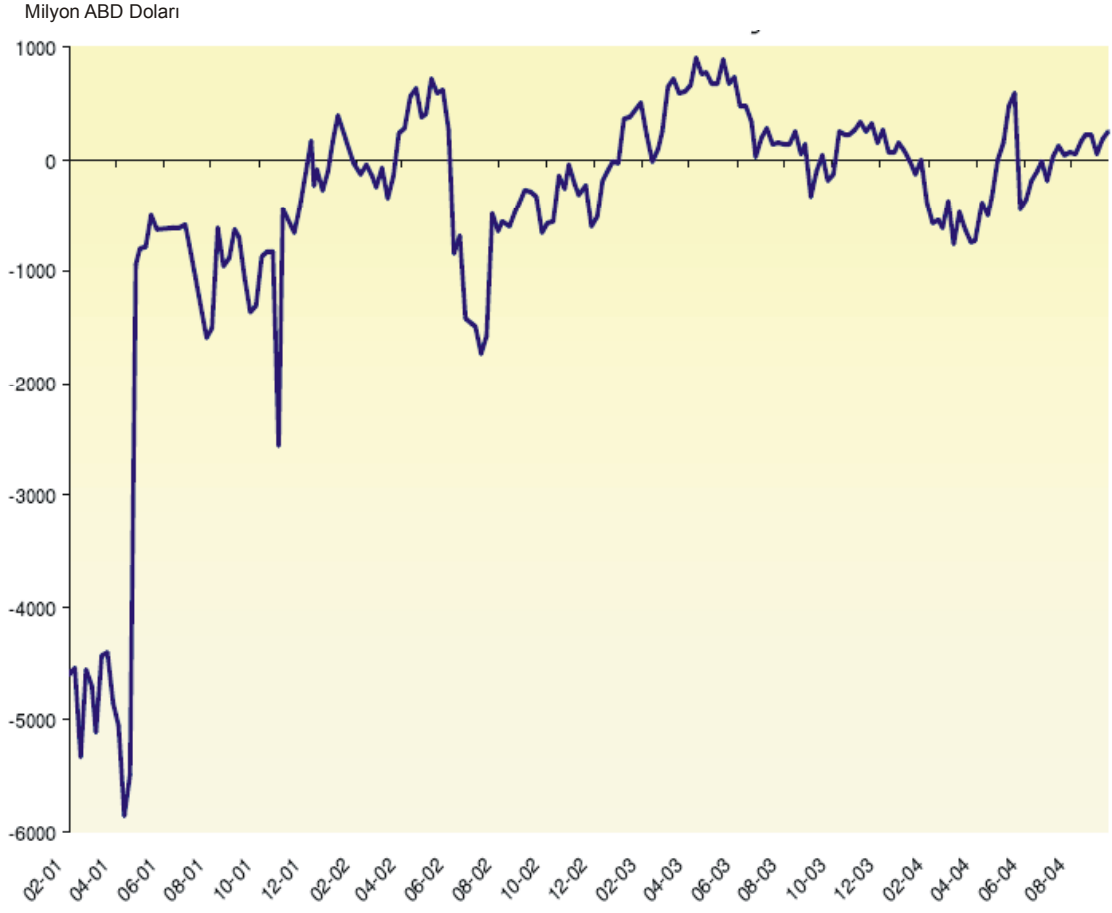
c. Fiyat İstikrarı ve Finansal İstikrar

Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı dönemin ardından banka-finans kesiminde gözlenen en belirgin gelişme, bankacılık sektörü reformu çerçevesinde açık pozisyonların kapatılarak bilançoların daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulması ve aşamalı dezenflasyon sürecine paralel olarak ters para ikamesinin başlamasıdır.

Şekil 64, toplam bankacılık sektörünün yabancı net para pozisyonundaki azalışı ortaya koymaktadır. Bunun yanında, bilanço içi verilere göre hesaplanan pozisyon açığı 2003 yılı sonunda 9.4 milyar\$’dan 2004 yılı sonunda 7.8 milyar\$’a gerilemiştir. Bu dönemde kamu bankalarının pozisyon açığı artarken özel bankaların pozisyon açığı daralmıştır.¹⁸⁹

¹⁸⁸ Akyüz, s. 11. E. Özmen, bu konuda en büyük engelin, sermaye hareketlerine fiyat veya miktar sınırı getirmenin kendisinden ziyade, söz konusu kısıtlamaların tartışılmasına bile panik atak şeklinde tepki veren ekonomik ve akademik ortamın kendisi olduğunu ve öncelikle bu ortamın aşılması gerektiğini belirtmektedir. Özmen, s. 7

¹⁸⁹ TCMB, **Yıllık Rapor**, 2004, s. 116



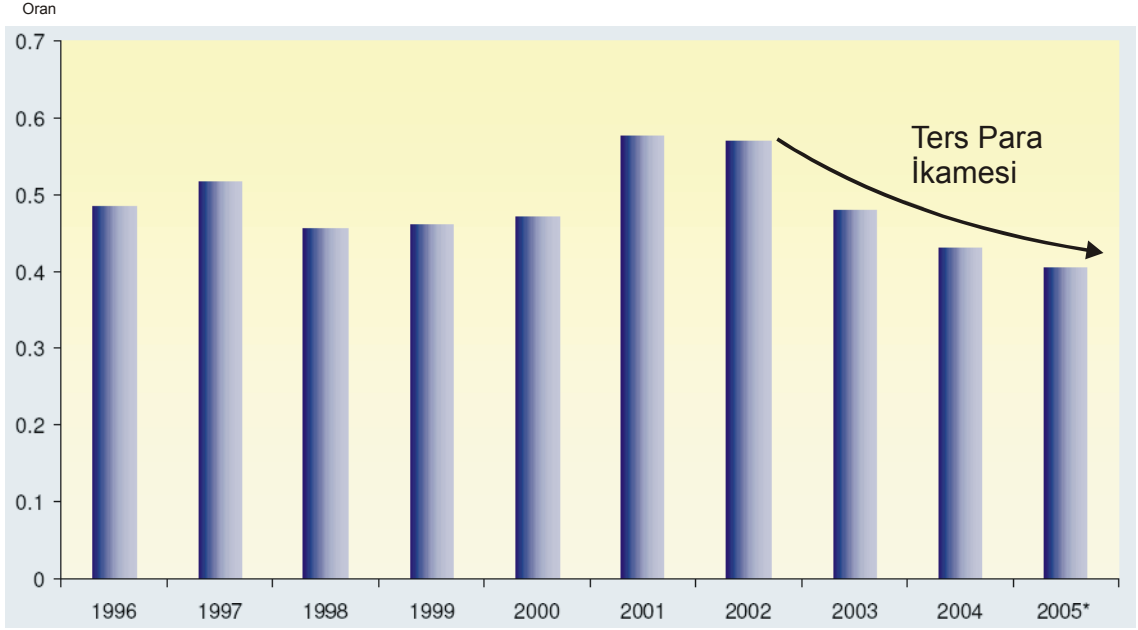
Şekil 64. Toplam Bankacılık Sektörünün Yabancı Para Net Pozisyonunun Gelişimi

Kaynak: TCMB, Ekonomik Görünüm, Ekim 2004, s.60

Finansal istikrarın Türkiye ekonomisi açısından önemini mali baskınlık ve dalgalanma korkusundan bağımsız düşünmek mümkün değildir. Bu bağlamda mali baskınlığın hakim olduğu bir ekonomiden parasal baskınlığın hakim olduğu ekonomiye geçiş süreci, banka-finans kesiminin reel sektörle ilişkilerinin daha sağlıklı bir temele oturması ve şoklara karşı dayanıklı bir yapı sergilemesini beraberinde getirecektir. Nitekim banka-finans kesiminin yapısı güçlendikçe fiyat istikrarı ile finansal istikrarın birbirlerini tamamlayıcı özellikleri ortaya çıkmaktadır.

Esas olarak Türkiye ekonomisinin de diğer gelişmekte olan ülkeler gibi uluslar arası finansal sistemin temel günahından muzdarip olduğu düşünüldüğünde, örtük enflasyon hedeflemesine geçiş ile beraber ortaya çıkan ters para ikamesi sürecinin TL'nin aşırı değerlenmesine neden olsa da, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği

önünde engel oluşturan dolarizasyon olgusunun aşılması ve kırılğanlığın azaltılmasına önemli bir katkı sağladığı gözlenmiştir. Ancak bu süreç,aktif bir de-dolarizasyon stratejisinin değil aşamalı dezenflasyon sürecinde uygulanan para ve maliye politikalarının getirdiği içsel bir olgunun ürünü olarak ortaya çıkmıştır (Şekil 65).



Şekil 65. Döviz Mevduatının Toplam Mevduat İçindeki Payı

Kaynak: TCMB, Ekonomik Görünüm, Nisan 2005, s.46

Ancak temel günahın varlığı, Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği açısından banka-finans kesimine yönelik düzenleme ve denetim-gözetim faaliyetlerinin dolar cinsinden borçlanmayı azaltmak amacıyla aktif bir de-dolarizasyon stratejisini de içermesini gerektirmektedir.¹⁹⁰ Bu anlamda ödemeler dengesinin sermaye hesabına yönelik düzenleme biçimleri esasen bir politikalar demeti halinde banka-finans kesimine yönelik düzenleme faaliyetlerini de içermektedir.

Türkiye ekonomisi açısından de-dolarizasyon stratejisi, bu yönüyle, TL cinsinden alternatif finansal varlıklar oluşturmayı içermelidir. Esas olarak enflasyon hedeflemesi

¹⁹⁰ Özmen, "Cari Açık ve Ekonomi Politikaları...", s. 15

ile tutarlı bir politika, enflasyona endeksli varlıklar yaratmaktır. Bu konuda Hazine'nin de finansal dolarizasyonu besleyici değil enflasyon hedeflemesini destekleyici bir çerçeve ortaya koyması gerekmektedir. Ancak enflasyona endeksli enstrümanlar, fiyat istikrarı ve kur istikrarı yanında iyi işleyen ikincil piyasalara ihtiyaç duymaktadır.

Ancak, de-dolarizasyon stratejisi sadece alternatif finansal varlıkların getirilerinin artırılmasını değil (havuç), denetim ve gözetime yönelik düzenlemeleri de (sopa) içermelidir. Bu bağlamda, finansal piyasaların havuç bağımlılığının panik atakları veri alınmamalı ve ileride bir şok tedavi istenmiyorsa şimdi ilaçlar iyi kullanılmalıdır. Bu ilaçlar, döviz tevdiat hesaplarına minimum vade yapısı getirmek, bankaların uluslararası ticarete ve üretken yatırıma konu olmayan alanlara verdiği kredilere ve yabancı para cinsinden verdiği tüm kredilere daha yüksek risk tanımları ve maliyetleri getirmek suretiyle sermaye hareketlerinin konjonktürel etkilerini yumuşatacak mekanizmalarla birlikte para politikasının hareket alanını genişletebilir.¹⁹¹

Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği açısından TCMB'nin, örtük enflasyon hedeflemesine paralel olarak Yeni Türk Lirası'na geçiş yönünde attığı adım ve reel kesimin döviz kuru riskinden korunmasına yönelik olarak İzmir Vadeli İşlemler ve Opsiyon Borsası'nın açılmasını yukarıdaki çerçeve dahilinde değerlendirmek gerekmektedir.

Kuşkusuz fiyat istikrarı ve finansal istikrar arasındaki ilişki de ekonomideki kırılگانlıkların azaltılması bir diğer deyişle mali baskınlığın hakim olduğu bir ekonomiden parasal baskınlığın hakim olduğu bir ekonomiye geçiş sürecinin ilerlemesine bağlı olarak birbirini tamamlayıcı özelliklerini ortaya koyacaktır.

¹⁹¹ Özmen, "Cari Açık Tartışması", s. 7

SONUÇ

Bretton Woods sisteminin yıkıldığı 1970'li yılların başından günümüze; gerek dünya ekonomisinde gerekse iktisat teorisinde yaşanan gelişmeler, iktisat politikası araçları ile nelerin yapılıp nelerin yapılamayacağını anlaşıldığı bir süreci ortaya koymaktadır. Bu bağlamda, para politikası uygulamaları açısından gerek iktisatçılar gerekse merkez bankacılar arasında oluşan uzlaş, uzun vadede para politikasının nihai amacının fiyat istikrarı olması gerektiği yönündedir. Nihai amaç olarak fiyat istikrarı, ekonomide kaynakların daha etkin dağılımını ve sürdürülebilir bir büyüme oranını gerçekleştirmek için uygun makroekonomik ortamı sağlamaktadır.

Para politikasının nihai ve öncelikli amacı olarak fiyat istikrarının anlamı hususunda yapılan tartışmalar, gerek iktisatçılar gerekse politika yapımcıların fiyat istikrarı ile tutarlı optimal bir enflasyon oranı hususunda kesin bir anlaşmaya varamadıklarını ortaya koymaktadır. Bunun yanında, her ekonomi için maruz kaldığı şoklar ve bünyesinde bulunan nominal katılıklar itibariyle farklı bir optimal enflasyon oranından söz edilmekle birlikte, gerek iktisatçıların görüşleri gerekse para politikası uygulamalarından elde edilen sonuçlar, fiyat istikrarı amacı ile tutarlı olan enflasyon oranının sıfırın üzerinde %1-3 gibi düşük bir enflasyon oranı olduğunu ortaya koymaktadır.

Fiyat istikrarı nihai amaç olsa bile, Phillips eğrisinin kısa vadede sunduğu değiş-tokuş ilişkisi, politika yapımcıların büyüme ve istihdam artışına yönelik tercihleri söz konusu olduğunda, para politikasının nasıl dizayn edileceği ve yürütüleceği sorununu beraberinde getirmektedir. Bu anlamda; para politikasının, kısa vadede fiyat istikrarı amacı ile çatışabilecek farklı amaçların varlığı söz konusu iken, uzun vadeli amacı doğrultusunda nasıl yönlendirileceğinin ortaya konması ve para politikasının çerçevesinin belirgin bir biçimde çizilmesi zorunluluğu doğmuştur.

Fiyat ve üretim istikrarı arasında optimal bir bileşimin sağlanması ve optimal politikaların izlenmesine yönelik kurumsal taahhüt mekanizmalarının oluşturulması,

Yeni Neo-klasik Sentez yaklaşımı dahilinde gelişen literatür çerçevesinde ele alınmaktadır. Optimal politika, fiyat istikrarını hedef enflasyon oranı etrafında, üretim istikrarını ise potansiyel üretim düzeyi etrafında istikrarlı kılan politikayı ifade etmektedir. Optimal politikayı yürütebilmek için, belirli bir hedefleme stratejisine bağlı olarak uygun bir makroekonomik değişkenin seçilmesi ve temel politika enstrümanının nihai amaca (hedef) yönelik kullanım biçiminin belirlenmesi ise para politikası tarafından üstlenilmektedir. Bu anlamda son 30 yılda teoride ve uygulamada meydana gelen gelişmeler, para politikası uygulamaları ve merkez bankalarının Monetarist çizgiden Wicksellyen çizgiye yönelmelerini ortaya koymaktadır.

Bu yönüyle enflasyon hedeflemesi, düşük ve istikrarlı bir enflasyona ulaşmayı ve bunu sürdürülebilir kılmayı arzulayan bir ülkede para politikasının temel amacının fiyat istikrarı olması gerektiği yönünde literatürde oluşan entelektüel-teorik ve ampirik birikimin ürünüdür. Bir diğer deyişle enflasyon hedeflemesi, para politikası uygulamalarının, Monetarist çizgiden Wicksellyen çizgiye doğru yönelmesi itibariyle vardığı noktayı simgelemektedir. .

Esas olarak enflasyon hedeflemesinin; 1970’li yıllardan bu yana gelişen hedefleme stratejilerine ait temel çizgi içerisinde parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinden radikal bir kopuşu ifade etmediği ve henüz denenmeyen nominal çapayı oluşturduğu düşünülse de, strateji, gerçek dünya politika yapım süreciyle teorik-akademik yaklaşımlar arasında bir köprü işlevi görmesi itibariyle diğer hedefleme stratejilerinden ayrılmaktadır. Bir diğer deyişle enflasyon hedeflemesi, para politikasının fiyat istikrarı amacına uygun bir biçimde yürütülmesini ortaya koyan teorik gelişmeler ile para politikası uygulamalarından elde edilen deneyimlerin aynı çatı altında bulunduğu bir hedefleme stratejisidir.

Buna mukabil, enflasyon hedeflemesinin, para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğu kabulüne dayandığından hareketle, sadece fiyat istikrarını amaçlayan para politikasını enflasyon hedeflemesi şeklinde tanımlamak mümkün değildir. Bu durum, fiyat istikrarı, rakamsal bir enflasyon hedefi şeklinde operasyonel hale getirilerek tanımlansa bile geçerlidir. Zira, incelendiği üzere, fiyat

istikrarının para politikasının temel amacı olduğu hususunda genel bir uzlaşma mevcuttur. Aksi halde tüm başarılı merkez bankalarını enflasyon hedefleyici, başarısız olanlarında enflasyon hedefleyici olmadığı şeklinde yanlış bir sonuç ortaya çıkabilir. Nitekim, Bundesbank, ECB, FED ve SNB'nin para politikası stratejileri, esas olarak fiyat istikrarını amaçlamalarına ve açık ya da örtük rakamsal bir enflasyon hedefine sahip olmalarına rağmen, enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanmamaktadır.

Enflasyon hedeflemesi, pür anlamda kural-ihtiyarılık dikotomisinin ötesinde para politikasının yürütülmesine dair klasik tartışmalara yeni bir boyut getirmektedir. Bu anlamda hem kural hem de ihtiyari uygulamalara atfedilen avantajları bünyesinde barındıran “sınırlandırılmış ihtiyarılık” nitelemesiyle karakterize edilmektedir. Sınırlandırılmış ihtiyarılık çerçevesi, para politikasının fiyat istikrarı amacı doğrultusunda yürütülmesinde ihtiyaç duyulan kredibilitate-esneklik dengesinin uygun bir bileşimde sağlanmasına temel oluşturmaktadır.

Bu yönüyle enflasyon hedeflemesi, belirli bir kural gibi para politikasını nihai amaç doğrultusunda disipline ederek kredibiliteye katkıda bulunmakta ancak nihai amaçtan sapmalar söz konusu olduğunda esnek uygulama imkanı vererek merkez bankasına manevra alanı temin etmektedir. Bunun yanında, diğer hedefleme stratejilerinden farklı olarak yüksek düzeyde sahip olduğu şeffaflık ve iletişim prosedürleri, para politikasının yönü ve geleceği hakkında kamuoyu ve iktisadi ajanların beklentilerinin yönetiminde önemli bir avantajdır. Ayrıca, para politikasının sorumluluk sınırlarını net bir biçimde çizerek, politika uygulamalarını hesap verebilirliğe bağlamakta ve demokratik mekanizmaların işletilmesine imkan vermektedir.

Esas olarak doğru politika oluşturmak; %1 düzeyinde uygulanacak politikaların kavramsal çerçevesinin çizilmesini, %99 düzeyinde ise politikaların uygulanmasını ifade eder. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi; güçlü bir kavramsal-teorik çerçeveye sahip olmasına rağmen, para politikasının yürütülmesinde belirli operasyonel değişimleri ve makroekonomik istikrarın tesis edilmesini kapsayan stratejik gereklilikleri içermesi nedeniyle diğer hedefleme stratejilerine nazaran daha talepkar bir

çerçeveye sahiptir. Nitekim, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke deneyimleri enflasyon hedeflemesinin operasyonel dizaynı ve stratejik gereklilikleri itibariyle farklı biçimlerde uygulandığını ortaya koymaktadır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon hedeflemesinin dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili farklılıklar, ülkelerin kendi öznel makroekonomik koşullarına bağlı olarak kredibilite-esneklik dengesini farklı bileşimlerde kurmalarından kaynaklanmaktadır. Zira, gelişmiş ülkeler enflasyon hedeflemesini uygulayabilmek için gerekli stratejik unsurlara uygun bir makroekonomik ortama sahip olmalarına rağmen gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçebilmeleri belirli stratejik unsurları yerine getirmelerine bağlı olarak gerçekleşmektedir.

Bu anlamda gelişmekte olan ülkeler, enflasyon hedeflemesinin farklı unsurlarını aşamalı dezenflasyon sürecine bağlı olarak uygulamaya koymakta ve düşük enflasyon ve fiyat istikrarına ulaşmak için belirli bir zaman ve olgunlaşma sürecine ihtiyaç duymaktadırlar. Bunun yanında, enflasyon hedeflemesi ile ilgili deneyim-birikim arttıkça ve fiyat istikrarını sürdürme-koruma hususunda başarı kazanıldıkça hedefin parametreleri ve yürütülmesi ile ilgili karakteristikler de kendi içinde bir evrim sürecine tabi olmaktadır. Bir diğer deyişle gelişmekte olan ülkelerde aşamalı dezenflasyon süreci, eksik donanımlı enflasyon hedeflemesinden tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçişi ifade etmektedir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin uygulanma biçiminde görülen farklılıklar, stratejinin her iki ülke grubu açısından farklı makroekonomik performans göstermesini ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanabilirliği ile ilgili tartışmaları beraberinde getirmektedir. Gelişmiş ülkeler genel olarak, para politikası uygulamaları itibariyle belirli bir kredibilite ve makroekonomik istikrara sahip olduklarından, enflasyon hedeflemesinin adaptasyonu kısa vadede büyüme ve istihdam üzerinde olumsuz etkilerde bulunmamaktadır. Nitekim söz konusu ülkelerin; enflasyon hedeflemesini, fiyat istikrarı amacını ve geçmiş politika başarılarını kurumsal hale getirmek ve makroekonomik istikrarı sürdürebilmek amacıyla tercih ettikleri ve

hedefleme için uygun ve sağlam makroekonomik temellere sahip oldukları görülmektedir.

Buna mukabil, gelişmekte olan ülkeler için enflasyon hedeflemesi tercihi, esas olarak, döviz kuru hedeflemesi ile ilgili yaşadıkları sorunlara bağlı olarak yeni bir nominal çapa arayışını yansıtmaktadır. Ancak, gelişmekte olan ülkelerde düşük kredibilite ve makroekonomik istikrar sorunlarının varlığı, enflasyon hedeflemesi için uygun bir politika ortamı sunmamakta ve dezenflasyon aracı olarak enflasyon hedeflemesinin kullanılması hem büyüme ve istihdamda dalgalanmalara neden olabilmekte hem de stratejinin döviz kuru hedeflemesinin işleyişine benzer dinamikler sergilemesine yol açmaktadır.

Esas olarak, dışa açık ve gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği, stratejik gerekliliklerin hangi düzeyde karşılandığı ve özellikle para politikasının enflasyon hedefi doğrultusunda yürütülmesi ve fiyat istikrarı amacının kur istikrarı ve finansal istikrar gibi diğer amaçlar karşısındaki önceliği hususunda makroekonomik politika ortamının ne düzeyde belirleyici olduğu ile ilgilidir. Bir diğer deyişle; gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi, bir yandan düşük kredibilite ve zayıf ve kırılgan kurumsal yapı diğer yandan yüksek düzeyde makroekonomik istikrarsızlık ortamı arasında varolan kısır döngünün ortadan kaldırıldığı düzeyde uygulanabilir bir görünüm arz etmektedir.

Gelişmekte olan ülkeler açısından enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru hedefleme stratejisinin işleyişi arasındaki benzer dinamiklerin sebebi, söz konusu ülkelerin gelişmiş ülkelere farklı olarak belirli fenomenlere sahip olmasıyla açıklanmaktadır. Bu bağlamda, söz konusu fenomenler gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesinin stratejik gerekliliklerinin sağlanması itibariyle belirli korkular yaşamasını beraberinde getirmektedir.

Nitekim bu korkular, dışa açık ve sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ekonomide nominal çapa tesis etmenin güçlüklerinden kaynaklanmakta ve söz konusu

ülkelerde enflasyonun hedef değerinden sapmaları bu saptamaya uygun bir çerçeve ortaya koymaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin yaşadığı korkular, enflasyon hedeflemesinin bir stratejik gerekliliği olarak makroekonomik istikrarın tesis edilmesiyle ilgili temel “sürdürülebilirlik” sorununu yansıtmaktadır. İç dengenin sürdürülebilirliği ile ilgili mali baskınlık korkusu, kısa vadeli faizlerin asimetrik kullanımına neden olurken, dış dengenin sürdürülebilirliği çerçevesinde yaşanan döviz kurlarında dalgalanma ve sermaye hareketlerinde ani duruş korkusu, kısa vadeli faizlerin konjonktür karşıtı bir biçimde kullanılmasını engellemektedir. Bir diğer deyişle, kısa vadeli faizler enflasyon hedeflemesinin ruhuna uygun bir biçimde kullanılamamakta ve fiyat istikrarı ile kur istikrarı ve finansal istikrar arasında çatışma doğmaktadır.

Bu bağlamda gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin gelişmiş ülkelere farklı performans sergilemesinde, söz konusu ülke ekonomilerinin gösterdiği kırılmalıklar yanında sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda bağımsız para politikası uygulamanın güçlükleri de rol oynamaktadır. Bir diğer deyişle, gelişmekte olan ülkelerin fiyat istikrarı ile finansal kriz arasında bir dengede politika uygulamalarını, uluslar arası finansal sistemin işleyişini belirleyen sistemik unsurların bir sonucu olarak değerlendirmek gerekmektedir.

Türkiye ekonomisi, 30 yıllık yüksek ve kronik enflasyon deneyimi ile kendine özgü bir yapı sergilese de, makroekonomik uyum sürecinin geçirdiği aşamalar açısından ele alındığında gerek enflasyon dinamikleri gerekse politika ortamının karakteristikleri itibarıyla diğer gelişmekte olan ülkelere benzer bir çerçeve sunmaktadır. Nitekim, ekonominin 1970’li yılların başından bu yana geçirdiği evrim sürecinin temel karakteristiği, giderek artan ve kronik hale gelen enflasyon oranlarının hüküm sürdüğü bir politika ortamında büyüme-kriz-istikrar (sızlık) üçgeninden oluşan bir dinamiğin hakim olmasıdır.

Esas olarak, Türkiye ekonomisinde yaşanan enflasyonist sürecin açıklanmasında farklı yaklaşımlar bulunmasına rağmen politika tercihleri ve enflasyonla mücadele

uygulamalarının fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümeyi bir politika önceliği olarak benimsemedikleri gözlenmektedir. Nitekim, TCMB'nin para politikası, fiyat istikrarından ziyade varolan makroekonomik dengeleri koruma ve kriz dinamiğinin oluşmasını önlemek amacıyla kur istikrarı ve finansal istikrar gibi diğer amaçlara yönelik bir biçimde uygulanmıştır. Bir diğer deyişle kendi amacı doğrultusunda istediği enstrümanı seçen bir merkez bankası yerine mali otoritenin davranışlarına bağ (ım)lı ve konjonktürün gereklerine göre hareket eden bir merkez bankası davranışı hakim olmuştur.

Bu bağlamda Türkiye ekonomisinde uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi deneyimlerinden elde edilen sonuçları politika ortamının yapısından bağımsız düşünmek mümkün değildir. Mali baskınlık ve dışsal baskınlığın hakim olduğu bir politika ortamı belirlenen enflasyon hedefine uygun bir biçimde para politikası izlenmesini güçleştirmiştir. Gerek parasal hedefleme gerekse döviz kuru hedeflemesi, gelişmiş ülkelerdeki gibi fiyat istikrarının sağlanmasından ziyade yüksek ve kronik enflasyonun ancak kontrol altına alınması amacıyla kullanılmış v enflasyon bekleyişleri ve para politikasının kredibilitesi açısından bir nominal çapa işlevini tam anlamıyla görememiştir.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri, Türkiye ekonomisinin makro ekonomik uyum sürecinde 1989 yılından bu yana sürdürülen iktisat politikalarının sonuna gelindiğini ve sorunun makroekonomik politika ortamının yapısından kaynaklandığını açık bir biçimde ortaya koymuştur. 1989-2001 arası dönemin fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümeden uzak politikalar silsilesi, yüksek ve kronik enflasyon sorununun yanına yüksek kamu açıkları ve yüksek borç stoğu sorunlarını da eklemiştir. Nitekim, 2001 yılından sonra uygulanan politikalar bizzat makroekonomik politika ortamının dönüştürülmesi üzerine inşa edilmiştir.

Bu anlamda Türkiye ekonomisi için enflasyon hedeflemesi tercihi, makroekonomik politika ortamında köklü değişimleri öngören politikalar demetinin bir unsuru olarak ortaya çıkmıştır.

TCMB, 15.05.2001 tarihinde enflasyon hedeflemesine aşamalı bir dezenflasyon sürecinin ardından geçileceğini ilan ettikten 4 yıl sonra 2006 yılında tam olarak enflasyon hedeflemesine geçeceğini açıklamıştır. Bu süreçte, enflasyon hedeflemesinin yasal-kurumsal unsurları itibarıyla TCMB' nin enstrüman bağımsızlığının sağlandığı, şeffaflık-iletişim prosedürleri ve hesap verebilirlik mekanizmalarının oluşturulduğu ve belirli operasyonel adımların atıldığı gözlenmiştir. Bunun yanında özellikle para politikası karar alma sürecinin doğasına yönelik olarak diğer ülke uygulamalarına benzer biçimde düzenlemeler yapılarak iktisadi ajanlar ile TCMB arasında faiz oranı kararları ile ilgili olarak varolan bilgi asimetrisi ortadan kaldırılmıştır. Ayrıca, 2002 yılından bu yana enflasyon hedeflemesinin çekirdek unsurlarına sahip olan örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde enflasyon %70'ler düzeyinden %8'ler düzeyine inmiş, para politikasının kredibilitesinin sağlanmasında önemli bir ilerleme kaydedilmiştir.

Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesi, diğer gelişmekte olan ülke deneyimleri gibi, bir yandan yüksek borç stoğu ve mali baskınlık diğer yandan sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda dışsal baskınlık ve şoklara karşı kırılğan yapı arasında varolan kısır döngünün ortadan kaldırıldığı düzeyde uygulanabilir bir görünüm arz etmektedir. Enflasyon hedeflemesinin Türkiye ekonomisinde uygulanabilirliği ile ilgili olarak yapılan tartışmalar, stratejinin Türkiye ekonomisine uygun olup olmadığından ziyade mevcut koşulların enflasyon hedeflemesine uygun bir politika ortamı sunup sunmadığı üzerinden yapılmaktadır. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesine doğrudan geçiş önündeki en önemli engel olarak mali baskınlık ve borçlanma dinamikleri gözükmektedir. Buna mukabil, yapılan tartışmalarda dalgalanma korkusu ve sermaye hareketlerinde ani duruş korkusu üzerinde daha az durulduğu gözlenmektedir.

TCMB, tam olarak enflasyon hedeflemesine geçişi, mali baskınlığın hakim olduğu bir ekonomiden parasal baskınlığın hakim olduğu bir ekonomiye ilerleme sürecinin son aşaması olarak görmektedir. Ancak, son 3 yılda örtük enflasyon hedeflemesi altında hakim olan makroekonomik yapı, TCMB'nin kısa vadeli faizleri konjonktür lehine ve mali baskınlık korkusu ile kullandığını göstermektedir. Aşamalı

dezenflasyon sürecine bağlı olarak para politikasının kredibilitesi ve enflasyon bekleyişlerinde ilerleme sağlanmasına rağmen, dezenflasyonun kalıcı bir başarı mı yoksa yaşanan olumlu konjonktürün bir sonucu mu olduğu hususundaki kuşklar reel faiz oranlarında yapışkanlığa sebep olmaktadır.

Öte yandan, borçlanma dinamikleri ile ortaya konulan çerçeve dikkate alındığında sermaye hareketlerinde meydana gelebilecek ani duruşların, her ne kadar TCMB'nin nihai amacı fiyat istikrarı olsa da, Banka'yı fiyat istikrarından kur istikrarı lehine fedakarlık etmeye zorlayacağı açıktır. Bu durum, daha önce ele alındığı üzere tüm gelişmekte olan ülkeler açısından, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir politika ortamının konjonktür dalgalanmalarına neden olmasının doğal bir sonucudur.

Bu çerçevede TCMB, tam olarak enflasyon hedeflemesine geçmeden önce, hedefin formülasyonuna yönelik operasyonel düzenlemeleri, politika ortamının yapısına uygun bir kredibilite-esneklik dengesini sağlayacak şekilde yapmalıdır. Hükümet ile beraber belirlenecek enflasyon hedefinin zaman ufku, para politikası aktarım mekanizmasındaki gecikmeler, ekonominin yapısındaki katılıklar ve olası şokların doğası dikkate alınarak 2-3 yıllık bir süreyi kapsamalı ve fiyat endeksi olarak kamuoyu tarafından rahatlıkla anlaşılabilir TÜFE tercih edilmelidir. Bunun yanında, hedefin nokta yerine band şeklinde ilan edilmesi ancak bandın mümkün olduğunca dar tutulması gerekmektedir. Zira bandın geniş tutulması, enflasyon bekleyişlerinin bandın üst sınırında yoğunlaşmasına neden olarak para politikasının kredibilitesi üzerinde olumsuz etkide bulunabilir.

Buna bağlı olarak enflasyon hedeflemesi ile ilgili deneyim-birikim artıkça ve fiyat istikrarı ile uyumlu enflasyon düzeyine inildikçe, stratejinin operasyonel karakteristiklerinde değişiklikler gündeme gelebilecektir. Ayrıca, para politikası daha esnek bir biçimde kullanılabilme imkanı kazandıkça esnek hedefleme biçimine bağlı olarak büyüme-istihdam gibi amaçların da gözetilmesi para politikasının kredibilitesinde herhangi bir sorun doğurmayacaktır.

Tam olarak enflasyon hedeflemesine geçişe paralel olarak TCMB'nin şeffaflık silahını çok daha etkin bir biçimde kullanması ve para politikası ile ilgili tüm gelişmeleri, bugüne kadar olduğu gibi, açık bir biçimde kamuoyu ve iktisadi ajanlarla paylaşması gerekmektedir. Bu amaçla, çeyrek dönemler itibariyle yayınlanabilecek ve içinde enflasyon tahminleri ve tahmine ilişkin olasılık dağılımlarını gösteren yelpaze haritalarının yer aldığı bir enflasyon raporu hazırlanmalı ve enflasyon hedeflemesinin içeriği ve politika uygulamaları hakkında aktif bir şeffaflık stratejisi uygulanmalıdır.

Bunun yanında, diğer ülke uygulamalarında olduğu gibi TCMB'nin döviz kuru değişmelerine kayıtsız kalmaması ve kurdaki değişmelere tepki verirken birinci ve ikinci derece etkilerini ayrıştırmak suretiyle şeffaf müdahalelerde bulunması gerekmektedir. Zira, esnek-dalgalı kur rejiminin tek başına varlığı kırılganlıkların olduğu bir politika ortamında herhangi bir anlam ifade etmemektedir. Bu bağlamda, Türkiye ekonomisi için de makroekonomik istikrar sorunları, kendi öznel sorunları yanında uluslararası finansal sistemin işleyişinden kaynaklanan sistemik unsurların etkilerinden bağımsız değildir.

Nitekim söz konusu sistemik unsurların etkilerini kontrol altına alabilmek için operasyonel dizaynın ötesinde, banka-finans kesimine yönelik olarak uygulanacak politikalar ile uyumlu bir biçimde, sürdürülebilir bir kompozisyon sunmayan sermaye girişlerindeki artışları dizginlemek ve finansal sistemin zarar görme derecesini azaltmak amacıyla ödemeler dengesinin sermaye hesabını yönetmeye yönelik olarak finansal piyasaların derinliğini olumsuz etkilemeyecek düzenlemelerin uygun bir biçimde dizayn edilmesi, enflasyon hedeflemesi altında para politikasının etkinliğini artırarak hareket alanını genişletecektir.

Ayrıca, Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği açısından banka-finans kesimine yönelik düzenleme ve denetim-gözetim faaliyetlerinin dolar cinsinden borçlanmayı azaltmak amacıyla aktif bir de-dolarizasyon stratejisini de içermesini gerektirmektedir.

Enflasyon hedeflemesi, Türkiye ekonomisi için uygun bir para politikası çerçevesi sunmasına rağmen, stratejinin uygulanması sürecinde fiyat istikrarı ile diğer amaçlar arasında çatışma yaşanabilecek ve hedef enflasyondan sapmalar söz konusu olabilecektir. Bu bağlamda önemli olan, stratejinin kendi içinde varolan operasyonel ve kurumsal unsurları doğru ve tutarlı politikalar uygulamak suretiyle fiyat istikrarı amacına yönelik olarak kullanmak ve kamuoyu ve iktisadi ajanlarla uygulanan politikaların rasyonel temellerini açık bir biçimde paylaşmaktır. Nitekim bu çerçevede, enflasyon hedeflemesinin ötesinde, para politikasının fiyat istikrarı amacı doğrultusunda yürütülebilmesi için gerekli olan kredibilite-esneklik dengesi ve şeffaflık ve hesapverebilirlik gibi para politikasının modern nosyonlarına karşılık gelmektedir.

KAYNAKLAR

- Abel Andrew B. and Ben S. Bernanke, **Macroeconomics**, Boston: Addison-Wesley, 2003
- Adolfson Malin, "Implications of Exchange Rate Objectives under Incomplete Exchange Rate pass-through", **Sveriges Riksbank Working Paper** No. 135, June 2002
- Adolfson Malin, "Monetary Policy with Incomplete Exchange Rate Pass-Through", **Sveriges Riksbank Working Paper** No. 127, 2001
- Agenor P. Richard and P.J. Montiel, **Development Macroeconomics**, USA: Princeton University Press, 1996
- Agenor Pierre Richard, "Monetary Policy Under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting", iç. **10 Years of Inflation Targeting: Designs, Performance and Challenges**
- Aguiar Mark and G. Gopinath, "Emerging Market Business Cycles: The Cycle is the Trend", **NBER Working Paper** No. 10734, September 2004
- Airaud Marco, "Can Turkey Move to Explicit Inflation Targeting? Some Lessons from a Simple Policy Design with Imperfect Credibility", **LUISS Lab on European Economics Working Document**, September 2004
- Airaud Marco, "Multiple Equilibria in a Dollarized Economy: Some Warnings on an Interest Rate Rule for Turkey", **LUISS Lab on European Economics Working Document** No. 7, April 2004
- Akat A. S., "Merkez Bankası'nın Zararı" **Vatan**, 26.04.2005
- Akat A. Savaş, "Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi", iç. **Türkiye Ekonomisi** Gülten Kazgan'a Armağan, İstanbul: Bilgi Üniv. Yay., No. 79, 2004
- Akat Asaf S., "The Political Economy of Turkish Inflation", **Journal of International Affairs**, Vol. 54 No. 1, Fall 2000
- Akçay O. Cevdet, C. E. Alper and S. Özmucur, "Budget Deficit, Inflation and Debt Sustainability: Evidence from Turkey", iç. **Inflation and Disinflation in Turkey**,
- Akçay O. Cevdet, C. E. Alper and S. Özmucur, "Budget Deficit, Money Supply and Inflation: Evidence from Low and High Frequency Data For Turkey", **Bogaziçi University SBE Discussion Papers** No. 97-10, 1997
- Akerlof George, William Dickens and George Perry, "The Macroeconomics of Low Inflation", **Brookings Papers on Economic Activity**, No. 1, 1996
- Akıncı Özge, O. Y. Çulha, Ü. Özlale and G. Şahinbeyoğlu, "Causes and Effectiveness of Foreign Exchange Interventions for the Turkish Economy" **CBRT Working Papers** No. 05/05, February 2005
- Aktaş Zelal, N. Kaya and Ü. Özlale, "The Price Puzzle in Emerging Markets: Evidence from the Turkish Economy Using "Model Based" Risk Premium Derived from Domestic Fundamentals", **CBRT Working Papers** No. 05/02, February 2005
- Akyazı Haydar, **Enflasyon Hedeflemesi Ülke Deneyimleri ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, Ankara: Seçkin Yay., 2004
- Akyürek Cem, "An Empirical Analysis Inflation in Post-Liberalization in Turkey", **Yapı Kredi Economic Review**, vol 10 No. 2, December 1999
- Akyüz Yılmaz ve Korkut Boratav, "Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı: 197, Ağustos 2002
- Akyüz Yılmaz, "Finansal İstikrarsızlığın ve Şokların Yönetimi", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı: 2221, Ağustos 2004
- Allsop Christopher and David Vines, "Assessment: Macroeconomic Policy", **Oxford Review of Economic Policy**, vol. 16, No. 4, Winter 2000

- Alper C. E. and M. Üçer, "Some Observations on Turkish Inflation: A "Random Walk" Down the Past Decade", **Boğaziçi Journal**, Vol. 12 No. 1, 1998
- Alper C. E., M. H. Berument and N. K. Malatyali, "The Impact of Disinflation Programme on the Structure of Turkish Banking Sector: Evidence from 1988-99", iç. **Inflation and Disinflation in Turkey**
- Alper C. Emre, "The Turkish Liquidity Crisis of 2000:What Went Wrong?", **Russian and East European Finance and Trade**, Vol. 37 No. 6, November-December 2001
- Altinkemer Melike, "Importance of Base Money Even under Inflation Targeting", **CBRT Working Paper** No. 04/04, March 2004
- Amato Jeffery D. and S. Gerlach, "Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade", **European Economic Review**, Vol. 46, Issues 4-5, May 2002
- Ammer J. and R.T. Freeman, "Inflation Targeting in the 1990's: The Experience of New Zealand, Canada and the United Kingdom", **Journal of Economics and Business**, Vol.47 No.2, May 1995
- Anderson L. C. and J. L. Jordan, "Monetary and Fiscal Actions: A Test of their Relative Importance in Economic Stabilization",...W. E. Gibson and G. Kauffman, **Monetary Economics Reading on Current Issues**, USA: McGraw Hill, 1971
- Apel Mikael, M. Nessen, U. Soderstrom and A. Vredin, "Different Ways of Conducting Inflation Targeting", **Sveriges Riksbank Quarterly Review** No. 4, 1999
- Ardagna Silvia, "Financial Markets'behaviour Around Episodes of Large Changes in the Fiscal Stance",**ECB Working Paper** No. 390, September 2004
- Ardagna Silvia, "Fiscal Stabilizations:When Do They Work and Why", **European Economic Review**, Vol. 48 Issue 5, October 2004
- Arestis P., G.M. Caporale and A. Cippolini,"Does Inflation Targeting Affect the Trade off Between Output Gap and Inflation Variability",**The Manchester School** Vol.70 S1, Special Issue 2002
- Arestis Philip and M. Sawyer, "Inflation Targeting: A Critical Appraisal", **Jerome Levy Economics Institute Working Paper** No. 388, September 2003
- Arestis Philip and Malcolm Sawyer, "Can Monetary Policy Affect the Real Economy?", **The Levy Economics Institute Working Paper**, No.355, 2002
- Arestis Philip and Malcolm Sawyer, "New Consensus, New Keynesianism and the Economics of the Third Way", **The Levy Economics Institute, Working Paper**, No.364, December 2002
- Arestis Philip and Malcolm Sawyer, "The Nature and Role of Monetary Policy When Money is Endogenous", **The Levy Economics Institute Working Paper**, No.374, March 2003
- Arınoy Deniz and E. Özmen, "Original Sin Mystery Trinity and Unequal Blessings", **ERC Working Paper** No. 15, October 2004
- Arora Vivek and M. Cerisola, "How Does U. S. Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets?", **IMF Staff Papers** Vol. 48 No. 3,2001
- Arslan İ.Hakkı, "Where Do We Stand in Financial Stability Amalysis", "presentation of the Financial Stability and Implications of Basel II Conference, CBRT Conference held in İstanbul, 16-18 May 2005
- Artis Michael J. and Z.Kontolemis, "The European Central Bank and Inflation Targeting", **International Journal of Finance and Economics**, vol.3, Issue1, January 1998
- Aşıcı Ahmet and C.Wyplosz, "The Art of Gracefully Exiting from a Peg", **The Economic and Social Review**, vol.34, No.3, Winter 2003
- Aşıkoğlu Yaman and Hasan Ersel(Eds.), **Financial Liberalization in Turkey**, Proceedings of a Conference held in Washington, December 28-30, 1990
- Atkeson Andrew and P.Kehoe, "The Advantage of Transperent Instruments of Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No.8681, December 2001
- Backus D. and J. Driffill, "Rational Expectations and Policy Credibility Following a Change in Regime", **Review of Economic Studies**, vol.52 No.2, April 1985

- Bağımsız Sosyal Bilimciler İktisat Grubu(BSB), **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler**, Ankara:Türk Mühendis ve Mimar Odaları Birliği, 2001
- Bahmani-Oskooe Mohsen and İ. Domaç, "On the Link Between Dollarisation and Inflation: Evidence from Turkey", **Comparative Economic Studies**, Vol. 45 No. 3, September 2003
- Ball L. ve N. Sheridan, "Does Inflation Targeting Matter?", **NBER Working Paper** No. 9577, March 2003
- Ball Laurence and D. Romer, "Inflation and Informativeness of Prices", **Journal of Money, Credit and Banking**, vol.35, No.2, April 2003
- Ball Laurence, "Policy Rules and External Shocks", **NBER Working Paper**, Bo.7910, September 2000
- Ball Laurence, "Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty", **NBER Working Paper**, No.3224, January 1990
- Ball Laurence, "Policy Rules for Open Economies", **NBER Working Paper**, No.6760, October 1998
- Ball Laurence, N.G. Mankiw and D. Romer, "The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off", iç. N.G. Mankiw and D. Romer (eds.), **New Keynesian Economics**, USA: MIT Press, 1992
- Balls Edward, "Open Macroeconomics in an Open Economy", **Center for Economic Performance**, Occasional Paper, No.13, November 1997
- Bank of Canada, **Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy**, Proceedings of a Conference Held by Bank of Canada, Canada, 1997
- Barnett Richard and M. Engineer, "When is Price Level Targeting a Good Idea", iç. **Price Stability and Long Run Target for Monetary Policy**
- Barro Robert J. and D. B. Gordon, "A Positive Theory Monetary Policy in a Natural Rate Model", **Journal of Political Economy**, vol.91, No.4, August 1983
- Barro Robert, "Inflation and Economic Growth", **NBER Working Paper**, No.5326, October 1995
- Barro Robert, "Recent Developments in the Theory of Rules Versus Discretion", **The Economic Journal**, vol.96, Supplement: Conference Papers, 1986
- Barth Richard C., "The Framework of Monetary Policy", **Macroeconomic Management, Programs and Policies**, Mohsin S. Khan, S. M. NSouli, C. H. Wong (eds.), Washington: IMF Institute, 2002
- Bascı Erdem, M. F. Ekinci and M. Yülek, "On Fixed and Variable Fiscal Surplus Rules", **IMF Working Paper** No. 117, July 2004
- Batini Nicoletta and A. G. Haldane, "Forward Looking Rules for Monetary Policy", **Bank of England Working Paper**, No. 91, 1999
- Baydur Cem M. ve B. Süslü, "Sargent ve Wallace Açısından Para Politikasına Bakış: Sıkı Para Politikası Enflasyonu Engellemez, TCMB'nin Para Politikasının 1989-2002 Yılları İçin Değerlendirilmesi", **Gazi Üniv. İ. İ. B. F. Dergisi** Cilt 5 Sayı 2, Güz 2003
- Bayoumi Tamim and J.Sheggeri, "Monetary Magic? How the FED Improved the Flexibility of the U.S. Economy?", **IMF Working Paper** No.24, February 2004
- Beddies Christian H., "Monetary Policy and Public Finances:Inflation Targets in a New Perspectives", **IMF Staff Papers**, Vol. 46 No. 3 September/December 1999
- Beetsma Roel M. W. J and A. L. Bavenberg, "Central Bank Independence and Public Debt Policy", **Journal of Economic Dynamics and Control**, Vol. 21 Issue 4-5, May 1997
- Bell Stephen, "Inflation-Plus Targeting at the Reserve Bank Australia", **The Australian Economic Review**, Vol. 37 No. 4, December 2004
- Berg Andrew G., M.Stone et al., "Re-establishing Credible Nominal Anchors After a Financial Crisis: A Review of Recent Experience", **IMF Working Paper**, No.76, April2003
- Berg Andrew, E. Borenzenstein and P. Mauro, "An Evaluation of Monetary Regime Options for Latin America", **IMF Working Paper** No. 211, December 2002
- Berg Claes and Lars Jonung, "Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931-1937", **Journal of Monetary Economics**, vol.43 no.3, June 1999

- Berg Claes, "Monetary Policy Strategies for the European Central Bank and their Implementation", **Sveriges Riskbank Working Paper**, No.31, July 1996
- Berger Helge, J. de Haan and S. C. W. Eijffinger, "Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence", **Journal of Economic Surveys**, Vol. 15 No. 1, February 2001
- Berk Jan M. and B. K. Bierut, "Committee Structure and its Implications for Monetary Policy Decision Making", **Tinbergen Institute Discussion Paper** No. 053/2, 2003
- Bernanke Ben S. and Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", **Journal of Economic Perspectives**, vol.11 No.2, Spring 1997
- Bernanke Ben S. and M. Gertler, "Monetary Policy and Asset Price Volatility", iç. **New Challenges for Monetary Policy**
- Bernanke Ben S. and M. Woodford, "Inflation Forecasts and Monetary Policy", **Journal of Money, Credit and Banking**, vol. 29, No. 4, November 1997
- Bernanke Ben S. and M. Gertler, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Transmission", **Journal of Economic Perspectives**, vol.9, No.4, Fall 1995
- Bernanke Ben S., "A Perspective on Inflation Targeting", **BIS Review**, No.15, March 2003
- Bernanke Ben S., Thomas Laubach F. Mishkin and A. Posen, **Inflation Targeting: Lessons from International Experience**, Princeton: Princeton University Press, 1999
- Bernanke Ben, "Constrained Discretion and Monetary Policy", **BIS Review**, January-February 5/2003
- Berument Hakan and Hakan Taşçı, "Monetary Policy Rules in Practice: Evidence from Turkey", **International Journal of Finance & Economics**, vol. 9 Issue 1, January 2004
- Berument Hakan, "Public Sector Pricing Behaviour and Inflation Risk Premium in Turkey", **Eastern European Economics**, Vol. 41 No. 1, January-February 2003
- BIS, **Modelling Aspects of the Inflation Process and the Monetary Transmission Mechanism in Emerging Market Countries**, BIS Papers No. 8, November 2001
- BIS, **BIS Papers** No. 20, October 2003
- BIS, **The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies**, BIS Policy Paper, No.3, January 1998
- Bibow Jörg, "Investigating the Intellectual Origins of Euroland's Macroeconomic Policy Regime: Central Banking Institutions and Traditions in West Germany After the War", **The Levy Economics Institute Working Paper**, No.406, May 2004
- Bilgi Üniversitesi, Gülten Kazgan'a Armağan, **Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: Bilgi Üniv. Yay., No.79, 2004
- Binay Şükrü ve Kürşat Kunter, Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980-1997, **TCMB Tartışma Tebliği No. 9803**, Aralık 1998
- Blackburn K. and M. Christensen, "Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence", **Journal of Economic Literature**, vol.27, No.1, March 1989
- Blanchard Olivier, "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil", **NBER Working Paper** No. 10389, March 2004
- Blejer Mario I., "Central Banks and Price Stability: Is a Single Objective Enough?", **Journal of Applied Economics**, vol.I, No.1, November 1998
- Blejer Mario I., A. M. Leone, P. Rabanal and G. Schwartz, "Inflation Targeting in the Context of IMF Supported Adjustment Programs", **IMF Working Paper** No. 31, March 2001
- Blejer Mario I., A. Ize, A.M. Leone and S. Werlang (Eds.), **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, Washington: IMF, 2000
- Blinder Alan S. and J. Morgan, "Are Two Heads Better Than One?: An Experimental Analysis of Group vs. Individual Decision Making", **NBER Working Paper** No. 7909, September 2000
- Blinder Alan S., "The Rules versus Discretion Debate in the Light of Recent Experience", **Weltwirtschaftliches Archiv**, Band 123, Haft3, 1987

- Blinder Alan S., **Central Banking in Theory and Practice**, Cambridge: The MIT Press, 1998
- Bofinger P. and T. Wollmershauser, "Managed Floating: Understanding the New International Monetary Order", **Würzburg Economic Papers** No. 30, May 2001
- Bofinger Peter and T. Wollmershauser, "Monetary Policy and Exchange Rate Targeting in Open Economies", **Würzburg Economic Papers**, No.14, March 2000
- Bofinger Peter, "An Assessment of the Recent Review of the ECB's Monetary Policy Strategy", Briefing Paper for the European Parliament, May 2003
- Bofinger Peter, Eric Mayer and Timo Wolmershauser, "The BMW Model: A New Framework for Teaching Monetary Macroeconomics in Closed and Open Economies", **Würzburg University Economic Paper**, No.34, March 2003
- Boratav Korkut, "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri", **Mülkiye Dergisi**, Cilt 25 Sayı 230, Eylül-Ekim 2001
- Bordo Michael D. and Anna J. Schwartz. "IS-LM and Monetarism", **NBER Working Paper**, No.9713, May 2003
- Borio C., B. English and A. Filardo, "A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for Monetary Policy", **BIS Working Papers** No. 127, February 2003
- Borio Claudio and P. Lowe, "Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back from the Wilderness", **BIS Working Papers** No. 157, July 2004
- Boyd John H., R. Levine and Bruce D. Smith, "Inflation and Financial Market Performance", **FED of Cleveland Working Paper**, No.573D, October 1996
- Brilaut Clive B., A. Haldane and M. King "Independence and Accountability", **Bank of England Working Paper** No. 49, 1996
- Bruno Michael and W. Easterly, "Inflation Crises and Long Run Growth", **NBER Working Paper**, No.5209, August 1995
- Buiter W.H., "The Role of Economic Policy After the New Classical Macroeconomics" **NBER Working Paper**, No.580, 1980
- Buiter Willem H., "A Small Corner of Intertemporal Public Finance-New Developments in monetary Economics:Two Ghosts, Two Eccentricities,A Fallacy, A Mirage and A Mythos", **NBER Working Paper** No. 10524, May 2004
- Burnside Craig, M. Eichenbaum and S. Rebelo, "Government Finances in the Awake of Currency Crisis", **NBER Working Paper** No. 9786, June 2003
- Caballero Ricardo and A. Krishnamurty, "Inflation Targeting and Sudden Stops", **NBER Working Paper**, No. 9599, April 2003
- Caballero Ricardo and A. Krishnamurty, "Smoothing Sudden Stops", **Journal of Economic Theory**, Vol. 88 Issue 1, November 2004
- Caballero Ricardo J. and A. Krishnamurty, "Fiscal Policy and Financial Depth", **NBER Working Paper** No. 10532 May 2004
- Calvo Guillermo A., "Globalization Hazard and Delayed Reform in Emerging Markets",**Economia**, Vol. 2 No. 2 Spring 2002
- Calvo Guillermo A. and A. Izquierdo, "On The Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects",**NBER Working Paper** No. 10520, May 2004
- Calvo Guillermo A. and A. Izquierdo, "Sudden Stops, The Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons", **NBER Working Paper** No. 9828, July 2003
- Calvo Guillermo A. and C. M. Reinhart, "Fear of Floating", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 117 Issue 2, May 2002
- Calvo Guillermo A. and C. M. Reinhart, "Fixing for Your Life", **NBER Working Paper** No. 8006, November 2000
- Calvo Guillermo A. and Carlos A.Vegh, "Inflation Stabilization and Nominal Anchors", **Contemporary Economic Policy**, vol.12, No.2, April 1994

- Calvo Guillermo A., "Globalization Hazard and Delayed Reform in Emerging Markets", **Economia**, Vol. 2 No. 2, Spring 2002
- Calvo Guillermo, "Capital Markets and the Exchange Rate, with Special Reference to Dollarization Debate in Latin America", **Journal of Money Credit and Banking**, Vol. 33 No. 2 Part 2: Global Monetary Integration, May 2001
- Canpolat Naci, "Merkez Bankası Yüzmekten Korkuyor mu?", **İktisat İşletme Finans**, Sayı:220, Temmuz 2004
- Canzoneri Matthew B., "Monetary Policy Games and the Role of Private Information", **The American Economic Review**, vol.75 No.5, December, 1985
- Canzoneri Matthew, R. E. Cumby and B. T. Diba, "Is the Price Level Determined by the Needs of Fiscal Solvency", **The American Economic Review**, vol. 91 No. 5, September 2001
- Carare A. and M. Stone, "Inflation Targeting Regimes", **IMF Working Paper** No. 9, January 2003
- Carare Alina, A. Schaechter, M. Stone and M. Zelmer, "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", **IMF Working Paper** No. 102, June 2002
- Castelnuovo E., S. N. Altimari, D. R. Palenzuela, "Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long Term Inflation Expectations" İç. **Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy**
- Castelnuovo Efram and Paolo Surico, "What Does Monetary Policy Reveal About Central Bank's Preferences?", **Economic Notes**. vol.32, No.3, 2003
- Catao Luis and Marco Terrones, "Fiscal Deficits and Inflation: A New Look at the Emerging Market Evidence", **IMF Working Paper** No. 74, May 2001
- Cecchetti S.G. and M. Ehrmann, "Does Inflation Targeting Output Volatility? An International Comparison of Policymakers' Preferences and Outcomes", **NBER Working Paper** No.7426 December 1999
- Cecchetti Stephen and G. Debelle, "Has the Inflation Process Changed?", **BIS Conference on Understanding Low Inflation and Deflation**, Switzerland, 18-19 June 2004
- Cecchetti Stephen G. and Erica L. Groshen, "Understanding Inflation: Implications for Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No.7482, January 2000
- Cecchetti Stephen G., "Central Bank Policy Rules: Conceptual Issues and Practical Considerations", **NBER Working Paper Series**, No.6306, December 1997
- Cecchetti Stephen G., "Policy Rules and Targets: Framing the Central Banker's Problem", **FED of New York Economic Policy Review**, vol.4, No.2, June 1998
- Cecchetti Stephen, "Inflation Indicators and Inflation Policy", **NBER Working Paper**, No5161, June 1995
- Cecchetti Stephen G., H. Genberg and S. Whadwani, "Asset Prices in a Flexible Inflation Targeting Framework", **NBER Working Paper** No. 8970, June 2002
- Celasun M., "2001 Krizi Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme", iç. **Küreselleşme Emek Süreçleri ve Yapısal Uyum**, (Ed. A. Alpay Dikmen), 7. Ulusal Sosyal Bilimler Kongresi, TSBD, Ankara: İmaj Yay., 2002
- Celasun Oya, R. G. Gelos and A. Prati, "Obstacles to Disinflation: What is the Role of Fiscal Expectations", **IMF Working Paper** No. 111, June 2004
- Celasun Oya, R. G. Gelos and A. Prati, "Would 'Cold Turkey' Work in Turkey?", **IMF Working Paper** No. 49, March 2003
- Central Bank of Chile, **10 Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges**, Fourth Annual Conference of the Central Bank of Chile, Santiago, November 30- December 1, 2000
- Chang R., "Policy Credibility and the Design of Central Banks", **FED of Atlanta Economic Review**, vol.83, No.1, First Quarter 1998
- Chang Roberto and A. Velasco, "Exchange Rate Policy for Developing Countries", **American Economic Review**, vol.90, No.2, May 2000

- Chang Roberto and A.Velasco, "Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy", **FED of Atlanta Working Papers**, No.99-15, October 1999
- Chortareas G., D. Stasavage and G. Sterne, "Does it Pay to be Transparent? International Evidence from Central Bank Forecasts", **FED of St. Louis Review**, Vol. 84 No. 4, July/August 2002
- Christiano Lawrence J. and T. J. Fitzgerald, "Understanding the Fiscal Theory of the Price Level", **FED of Cleveland Economic Review**, Vol. 36 No. 2, Quarter 2 2000
- Chrystal K. Alec and S. Price, **Controversies in Macroeconomics**, Third Edition, Great Britain: Prentice Hall, 1994
- Civcir İrfan, "Before The Fall Was The Turkish Lira Overvalued?", **Eastern European Economics**, vol. 41 No. 2, March-April 2003
- Clarida Richard, J. Gali, and M. Gertler, "Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence", **European Economic Review**, vol.42, No.6, June 1998
- Clarida Richard, Jordi Gali and M. Gertler, "Optimal Monetary Policy in Open versus Closed Economies: An Integrated Approach", **The American Economic Review**, vol.91, No.2, May 2001
- Clarida Richard, Jordi Gali and Mark Gertler, "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", **Journal of Economic Literature**, vol. xxxvii, December 1999
- Clausen Jens R. and Juergen B.Donges, "European Monetary Policy: The Ongoing Debate on Conceptual Issues", **The World Economy**, vol.24, Issue10, November 2001
- Clifton Eric V., "Inflation Targeting: What is the Meaning of the Bottom of the Band?", **IMF Working Paper** No. 8, December 1999
- Coats Warren (Ed.), **Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic**, (Ed.) Warren Coats, Prague: Czech National Bank, 2000
- Coenen Günter, Athanasios Orphanides and Volker Wieland, "Price Stability and Monetary Policy Effectiveness When Nominal Interest Rates Are Bounded At Zero", **ECB Working Paper Series**, No.231, May 2003
- Colander David, "The Stories We Tell: A Reconsideration of AS-AD Analysis", **Journal of Economic Perspectives**, vol.9, No.3, Summer 1995
- Cook David, "Monetary Policy in Emerging Markets: Can Liability Dollarization Explain Contractionary Devaluations?", **Journal of Monetary Economics**, Volume 51, Issue 6, September 2004
- Corbo V., O. Landerretche and K. Schmidt-Hebbel, "Assessing Inflation Targeting After a Decade of World Experience", **International Journal of Finance and Economics**, Vol. 6 Issue 4 October 2001
- Corsetti Giancarlo and P.Pesenti, "International Dimensions of Optimal Monetary Policy", **NBER Working Paper** No. 8230, April 2001
- Cottarelli Carlo and C.Giannini, "Credibility Without Rules? Monetary Frameworks in the Post-Bretton Woods Era", **IMF Occasional Paper**, IMF, December 1997
- Crawford Allan, Jean-François Fillion, Theresa Lafleche, "Is the CPI a Suitable Measure for Defining Price Stability", **Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy**, Proceedings of a Conference Held by Bank of Canada, Canada, 1997
- Creel Jerome and G. Kamber, "Debt, Deficits and Inflation on the Road to the EU: The Case of Turkey", **Revue de l'OFCE**, Special Issue, April 2004
- Crockett Andrew, "Why is Financial Stability a Goal of Public Policy", iç. **Maintaining Financial Stability in a Global Economy**
- Cukierman A. "Towards a Systematic Comparison Between Inflation Targets and Monetary Targets", iç. **Inflation Targets**
- Cukierman Alex, "Are Contemporary Central Banks Transparent About Economic Models and Objectives and What Difference Does it Make", **FED of St. Louis Review**, Vol. 84 No. 4, July/August 2002

- Cukierman Alex, **Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence**, Cambridge: The MIT Press, 1992
- Deaton Angus, "Getting Prices Right: What Should Be Done", **Journal of Economic Perspectives**, vol.12, No.1, Winter 1998
- Debelle Guy, "The Case for Inflation Targeting in East Asian Countries", **Future Directions for Monetary Policies in East Asia** (Eds. D.Gruen and J.Simon, Reserve Bank of Australia, 2001
- Debelle Guy and J.Wilkinson, "Inflation Targeting and the Inflation Process: Some Lessons from an Open Economy", **Reserve Bank of Australia Discussion Paper**, No.1, 2002
- Debelle Guy and S. Fischer, "How Independent Should a Central Bank Be ?", iç. **Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers**
- Debelle Guy, "Inflation Targeting and Output Stabilization", **Reserve Bank of Australia Discussion Paper** No.08, 1999
- Debelle Guy, "Inflation Targeting in Practice", **IMF Working Paper** No. 35, March 1997
- Demir Fırat, "A Failure Story: Politics and Financial Liberalization in Turkey, Revisiting the Revolving Door Hypothesis", **World Development**, Vol. 32 No. 5, May 2004
- Demirhan Erdal, **Para Politikasının Değişen Yüzü:Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul:TBB, 2002
- Dışbank, **Makrodak**, Sayı:6, Ocak-Mart 2002
- Dibooglu Sel and A. Kibritçioğlu, "Inflation, Output Growth and Stabilization in Turkey, 1980-2002", **Journal of Economics and Business**, vol. 56 Issue 1 January- February 2004
- Dibooglu Selahattin, "Inflationary Expectations and Costs of Disinflation: A Case for Costless Disinflation in Turkey?", iç. **Inflation and Disinflation in Turkey**
- DİE, **Yeni Üretici Fiyatları Endeksi Kapsam ve Özet**, (www.die.gov.tr/TURKISH/SONIST/TOPTAN/metotUfe.doc, Erişim: 05. 03. 2005)
- Dikmen A. Alpay (Ed.), **Küreselleşme Emek Süreçleri ve Yapısal Uyum**, 7. Ulusal Sosyal Bilimler Kongresi, TSBD, Ankara:İmaj Yay., 2002
- Dinler Zeynel, **Mikroekonomi**, Gözden Geçirilmiş 15.basım, Bursa:Ekin Kit. Yay., 2004
- Dittmar Robert and W. T. Gavin, "What Do New Keynesian Phillips Curves Imply for Price Level Targeting?", **FED of St. Louis Review**,vol. 82 No. 2 March/April 2000
- Doğruel A. Suut ve Fatma Doğruel, "Türkiye'de Büyüme ve Makroekonomik İstikrar", iç. **İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, (Der. A. H. Köse, F. Şenses ve E. Yeldan), İstanbul:İletişim Yay., 2003
- Domaç İlker and E. M. Yücel, "What Triggers Inflation in Emerging Market Economies", **World Bank Policy Research Working Paper** No. 3376, August 2004
- Domaç İlker, "Explaining and Forecasting Inflation in Turkey", **CBRT Working Papers** No. 66, July 2003
- DPT, **III. İzmir İktisat Kongresi Mali Yapı ve Mali Piyasalar**, Cilt 4 Ankara:DPT Yay., 1993
- Drudi Francesco and A. Prati, "Signalling Fiscal Regime Sustainability", **IMF Working Paper** No. 86, July 1999
- Duman Anıl, "Inflation Targeting as a Monetary Policy and its Applicability to Developing Countries", **CBRT Working Papers** No. 12, November 2002
- Dutttagupta Rupa and I.Ötker-Robe, "Exit from Pegged Regimes: An Empirical Analysis", **IMF Working Paper**, No.147, July 2003
- ECB, The ECB's Monetary Policy Strategy, Press Release, 8 May 2003, (www.ecb.int, 15.05.2003)
- ECB, **The Monetary Policy of the ECB**, 2004
- ECB, **Why Price Stability**, First ECB Central Banking Conference, ECB, November 2001
- Eichengreen Barry and Alan M. Taylor, "The Monetary Consequences of Free Trade Area of the Americas", **NBER Working Paper**, No. 9666, April 2003

- Eichengreen Barry and R.Hausmann, "Exchange Rates and Financial Fragility", **NBER Working Paper**, No.7418, November 1999
- Eichengreen Barry, "Can Emerging Markets Float?, Should They Inflation Target?",**Banco Central do Brasil Working Paper** No. 36, February 2002
- Eichengreen Barry, "Crisis Prevention and Management:Any New Lessons from Argentina and Turkey?", **Background Paper for the World Bank's Global Development Finance**, 2002
- Eichengreen Barry, "International Monetary Options for the Twenty First Century", **The Annals of the American Academy of Political and Social Science**, Vol. 579, No. 1, January 2002
- Eichengreen Barry, P.Masson et al., "Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange Rate Flexibility", **Essays in International Finance**, No.213, April 1999
- Eichengreen Barry, R. Hausmann and U. Panizza, "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are not the Same and Why it Matters", **NBER Working Paper** No. 10036, October 2003
- Eijffinger Sylvester C. W. and M. Hoeberichts, "Central Bank Accountability and Independence: Theory and Some Evidence", **Deutsche Bundesbank Discussion Paper** No. 6, November 2000
- Ekinci Nazım K. and K. Ertürk, "Turkish Currency Crisis of 2000-1 Revisited", **CEPA Working Paper** 2004-01, January 2004
- Ekinci Nazım K., "Kamu Açıkları ve Para Politikası", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Cilt 26 No. 3-4, 2000
- Ekinci Nazım K., "Para Politikası, Faiz ve Kur", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:217, Nisan 2004
- Emil M. Ferhat ve H. Hakan Yılmaz, **Kamu Borcu Nasıl Oluşturdu? Bu Noktaya Nasıl Gelindi?**, Ankara:TESEV, Aralık 2004
- Emir Olcay Y., F. Özatay and G. Şahinbeyoğlu, "Effects of US Interest Rates and News on the Daily Interest Rates of a Highly Indebted Emerging Country:Evidence from Turkey", **CBRT Working Papers** No. 05/08, March 2005
- English William B., "Inflation and Financial Sector Size", **Journal of Monetary Economics**", vol.44, Issue3, December 1999
- Erçel Gazi, "Türk Ekonomisindeki Son Gelişmeler ve Para Politikasına İlişkin Beklentiler", **Konuşmalar 2000**, Ankara:TCMB, 2001
- Erçel Gazi, **1997 Yılı İlk Yarısında Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler, Para Politikası ve 1997 Yılı İkinci Yarı Beklentileri**, Ankara:TCMB, 19. 06. 1997 (www.tcmb.gov.tr, Erişim 18. 05. 2003)
- Erçel Gazi, **1998 Yılı Para Politikası Uygulaması**, Ankara:TCMB, 08. 01. 1998 (www.tcmb.gov.tr, Erişim 18. 05. 2003)
- Erçel Gazi, **Merkez Bankası 1998 Yılı İlk Altı Aylık Para Programı Gerçekleşmesi ve İkinci Altı Aylık Para Politikası Uygulaması**, Ankara: TCMB, 02. 07. 1998 (www.tcmb.gov.tr, Erişim 18. 05. 2003)
- Erçel Gazi, **Merkez Bankası 1998 Yılı İlk Üç Aylık Para Programı Gerçekleşmesi ve İkinci Üç Aylık Para Programı Uygulaması**, Ankara: TCMB, 01. 04. 1998 (www.tcmb.gov.tr, Erişim 18. 05. 2003)
- Erçel Gazi, **Türkiye'de Merkez Bankacılığı**, Ankara:TCMB, 26. 01. 1999 (www.tcmb.gov.tr, Erişim 18. 05. 2003)
- Erdoğan Funda, **Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi: Türkiye Örneği**, Ankara: SPK, No:63, 1997
- Eric Leeper, "Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies", **Journal of Monetary Economics**, Vol. 27 Issue 1, February 1991
- Erlat Haluk, "Long Memory in Turkish Inflation Rates" iç. **Inflation and Disinflation in Turkey**
- Erol Turan and S. van Wijnbergen, "Real Exchange Rate targeting and Inflation in Turkey:An Empirical Analysis with Policy Credibility", **World Development**, Vol. 25 No. 10, October 1997

- Ersel Hasan and L. İskenderoğlu, "Monetary Programming in Turkey", **CBRT Discussion Papers** No. 9006, December 1990
- Ersel Hasan, "Monetary policy in a Changing Financial Environment: The Recent Turkish Experience in Monetary Programming", **CBRT Discussion Papers** No. 9004, March 1990
- Ersel Hasan, **Price Dynamics**, Ankara:TCMB, 1992
- Eschenbach Felix and L. Schuknecht, "The Fiscal Costs of Financial Stability Revisited", **ECB Working Paper** No. 191, November 2002
- European Central Bank, **Monthly Bulletin**, October 2001
- Faust Jon and Dale W.Henderson, "Is Inflation Targeting Best-Practice Monetary Policy?", *İç. Inflation Targeting: Prospects and Problems*
- Faust Jon and Lars E. O. Svensson, "The Equilibrium Degree of Transparency and Control in Monetary Policy", **Journal of Money Credit and Banking**, Vol. 34 No. 2, 2002
- FED of Kansas City, **Achieving Price Stability**, A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, August 29-31 1996
- FED of Kansas City, **Maintaining Financial Stability in a Global Economy**, A Symposium Sponsored by FED of Kansas City, 1997
- FED of Kansas City, **New Challenges for Monetary Policy**, A Symposium sponsored by the FED of Kansas City, August 26-28 1999
- FED of Kansas, **Rethinking Stabilization Policy**, A Symposium held by FED of Kansas, August 28-30 2003
- FED of St.Louis, Finance and Real Economic Activity, 27th Annual Economic Policy Conference Proceedings, **FED of St. Louis Review**, vol.85, No.4, July-August 2003
- Feldstein Martin, "The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability", **NBER Working Paper**, No.5469, February 1996
- Filosa Renato, "Monetary Policy Rules in Some Mature Emerging Economies", *İç. Modelling Aspects of the Inflation Process and the Monetary Transmission Mechanism in Emerging Market Countries*
- Fischer Stanley, "Maintaining Price Stability" **Finance and Development**, vol. 33 No. 4, December 1996
- Fischer Stanley and C.Vegh, "Modern Hyper and High Inflations", **IMF Working Paper**, No.197, November 2002
- Fischer Stanley and W. Easterly, "Inflation and the Poor", **World Bank Policy Research Working Paper**, No.2335, May 2000
- Fischer Stanley, "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", **Finance and Development**, June 2001
- Fischer Stanley, "Long Term Contracts, Rational Expectations and the Optimal Money Supply Rule", *İç. Rational Expectations and Econometric Practice*
- Fischer Stanley, "Modern Approaches to Central Banking", **NBER Working Paper**, No.5064, March 1995
- Fischer Stanley, "On Activist Monetary, Policy With Rational Expectations", **NBER Working Paper** No.0341, 1979
- Fischer Stanley, "The Role of Macroeconomic Factors in Growth", **Journal of Monetary Economics**, vol.32, No.3, December 1993
- Fischer Stanley, "Why Are Central Banks Pursuing Long Run Price Stability?", *İç. Achieving Price Stability*
- Flamini Alessandro, "Inflation Targeting and Exchange Rate Pass- Through", **HEI Working Paper** No.04, June 2004
- Flood Robert and M.Mussa, "Issues Concerning Nominal Anchors for Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No.4850, September 1994

- Flood Robert and Nancy Marion, "Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature", **NBER Working Paper**, No.6380, January 1998
- Flood Robert and O.Jeanne, "An Interest Rate Defense of a Fixed Exchange Rate?", **IMF Working Paper**, No.159, October 2000
- Fracasso A., H. Genberg and C. Wyplosz, "How Do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Reports by Inflation Targeting Central Banks", **Geneva Reports on the World Economy Special Report** No. 2, International Center for Monetary and Banking Studies, 2003
- Fraga Arminio, I. Goldfajn and A. Minella, "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", **NBER Working Paper** No. 10019, October 2003
- Frank Barry and M. B. Devereux, "Expansionary Fiscal Contraction: A Theoretical Exploration", **Journal of Macroeconomics**, Vol. 25 Issue 1, March 2003
- Frankel Jeffrey A., "No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times", **NBER Working Paper**, No.7338, September 1999
- Freeman R.T. and J.L.Willis, "Targeting Inflation in the 1990's: Recent Challenges", **FED International Finance Discussion Papers** No.525, 1995
- Friedman Benjamin M., "The Use and Meaning of Words in Central Banking: Inflation Targeting, Credibility and Transparency", **NBER Working Paper** No. 8972, June 2002
- Friedman Benjamin, "Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No.8057, 2000
- Friedman Milton, "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability", **The American Economic Review**, vol.38, No.3, June 1948
- Friedman Milton, "Inflation targets are not a necessity yet are highly attractive", **The International Economy**, Winter 2004
- Friedman Milton, "The Role of Monetary Policy", **The American Economic Review**, vol.58, No.1, March 1968
- Frisch Helmut and Sylvia Staudinger, "Inflation Targeting versus Nominal Income Targeting", **Cesifo Working Paper**, No.301, June 2000
- Fry Maxwell, D.Julius, L.Mahadeva, S.Roger and G.Sterne, "Key Issues in the Choice of Monetary Policy Framework", in: **Monetary Policy Frameworks in a Global Context**, Ed. by Lavan Mahadeva and Gabriel Sterne, Bank of England, Routledge: London, 2000
- Fuhrer Jeffrey C. (Ed.), **Goals Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers**, FED of Boston Conference, June 1994
- Fujiki Minako, "Inflation Targeting in Japan-Unconventional Monetary Policy under Deflation: How People Have Argued; Why the BOJ Opposes Adaption", **Center of Japanese Economy and Business**, Working Paper Series, No.219, February 2004
- Gali Jordi, "New Perspectives on Money, Inflation and the Business Cycle", **NBER Working Paper**, No.8767, February 2002
- Gartner Manfred, "Monetary Policy and Central Bank Behaviour", **Universitat St.Gallen Discussion Paper**, No.2002-24, September 2002
- Gaspar Vitor and Frank Smets, "Monetary Policy, Price Stability and Output Gap Stabilization", **International Finance**, vol 5 no.2, July 2002
- Gaspar Vitor, G.P.Quiros and J.Scilic, "The ECB Monetary Policy Strategy and the Money Market", **ECB Working Paper**, No.69, July 2001
- Gavin William T., "The FOMC in 1995: A Step Closer to Inflation Targeting?", **FED of St.Louis Review**, September - October 1996
- Gavin William T., "Inflation Targeting: Why it Works and How to Make it Work Better", **FED of St.Louis Working Paper** No.027, September 2003
- Genberg Hans, "Inflation Targeting- The Holy Grail of Monetary Policy?", **HKIMR Working Paper** No.2, January 2002

- Geraats Petra M., "Central Bank Transparency", **The Economic Journal**, Vol. 112 Issue 483, November 2002
- Gerlach Stefan and Lars E.O.Svensson, "Money and Inflation in the Euro Area: A Case for Monetary Indicators?", **Journal of Monetary Economics**, vol.50, Issue5, July 2003
- Gerlach Stefan, "Who Targets Inflation Explicitly?", **European Economic Review**, Vol. 43 No. 7, June 1999
- Ghosh Atish and S. Phillips, "Inflation, Disinflation and Growth", **IMF Working Paper**, No.98-68, 1998
- Ghosh Atish and S. Phillips, "Warning: Inflation may be Harmful to Your Growth", **IMF Staff Papers**, vol.45, No.4, 1998
- Giavazzi Francesco and A. Missale, "Public Debt Management in Brazil", **NBER Working Paper**, No. 10394, March 2004
- Giavazzi Francesco, "Inflation Targeting and the Fiscal Policy Regime", **Bank of England Quarterly Bulletin**, Autumn 2003
- Goldfajn Ilan and G. Oliveras, "Can Flexible Exchange Rates Still "Work" in Financially Open Economies", **UNCTAD G-24 Discussion Paper Series** No. 8 January 2001
- Goldstein Morris, "Debt Sustainability, Brazil and the IMF", **IIE Working Paper** No. 1, February 2003
- Goldstein Morris, **Managed Floating Plus**, Washington: Institute of International Economics, 2002
- Gomez Javier P., "Inflation Targeting, Sudden Stops and the Costs of Fear of Floating", **Banco de la Republica Colombia Seminar Paper** No. 276, 2003
- Goodfriend Marvin and Robert G. King, "The Case for Price Stability", **NBER Working Paper**, No.8423, August 2001
- Goodfriend Marvin and Robert G. King, "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy", **FED of Richmond Working Paper**, No.98-5, June 1997
- Goodfriend Marvin, "Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer", **International Finance** vol.5, Issue 2, July 2002
- Goodhart C. and H. Hung, "What is the Central Bank's Game?", **FMG Discussion Paper**, No.222, November 1995
- Goodhart Charles A. E., "Monetary Transmission Lags and the Formulation of the Policy Decision on Interest Rates", **Fed of St. Louis Review**, vol. 83 No. 4, July – August 2001
- Goodhart Charles, "The Conduct of Monetary Policy", **The Economic Journal**, vol.99, No.396, June 1989
- Goodhart Charles, "Recent Developments in Central Banking: Some Special Features of the Monetary Policy Committee and of the European System of Central Banks", **FMG Special Paper** No. 118, November 1999
- Gökkent G., C. Moslares and R. A. Saenz, "Failure of Exchange Rate-Based Stabilization Plan in Turkey", **Eastern European Economics**, Vol. 41 No. 1, January-February 2003
- Gramlich Edvard, "Inflation Targeting", **BIS Review** January-February 3/2000
- Green John H., "Inflation Targeting: Theory and Policy Implications", **IMF Staff Papers**, vol. 43 No.4, December 1996
- Greenspan Alan, "Opening Remarks", iç. **Achieving Price Stability**, A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming, August 29-31 1996
- Greenspan Alan, "Risk and Uncertainty in Monetary Policy", **BIS Review** January -February 2004
- Gregorio Jose de and A. Tokman, "Flexible Exchange Rate Regime and Forex Interventions: The Chilean Case", **Economic Policy Papers**, Central Bank of Chile, December 2004
- Groeneveld J.M., K.G.Koedjik and C.J.M. Kool, "Inflation Dynamics and Monetary Strategies: Evidence from Six Industrialized Countries", **Open Economies Review**, Vol.9 No.1 January 1998
- Gros Daniel, "Financial Aspects of Central Bank Independence and Price Stability The Case of Turkey", **LUISS Lab on European Economics Working Document** No. 19, p 2004

- Gruen D. and J.Simon(Eds.), **Future Directions for Monetary Policies in East Asia** (Eds. D.Gruen and J.Simon, Reserve Bank of Australia, 2001
- Guender Alfred V. and J.Tam, "On the Performance of Nominal Income Targeting as a Strategy of Monetary Policy in a Small open Economy", **Journal of International Money and Finance**, vol.23, Issue2, March 2004
- Guender Alfred V., "Optimal Discretionary Monetary Policy in the Open Economy: Choosing between CPI and Domestic Inflation as Target Variables", **Bank of Finland Discussion Paper** No.12, 2003
- Guimaraes Roberto F. and Cem Karacadağ, "The Empirics of Foreign Exchange Intervention in Emerging Market Countries: The Case of Mexico and Turkey", **IMF Working Paper** No. 123, July 2004
- Günçavdı Ömer, H. Levent ve B. Ülengin, "Yüksek ve Değişken Enflasyonun Tahmininde Alternatif Modellerin Karşılaştırılması", **ODTÜ Gelişme Dergisi**, Cilt 27, Sayı 1-2, 2000
- Güneş Hürşit, **Enflasyonun Kontrolünde Alternatif Para Programı**, İstanbul: İTO Yay., 1992
- Gürses Uğur, "Merkez Bankası'nın Zararı Üzerine", **Radikal**, 29.04.2005
- Ha Yuong, "Uncertainty About the Length of the Monetary Policy Transmission Lag: Implications for Monetary Policy", **Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series**, DP 2000/01, 2000
- Hagen Jürgen von and B.Hofmann, "Macroeconomic Implications of Low Inflation in the Euro Area", **North American Journal of Economics and Finance**, vol.15, Issue1, March 2004
- Haldane Andrew G., "On Inflation Targeting in the United Kingdom", **Scottish Journal of Political Economy**, vol.45, No.1, February 1998
- Haldane Andrew G., "Some Issues in Inflation Targeting", **Bank of England Working Paper** No. 74, 1998
- Haldane Andrew, "Designing Inflation Targets", **Monetary Policy and Inflation Targeting**
- Hall Robert E. and N.G.Mankiw, "Nominal Income Targeting", iç. **Monetary Policy**, N.Gregory Mankiw (Ed.), Chicago: The University of Chicago Press, 1994
- Hallett Andrew H. and N. Viegi, "Inflation Targeting as a Coordination Device", **Open Economies Review**, Vol. 13 No. 4 October 2002
- Hamann A.Javier, "Exchange Rate-based Stabilization: A Critical Look at the Stylized Facts", **IMF Working Paper**, No.139, October 1999
- Hammermann Felix, "Comparing Monetary Policy Strategies: Towards a Generalized Reaction Function", **Kiel Institute of World Economics Working Paper** No. 1170, June 2003
- Hanke Steve ve Kurt Schuler, **Gelişmekte olan Ülkeler İçin Para Kuralları El Kitabı**, (çev.) Bekir B.Özipek ve M.Toprak, Ankara: Liberte Yay., 2001
- Hausmann Ricardo, U. Panizza and E. Stein, "Why Do Countries Float the Way They Float?", **Journal of Development Economics**, Vol. 66 Issue 2, December 2001
- Hayo Bernd and B.Hofmann, "Monetary Policy Reaction Functions: ECB versus Bundesbank", **ZEI Working Paper**, No.B-24, 2003
- Hazırolan Ufuk, "Inflation Targeting:Japanese Case and Prospects for Turkey", **Araştırma İnceleme Dizisi** No. 24, Ankara:Hazine Müsteşarlığı, 1999
- Hazine Müsteşarlığı, **Enflasyonla Mücadele Programı Politika Metinleri**, Cilt I, Ankara:Hazine Müs., Ocak 2000
- Hebbel Klaus Schmidt and A. M. Werner, "Inflation Targeting in Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and the Exchange Rate", **Economía - Volume 2, Number 2, Spring 2002**
- Hebbel Klaus Schmidt-and Matias Tapia, "Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation Targeting Countries", **Banco Central de Chile Working Papers** No.166, June 2002

- Ho Corinne and R., McCauley- "Living with Flexible Exchange Rates: Issues and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies", **BIS Working Papers** No. 130 February 2003
- Holden Steinar, "Monetary Policy and Nominal Rigidities under Low Inflation", **Cesifo Working Paper**, No.481, May 2001
- Honkapohja Seppo and K. Mitra, "Performance of Monetary Policy with Internal Central Bank Forecasting", **ECB Working Paper**, No. 127, February 2002
- Houben Aerd C.F.J., **The Evolution of Monetary Policy Strategies in Europe**, Financial and Monetary Policy Studies, vol.34, The Netherlands:Kluwer pub., December 2000
- Humprey Thomas, "Knut Wicksell and Gustav Cassell on the Cumulative Process and the Price Stabilizing Policy Rule", **FED of Richmond Economic Quarterly**, No88/3, Summer 2002
- Hunt Benjamin and Peter Isard, "Some Implications for Monetary Policy of Uncertain Exchange rate pass-through", **IMF Working Paper** No. 25, January 2003
- Hyvonen M., "Inflation Convergence Across Countries", **Reserve Bank of Australia Discussion Paper** No. 4 June 2004
- IMF, Deflation: Determinants, Risks and Policy Options-Findings of An Interdepartmental Task Force**, IMF, April 2003
- IMF, Lessons from the Crisis in Argentina**, Prepared by the Policy Development and Review Department, October 8, 2003
- Isard Peter and D. Laxton, "Inflation Forecast Targeting and the Role of Macroeconomic Models", iç. **Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic**, (Ed.) Warren Coats, Prague: Czech National Bank, 2000
- Issing Otmar, "Inflation Targeting: A View from the ECB", iç. **Inflation Targeting: Prospects and Problems**, **Fed of St.Louis Review**, vol.86, no.4, July-August 2004
- Issing Ottmar, "The Monetary Policy of the ECB in a World of Uncertainty", A Speech at the Conference on **Monetary Policy-Making under Uncertainty**, 3-4 December 1999, (www.ecb.int, 15.05.2003)
- Issing Ottmar, **Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy**, November 2003
- Issing Ottmar, "Evaluation of the ECB's Monetary Policy Strategy", **BIS Review**, July-August 33/2003
- Ito Takatoshi and Tomoko Hayashi, "Inflation Targeting in Asia", **HKIMR Occasional Paper**, No.1, March 2004
- İmer Evrim, "Genel Kabul Gören Gözlemler Açısından Türkiye ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama", **Uzmanlık Yeterlik Tezi**, Ankara:TCMB, Eylül 2003
- İstanbul Mülkiyeliler Vakfı, **Merkez Bankası Bilançolarının İrdelenmesi**, Konferans, 5-6 Nisan 1991
- Jaeger Albert, "The ECB's Money Pillar: An Assessment", **IMF Working Paper**, No.82, April 2003
- Jensen Henrik, "Targeting Nominal Income Growth or Inflation?", **The American Economic Review**, vol.92, No.4, September 2002
- Johnson D.R., "The Effect of Inflation Targeting on the Behaviour of Expected Inflation: Evidence from an 11 Country Panel", **Journal of Monetary Economics**, Vol.49 Issue 8, November 2002
- Jonas Jiri and Frederic Mishkin, "Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects", **NBER Working Paper**, No. 9667, April 2003
- Jong Eelke de "Why are Price Stability and the Statutory Independence of Central Banks Negatively Correlated? The Role of Culture", **European Journal of Political Economy**, Vol. 18 Issue 4, November 2002
- Judson Ruth and A. Orphanides, "Inflation, Volatility and Growth", **FED Finance and Economics Discussion Series**, No.96-19, May 1996
- Kadioğlu Ferya, Z. Kotan ve G. Şahinbeyoğlu, "Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri:Türkiye 2000", **TCMB Tartışma Tebliği** No. 51, Temmuz 2001

- Kalkan Mahmut, A. N. Kıpıcı and A. T. Peker, "Leading Indicators of Inflation in Turkey", iç. **Macroeconomic Analysis of Turkey:Essays on Current Issues**, (Ed. M. Üçer), Ankara:TCMB, 1998
- Kamin Steven B., "Reel Exchange Rates and Inflation in Exchange Rate Based Stabilizations: An Emprical Examinations", **FED International Finance Discussion Papers**, No.554, June 1996
- Kaminsky Graciela L., C. M. Reinhart and C. A. Vegh, "When it Rains it Pours:Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies", **NBER Working Paper** No. 10780, September 2004
- Kaminsky Graciela, "Varieties of Currency Crises", **NBER Working Paper**, No.10193, December 2003
- Kara Hakan and Fethi Öğünç, "Exchange Rate Pass – Through in Turkey: It is Slow but Is it Really Low?", **CBRT Working Papers** No. 05/02, April 2005
- Kara Hakan, H. K. Tuğer, Ü. Özlale vd., "Exchange Rate Pass Through in Turkey:Has it Changed and to What Extent?", **CBRT Working Papers** No. 05/04, February 2005
- Kepenek Yakup ve Nurhan Yentürk, **Türkiye Ekonomisi**, Geliştirilmiş 6. Basım, İstanbul: Remzi Kitabevi, 1994
- Kesriyeli Mehtap, "1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri", **TCMB Tartışma Tebliği** No. 97/4, Mart 1997
- Khan G.A. and K. Parrish, "Conducting Monetary Policy with Inflation Targets", **FED of Kansas Economic Review**, Third Quarter 1998
- Khan Mohsin S. and A. S. Senhadji, "Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth", **IMF Staff Papers**, vol.48, No.1, 2001
- Khan Mohsin S., S. M. NSouli, C. H. Wong (eds.), **Macroeconomic Management, Programs and Policies**, Washington: IMF Institute, 2002
- Kibritçiöğlü A. ve B. Kibritçiöğlü, "Türkiye'de Cari Reel Döviz Kurunun Uzun Dönem Denge Değerinden Sapma Derecesi", **A. Ü. S. B. F. Tartışma Metinleri** No. 68, Mart 2004
- Kibritçiöğlü A., L. Rittenberg and F. Selçuk, **Inflation and Disinflation in Turkey**, United Kingdom:Ashgate Pub., 2002
- Kibritçiöğlü Aykut, "Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation", iç. **Inflation and Disinflation in Turkey**
- Kieler Mads, "The ECB's Inflation Objective", **IMF Working Paper**, No.91, May 2003
- Kim Jinill and D.W.Hendevson, "Inflation Targeting and Nominal Income Growth Targeting: When and Why Are They Suboptimal?", **FED International Finance Discussion Papers**, No.719, February 2002
- Kimball M., "The Quantitative Analytics of the basic Neo-monetarist model", **Journal of Money, Credit and Banking**, vol.27, No.2, November 1995
- King Mervyn, "Challenges for Monetary Policy: New and Old", iç.**New Challenges of Monetary Policy**, FED of Kansas, August 26-28 1999
- King R.G. and C.I.Plosser, "Money, Credit and Prices in a Real Business Cycle", **The American Economic Review**, vol.74, No.3, June 1984
- King Robert G. and A.L.Wolman, "Inflation Targeting in a St.Louis Model of the 21st Century", **Fed of St.Louis Review**, vol.78 No.3, May-June 1996
- King Robert G., "The New IS-LM Model: Language, Logic and Limits", **FED of Richmond Quarterly**, vol.86/3, Summer 2000
- Kiponen Juha, "The Political Economy of Monetary Policy and Wage Bargaining: Theory and Econometric Evidence", **Bank of Finland Studies**, E:19, 2000
- Kohn Donald L., "Comments on Marvin Goodfriend's "Inflation Targeting in the United States?", At the NBER Conference on Inflation Targeting, January 25, 2003
- Köse A. H., F. Şenses ve E. Yeldan(Der.), **İktisadi Kalkınma, Kriz ve İstikrar**, İstanbul: İletişim Yay., 2003

- Krishnamurty A., "A Vertical Analysis of Crisis and Intervention: Fear of Floating and Ex-ante Problems", **NBER Working Paper** No. 8428, August 2001
- Kumhof Michael, "A Critical View of Inflation Targeting: Currency Crises and Imperfect Credibility", iç. **10 Years of Inflation Targeting: Designs, Performance and Challenges**
- Kuttner K. and A. Posen, "Does Talk Matter After All? Inflation Targeting and Central Bank Behaviour", **FED of New York Staff Report** No. 88, October 1999.
- Kuttner Kenneth M. and Patricia C. Mosser, "The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions", **FED of New York Economic Policy Review**, Vol.8 No.1, May 2002,
- Kuttner Kenneth N. and A. S. Posen, "Beyond Bipolar: A Three Dimensional Asswssment of Monetary Frameworks", **International Journal of Finance and Economics**, vol. 6 Issue 4, October 2001
- Kuttner Kenneth N., "The Roles of Policy Rules in Inflation Targeting", **FED of St.Louis Review**, vol.86, No.4, July-August 2004
- Kydland Finn E. and E. C. Prescott, "Rules Rather than Discretion. The Inconsistency of Optimal Plans", iç. **Rational Expectations and Economic Practice**
- Laidler David, "Monetary Policy Without Money: Hamlet Without the Ghost", paper presented at a Conference in Honour of Charles Freedman, **Macroeconomics, Monetary Policy and Financial Stability**, A Festschrift for C. Freedman, Bank of Canada, June 19-20 2003
- Lane Philip R., "The New Open Economy Macroeconomics: A Survey", **Journal of International Economics**, vol.54, Issue2, August 2001
- Lavoie Marc, "A Post-Keynesian Alternative to New Consensus on Monetary Policy", paper presented at the conference **Economic Policies: Perspectives From the Keynesian Ortodoxy**, ADEK Conference organized by Centre d'Etudes Monétaires et Financières, Université de Bourgogne, Dijon, November 14-16 2002
- Laxton Douglas, "On Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System Designed to Support Inflation Forecast Targeting", iç. **Inflation Targeting Experiences**, Ankara: TCMB Conference, October 19-20, 2000
- Leeper E., "An Inflation Reports Report", **Sveriges Riksbank Economic Review**, Vol.3, 2003
- Lees Kirdan, "The stabilisation problem: The case of New Zealand", **Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper** No.8, November 2003
- Leiderman Leonardo and Lars E.O.Svensson(Eds.), **Inflation Targets**, London: Center for Economic Policy Research, 1995
- Leitemo Kai and Ulf Söderström, "Simple Monetary Policy Rules under Exchange Rate Uncertainty", **Sveriges Riksbank Working Paper** No.122, June 2001
- Leitemo Kai, "A Game Between Fiscal and the Monetary Authorities under Inflation Targeting", **European Journal of Political Economy**, Vol. 20 Issue 3, September 2004
- Leitemo Kai, "Targeting Inflation by Constant Interest Rate Forecasts", **Norges Bank Working Paper**, No. 13, December 1999
- Leitemo Kai, "The Choice of Monetary Policy Regime for Small Open Economies", iç. **Inflation Targeting and Monetary Policy**, Kai Leitemo, Norges Bank Doctoral Dissertation in Economics, No.2, 2002
- Levin A.T.,F.M. . Natalucci and J.M.Piger, "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting", **FED of St.Louis Review**, Vol.86 No.4 July/August 2004
- Levy-Yeyati Eduardo and F. Sturzenegger, "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds and Words", **Documentos de Trabajo** No. 2, Universidad Torcuato di Tella, No. 2, 2000
- Levy-Yeyati Eduardo, "Finacial Dedollarization:A Carrot and Stick Approach", **Universidad Torcuato Di Tella Working Paper** No. 8, 2003
- Lim C. H. and L. Papi, "An Econometric Analysis on the Determinants of Inflation in Turkey", **IMF Working Paper** No. 170

- Lombardelli C. and J. Talbot, "Committees versus Individuals: An Experimental Analysis of Monetary Policy Decision Making", **Bank of England Quarterly Bulletin**, Autumn 2002
- Long J. B.J.de, "The Triumph of Monetarism", **Journal of Economic Perspectives**, No.14, Winter 2000
- Loungani Prakash N. and P. Swagel, "Sources of Inflation in Developing Countries", **IMF Working Paper** No. 198, December 2001
- Lowe Phillip (Ed.), **Monetary Policy and Inflation Targeting**, Reserve Bank of Australia, 1997
- Lucas Robert E., Jr. "Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs", **The American Economic Review**, vol.63 No.3, June 1973
- Lucas Robert E., Jr. and R. Barro, "After Keynesian Macroeconomics" iç. **Rational Expectations and Econometric Practice**, Robert E. Lucas, Jr. and Thomas J. Sargent (Eds.), London: G. Allen and Unwin, 1981
- Lucas Robert E., Jr. and Thomas J. Sargent (Eds.), **Rational Expectations and Econometric Practice**, London: G. Allen and Unwin, 1981
- Lybek Tonny and J. Morris, "Central Bank Governance: A Survey of Boards and Management", **IMF Working Paper** No. 226, December 2004
- Mahadeva Lavan and G. Sterne, "Inflation Targets as a Stabilization Device", **The Manchester School**, vol. 70 No. 4, 2002
- Mahadeva Lavan and Gabriel Sterne(Eds.), **Monetary Policy Frameworks in a Global Context**, Bank of England, Routledge: London, 2000
- Malatyalı Kamuran N., "Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", **DPT Çalışma Raporu**, No. 1998-01, 1998
- Mankiw Gregory N., "U.S. Monetary Policy During the 1990's", **NBER Working Paper** No.8471, September 2001
- Mankiw N.G. and D. Romer (eds.), **New Keynesian Economics**, USA: MIT Press, 1992
- Masson Paul R., S.Sharma and M.A.Savastano, "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", **IMF Working Paper** No.130, October 1997
- Masson Paul, "Exchange Rate Regime Transition", **IMF Working Paper** No. 134, June 2000
- McCallum Bennett and Edward Nelson, "Nominal Income Targeting in an Open Economy Optimizing Model", **Journal of Monetary Economics**, vol.43, Issue3, June 1999
- McCallum Bennett T, "Monetary Policy Analysis Without Money", **FED of St. Louis Review**, vol.83, No.4, July-August 2001
- McCallum Bennett T. and E. Nelson, "Timeless Perspective vs. Discretionary Monetary Policy in Forward Looking Models", **Fed of St. Louis Review**, vol. 86 No. 2, March-April 2004
- McCallum Bennett T., "Issues in the Design of Monetary Policy Rules", **NBER Working Paper**, No.6016, April 1997
- McCallum Bennett T., "Recent Developments in Monetary Policy Analysis: The Roles of Theory and Evidence", **FED of Richmond Economic Quarterly**, vol.88/1, Winter 2002
- McCallum Bennett T., "Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, vol.29, 1988
- McCallum Bennett T., "The Present and Future of Monetary Policy Rules", **International Finance**, vol.3, Issue2, July 2000
- McCallum Bennett, "Analysis of the Monetary Transmission Mechanism: Methodological Issues", **NBER Working Paper**, No.7395, October 1995
- McCallum Bennett, "The Alleged Instability of Nominal Income Targeting", **Reserve Bank of New Zealand Working Paper**, No.97-6, August 1997
- McCallum Bennett, "Is The Fiscal Theory of the Price Level Learnable?", **Scottish Journal of Political Economy**, Vol. 50 No.5, November 2003
- Mehrez Gil and M. Frenkel, "Inflation and Endogenous Technological Growth", **Georgetown University Working Paper**, No.98-09, 1998

- Meltzer Allan, "Monetary, Credit and (other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", **Journal of Economic Perspectives**, vol.9, No.4, Fall 1995
- Metin Kılıncım, **The Analysis of Inflation in Turkey**, Capital Markets Board Publications No. 20, 1995
- Mexico Banco de, **Stabilization and Monetary Policy: The International Experience**, 75th Anniversary Seminar, Mexico City, November 14-15 2000
- Meyer Laurence H., "Does Money Matter?", **FED of St.Louis Review**, vol.83, No.5, September-October 2001
- Mihaljek Dubravko and B. Tissot, "Fiscal Positions in Emerging Economies:Central Banks' perspective", iç. **BIS Papers** No. 20, October 2003
- Miles David and A. Scott, **Macroeconomics Understanding the Wealth of Nations**, USA: John Wiley and Sons, 2002
- Mishkin Frederic S., "International Experiences of Different Monetary Policy Regimes", **IIES Seminar Paper**, No.448, August 1998
- Mishkin Frederic and Klaus S. Hebbel, "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know", iç. **10 Years of Inflation Targeting: Designs, Performance and Challenges**
- Mishkin Frederic S. and A.Posen, "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries", **FED of New York Economic Policy Review**, Vol.3 No.3, August 1997
- Mishkin Frederic S. and Guillermo Calvo, "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries", **NBER Working Paper**, No.P808, June 2003
- Mishkin Frederic S. and M.A. Savastano, "Monetary Policy Strategies for Latin America" **Journal of Development Economics**, vol.66 Issue 2, December 2001
- Mishkin Frederic S., "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries", **World Bank Economics Working Paper**, No.2684, 2001
- Mishkin Frederic S., "Issues in Inflation Targeting", iç. **Price Stability and Long Run Target for Monetary Policy**
- Mishkin Frederic S., "Strategies for Controlling Inflation" iç. **Monetary Policy and Inflation Targeting**, Phillip Lowe (Ed.), Reserve Bank of Australia, 1997
- Mishkin Frederic S., "Symposium on The Monetary Transmission Mechanism", **Journal of Economic Perspectives**, vol.9, No.4, Fall 1995
- Mishkin Frederic S., "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers", **Maintaining Financial Stability in a Global Economy**, A Symposium Sponsored by FED of Kansas City, 1997
- Mishkin Frederic S., "The Dangers of Exchange Rate Pegging in Emerging Market Countries", **International Finance**, vol.1, Issue1, October 1998
- Mishkin Frederic S., "The Transmission Mechanism and the Role of Asset Prices in Monetary Policy", **NBER Working Paper**, No.8617, December 2001
- Mishkin Frederic S., "Can Central Bank Transparency Go too Far?", **NBER Working Paper**, No. 10829, October 2004
- Mishkin Frederic S., "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?", **Festschrift in Honor of Guillermo A. Calvo**, IMF, April 15-16, 2004
- Mishkin Frederic S., "Commnetary", **FED of St. Louis Review**, Vol. 84 No. 4, July/August 2002
- Mishkin Frederic S., "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", **American Economic Review**, Vol. 90 No. 2 May 2000
- Mishkin Frederic S., "The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy", **International Finance**, vol 5 no.2, July 2002
- Mishkin Frederic S., "What Should Central Banks Do ?", **Fed of St.Louis Review**, vol.82 No.6, November – December 2000

- Missale Alessandro, F. Giavazzi and P. Benigno, "How Is the Debt Managed? Learning from Fiscal Stabilizations", **Scandinavian Journal of Economics**, Vol 104 No. 3, September 2002
- Mody Ashoka, "What is an Emerging Market ?", **IMF Working Paper** No. 177, September 2004
- Mohanty M S and M. Klau, "Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies: Issues and Evidence", **BIS Working Papers** No. 149, March 2004
- Mohanty M S and M. Klau, "What Determines Inflation in Emerging Market Economies?", iç. **Modelling Aspects of the Inflation Process and the Monetary Transmission Mechanism in Emerging Market Countries**, BIS Papers No. 8, November 2001
- Mohanty M. S. and M. Scatigna, "Countercyclical Fiscal Policy and Central Banks", iç. **BIS Papers**
- Moron Eduardo, "Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies", **IMF Working Paper** No. 39, February 2003
- Muchlinski Elke, "Against Rigid Rules-Keynes' Economic Theory", **Diskussionbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin**, No.2, 2003
- Mundell Robert, "The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates", **Quarterly Journal of Economics**, vol. 74, no.2, May 1960
- Nelson Edward, "The Future of Monetary Aggregates in Monetary Policy Analysis", **Journal of Monetary Economics**, vol.50, Issue5, July 2003
- Neumann M. J. M. and J. Von Hagen, "Does Inflation Targeting Matter", **FED of St. Louis Review**, Vol. 84 No. 4, July/August 2002
- Obstfeld Maurice and K.Rogoff, "The Mirage of Fixed Exchange Rates", **Journal of Economic Perspectives**, vol.9, No.4, Fall 1995
- Oğuz Hacer, "Para Politikası Uygulama Prosedürleri ve Şoklara Tepkiler", **Hacettepe Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 19, Sayı1, 2001
- Oktar Suat, **Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 1998
- Oosterlo S. and J. de Haan, "A Survey of Institutional Frameworks for Financial Stability", **DNB Occasional Studies**, Vol. 1 No. 4, 2003
- Orlowski Lucjan T., "From Inflation Targeting to the Euro Peg:A Model of Monetary Convergence for transition economies", **Economic Systems**, Vol. 25 2001
- Orr Adrian, Alasdair Scott and B.White, "The Exchange Rate and Inflation Targeting", **Reserve Bank of New Zealand Bulletin**, vol.61 No.3, September 1998
- Öğretmen Eren, "Enflasyon Hedeflemesi-Uygulama Özellikleri", **TCMB**, Temmuz 2004
- Özatay Fatih and G. Sak, "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-2001 Financial Crisis", **CBRT Discussion Paper** No. 68, December 2003
- Özatay Fatih, "Monetary Policy Challenges for Turkey in European Union Accession Process", **CBRT Working Papers** No. 05/11, May 2005
- Özatay Fatih, "The 1994 Currency Crisis in Turkey", **Yapı Kredi Discussion Paper** Series No. 99-01, January 1999
- Özatay Fatih, "The Role of Public Sector Prices in Price Dynamics in Turkey", **Price Dynamics**, (Ed. Hasan Ersel), Ankara:TCMB, 1992
- Özey Aylin, "TCMB Parasal Program Uygulamaları", **Hazine Dergisi**, Sayı 7, Temmuz 1997
- Özkan F. G., "Currency and Financial Crisis in Turkey 2000-2001:Bad Fundamentals or Bad Luck?", **The World Economy**, vol. 28 No. 4 April 2005
- Özlale Ü. and E. Yeldan, "Measuring Exchange Rate Misalignment in Turkey", **Applied Economics**, vol. 36 Issue 16, September 2004
- Özlale Ümit and K. M. Özcan, "Does Time Inconsistency Problem Apply for Turkish Monetary Policy?", **TEK Discussion Paper** No. 2005-2, February 2005
- Özmen Erdal, "Cari Açık Tartışması", **Tartışmalı Toplantı**, TEK, 2004

- Özmen Erdal, "Cari Açık ve Ekonomi Politikaları Üzerine", **İktisat İşletme Finans**, Sayı:223, Ekim 2004
- Öztürk Emin, "Türkiye'de Son Dönemde Para Politikası Tartışmaları", **TCMB Tartışma Tebliği** No. 9206, Ağustos 1992
- Parasız İlker, **Modern Para Teorisi**, Ezgi Kitabevi Yay.: Bursa, 1998
- Parasız İlker, **Para Politikası**, Gözden Geçirilmiş, Genişletilmiş 6. baskı, Bursa:Ezgi Kit. Yay., 2003
- Parasız İlker, **Türkiye Ekonomisi**, Bursa: Ezgi Kit. Yay., 2003
- Parrado Eric, "Inflation Targeting and Exchange Rate Rules in an Open Economy", **IMF Working Paper** No.21, February 2004
- Patinkin Don, "Israel's Stabilization Program of 1985, or Simple Truths of Monetary Theory", **Journal of Economic Perspectives**, vol.7, No.2, Spring 1993
- Perotti Roberto, "Fiscal Policy in Good Times and Bad", **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 114 Issue 4, 1999
- Persson Torsten and G. Tabellini, "Political Economics and Macroeconomic Policy", **IIES Seminar Paper**, No.630, October 1997
- Petursson T. G., "The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance" **Central Bank of Iceland Working Paper** No23, July 2004
- Petursson Thorarinn G., "New Focuses in Central Banking: Increased Independence, Transparency and Accountability", **Monetary Bulletin**, Central Bank of Iceland, No.4, 2001
- Petursson Thorarinn G., "Formulation of Inflation Targeting Around the World", **Central Bank of Iceland Monetary Bulletin**, No. 1, 2004
- Phelps Edmund S., **Seven School of Macroeconomic Thought**, The Arne Ryde Memorial Lectures, Oxford: Clarendon Press, 1991
- Phelps S., "Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time", **Economica**, vol.34, No.135, August 1967, p.255
- Pollard Patricia, "A Look Inside Two Central Banks: The European Central Bank and the Federal Reserve" **FED of St.Louis Review**, vol 85 No. 1, January - February 2003
- Poole William, "Is Inflation too Low", **FED of St.Louis Review**, vol.81, No.4, July-August 1999
- Poole William, "Monetary Policy Rules?", **FED of St.Louis Review**, March-April 1999
- Poole William, "Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in a Simple Stochastic Macro Model", **Quarterly Journal of Economics**, vol.84, Issue2, May 1970
- Posen Adam S., "Six Practical Views of Central Bank Transparency", **IIE Working Paper**, May 2002
- Prast Henriette M., "Time Consistency, Asymmetric Information and Monetary Policy Design: An Overview", **De Economist**, vol.144 No.3, September 1996
- Ragan Christopher, "On the Believable Benefits of Low Inflation", **Bank of Canada Working Paper**, No.98-15, September 1998
- Ravenna Federico, "Why Don't Emerging Market Economies Adopt Inflation Targeting?", **Santa Cruz Center for International Economics Working Papers** No. 20, April 2004
- Reinhart Carmen, K. Rogoff and M. Savastano, "Addicted to Dollars", **NBER Working Paper** No. 10015, October 2003
- Reinhart Carmen, K. Rogoff and M. Savastano, "Debt Intolerance", **NBER Working Paper** No. 9908, August 2003
- Remsperger Herrmann and A. Worms, "Transparency in Monetary Policy", **Center for Financial Studies Working Paper** No. 16, 1999
- Ricardo J., Caballero J. Kearns and K. N. Cowan, "Fear of Sudden Stops: Lessons from Australia and Chile", **Reserve Bank of Australia Discussion Paper** No. 3, May 2004
- Rich George, "Swiss Monetary Targeting: 1974-1996 The Role of Internal Policy Analysis", **ECB Working Paper**, No.236, June 2003

- Roger Scott and M. Stone, "Home on the Range ? The International Experience with Inflation Targeting", **IMF Working Paper**, 2004
- Roger Scott, "Core Inflation: Concepts, Uses and Measurement", **Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper** No. 9, July 1998
- Rogoff Kenneth, "Globalization and Global Disinflation", **FED of Kansas Economic Review**, Fourth Quarter 2003
- Rogoff Kenneth, A. M. Hussain, A. Mody, R. Brooks and N. Oomes, "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes", **IMF Working Paper** No. 243, December 2003
- Romer David and C. Romer, "Monetary Policy and the Well Being of the Poor", **NBER Working Paper**, No.6793, November 1998
- Romer David, "Keynesian Macroeconomics Without LM Curve", **Journal of Economic Perspectives**, vol.14, No.2, Spring 2000
- Rossi Marco and A. Rebucci, "Measuring Disinflation Creibility in Emerging Markets: A Bayesian Approach with an Application to Turkey", **IMF Working Paper** No. 208, November 2004
- Rousseau Peter L. and P. Wachtel, "Inflation Thresholds and the Finance Growth Nexus", **Journal of International Money and Finance**, vol.21, Issue 6, November 2002
- Rudebusch Glenn and Carl E. Walsh "U.S. Inflation Targeting: Pro and Con", **FED of San Francisco Economic Letter**, No.98-18, May 1998
- Sabban V. C., M. G. Rozada and A. Powell, " A New Test for the Success of Inflation Targeting", **Universidad Torcuato Di Tella Business School Working Papers** No. 4, 2003
- Sack Brian and Volker Wieland, "Interest Rate Smoothing and Optimal Monetary Policy: A Review of Recent Empirical Evidence", **Journal of Economics and Business**, Volume 52, Issues 1-2, January-April 2000
- Samuelson P. A. and R. M. Solow, "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy", **The American Economic Review**, vol.50, No.2, May 1960
- Santomero Anthony M., "Flexible Commitment or Inflation Targeting for the U.S.?" **FED of Philadelphia Business Review**, Third Quarter 2003
- Sargent Thomas J. and N. Wallace, "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule", İç. **Rational Expectations and Econometric Practice**,
- Sargent Thomas J. and N. Wallace,"Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", **FED of Minneapolis Quarterly Review**, Vol. 5 No. 3 Fall 1981
- Saxton Jim, "Inflation Targeting Goals for the Federal Reserve", Joint Economic Committee, May 2002
- Schaechter A. and M. R. Stone, "Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries", **IMF Occasional Paper** No. 202, 2000
- Schaechter Andrea, "Implementation of Monetary Policy and the Central Bank's Balance Sheet", **IMF Working Paper**, No.01-149, October 2001
- Scheve Kenneth, "Public Demand for Low Inflation", **Bank of England Working Paper**, No.172, 2002
- Schinasi Garry J., "Defining Financial Stability", **IMF Working Paper** No. 187 October 2004
- Schmid Peter, "Monetary Targeting in Practice: The German Experience", **Center for Financial Studies Working Papers**, No.1999-03, 1999
- Schuknecht Ludger, "EU Fiscal Rules Issues and Lessons from Political Economy", **ECB Working Paper Series** No. 421, December 2004
- Selçuk Faruk and O. P. Ardiç, "Learning to Live with the Float:Turkey's Experience 2001-2003", Mimeo, Bilkent University, January 2004, p. 29(www.bilkent.edu.tr/~faruk/, Erişim: 20. 05. 2004)
- Selçuk Faruk, "Seignorage-Currency Substitution and Inflation in Turkey", iç. **Inflation and Disinflation in Turkey**, (Eds. A. Kibritçioğlu, L. Rittenberg and F. Selçuk), United Kingdom:Ashgate Pub., 2002
- Serdengeçti Süreyya, **Fiyat İstikrarı**, 28.11.2002 (www.tcmb.gov.tr)

- Serdengeçti Süreyya, “Şubat 2001 Krizi Üzerine Düşünceler:Merkez Bankası Bakış Açısından Çıkarılacak Dersler”, **VI. ODTÜ Ekonomi Konferansı Açılış Konuşması**, Ankara:TCMB, 11. 09. 2002
- Serdengeçti Süreyya, **71. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması**, Ankara, 01. 04. 2004
- Serdengeçti Süreyya, **72. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması**, Ankara, 01. 04. 2004
- Serdengeçti Süreyya, **73. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması**, Ankara, 12. 04. 2005
- Serdengeçti Süreyya, **ODTÜ Ekonomi Konferansı Açılış Konuşması**, Ankara, 06. 09. 2003
- Seyfried W. and D.Bremmer, “Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy: A Cross Country Analysis”,**The Australian Economic Review**,Vol.36 No.3, September 2003
- Sheffrin Steven M., **Rational Expectations**, Cambridge: Cambridge Univ. Press, 1983
- Shiller Robert J., "Why Do People Dislike Inflation?", **Cowles Foundation Discussion Paper**, No.1115, 1996
- Siklos P., “Central Bank Behaviour, The Institutional Framework and the Policy Regimes: Inflation vs. Non-Inflation Targeting Countries”, **Contemporary Economic Policy**, Vol.22 No.3 July 2004
- Siklos P., “Inflation Target Design: Changing Inflation Performance and Persistence in Industrial Countries”, **FED of St.Louis Review**, Vol.81 No.2 March/April 1999
- Simone F. N. de, “Inflation Targeters in Practice:A Lucky Lot?”, **Contemporary Economic Policy**, Vol. 19 No. 3, July 2001
- Sims Christopher A., “Fiscal Aspects of Central Independence”, **CESifo Working Paper** No. 547, August 2001
- Sims Christopher A., “Limits to Inflation Targeting”, Carlo A. Favero and Francesco Giavazzi, “Inflation Targeting and Debt: Lessons from Brazil” **NBER Working Paper**, No. 10390, March 2004
- Sims Christopher A., “Precarious Fiscal Foundations of EMU”,**De Economist**, Vol. 147 No. 4, December 1999
- Sinclair Peter J. N., “Central Banks and Financial Stability”, **Bank of England Quarterly Bulletin**, November 2000
- Smets Frank and R. Wouters, “Openness, Imperfect Exchange Rate pass-through and Monetary Policy”, **Journal of Monetary Economics**, Volume 49, Issue 5, July 2002
- Sroul Gabriel, “Why Do Central Banks Smooth Interest Rates?”, **Bank of Canada Working Paper** No.17, October 2001
- Stark Tom and H. Taylor, "Activist Monetary Policy for Good or Evil", **Business Review**, FED of Philedelphia, March/April 1991
- Stein Jerome, "Monetarist, Keynesian and New Classical Economics", **The American Economic Review**, vol.71, No.2, May 1981
- Sterne Gabriel, “Inflation Targets in a Global Context”, **10 Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges**, Fourth Annual Conference of the Central Bank of Chile, Santiago, November 30- December1, 2000
- Stone Mark R. and A. J. Bhundia, “A New Taxonomy of Monetary Regimes”, **IMF Working Paper** No. 191, October 2004
- Stone Mark R., "Greater Monetary Policy Transparency for the G3:Lessons from Full-Fledged Inflation Targeters", **IMF Working Paper**, No.218, November 2003
- Stone Mark R., “Inflation Targeting Lite”, **IMF Working Paper** No. 12, January 2003
- Summers Lawrence, "How Should Long-term Monetary Policy Be Determined", **Journal of Money, Credit and Banking**, vol.23, No.3, August 1991

- Svensson Lars E. O., "A reform of the Eurosystem Monetary Policy Strategy is Increasingly Urgent", May 2002, p.6 (www.princeton.edu/Svensson, 20.02.2003)
- Svensson Lars E. O., "Price Stability As A Target for Monetary Policy,: Defining and Maintaning Price Stability", **IIES Seminar Paper**, No.673, June 1999
- Svensson Lars E. O., "How Should Monetary Policy Conducted in an Era of Price Stability ?", iç. **New Challenges of Monetary Policy**
- Svensson Lars E. O., "Open Economy Inflation Targeting", **Journal of International Economics**, Volume 50, Issue 1, February 2000
- Svensson Lars E. O., "Price Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch?", **Journal of Money Credit and Banking**, vol. 31 No. 3 August 1999
- Svensson Lars E.O., "How Should the Eurosystem Reform its Monetary Strategy", February 2003, p.1. (www.princeton.edu/Svensson)
- Svensson Lars E.O., "In the Right Direction, but not Enough: The Modification of the Monetary Policy Strategy of the ECB", May 2003, p.5 (www.princeton.edu/Svensson, 27.06.2003)
- Svensson Lars E.O., "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule", **IIES Seminar Paper**, No.646, August 1998
- Svensson Lars E.O., "Monetary Policy Issues for the Eurosystem", **IIES Seminar Paper**, No.667, May 1999
- Svensson Lars E.O., "What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules", **Journal of Economic Literature**, vol.41, No.2, June 2003
- Svensson Lars E.O., "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", **European Economic Review**, vol 41 no.6, June 1997
- Svensson Lars E.O., "Inflation Targeting: Should it be Modeled as an Instrument Rule or a Targeting Rule?", **NBER Working Paper** No.8925, May 2002
- Svensson Lars E.O., "Inflation Targeting: Some Extensions", **Scandinavian Journal of Economics**, vol.101 No.3, September 1999
- Svensson Lars E.O., "Monetary Policy and Real Stabilization", iç. **Rethinking Stabilization Policy**
- Şıklar İlyas, **Enflasyon Hedeflemesi ve Para Talebinin Rolü**, Eskişehir:ESO Yay., No. 27, 1999
- T.C. Başbakanlık, **TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı**, 14. 04. 2001.
- Tanner Evan, "Fiscal Rules and Countercyclical Policy: Frank Ramsey Meets Gram Rudman-Hollings", **IMF Working Paper** No. 220, November 2003
- Tarkka J. and D. Mayes, "The Value of Publishing Official Central Bank Forecasts", **Bank of Finland Discussion Paper** No. 22, 1999
- Tavlas George, "On the Exchange Rate as a Nominal Anchor: The Rise and Fall of the Credibility Hypothesis", **The Economic Record**, vol.76, No233, June 2000
- Taylor John B., "Alternative Views of the Monetary Transmission Mechanism: What Difference Do They Make for Monetary Policy", **Oxford Review of Economic Policy**, vol.16, No.4, Winter 2000
- Taylor John B., "Discretion versus Policy Rules in Practice", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, vol.39, December 1993
- Taylor John B., "How the Rational Expectations Revolution Has Changed Macroeconomic Policy Research", Lecture Presented at the **12th World Congress of the International Economic Association**, Argentina, August 24, 1999
- Taylor John B., "The Inflation/output Variability Trade off Revisited", iç. **Goals Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers**, Jeffrey C. Fuhrer (Ed.), FED of Boston Conference, June 1994
- Taylor John B., "The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the ECB", **Journal of Monetary Economics**, vol.43, No.3, June 1999

- Taylor John B., "Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies", iç. **Stabilization and Monetary Policy: The International Experience**, Banco de Mexico, 75th Anniversary Seminar, Mexico City, November 14-15 2000
- Taylor John B., "Low inflation, pass-through, and the pricing power of firms", **European Economic Review**, Volume 44, Issue 7, June 2000
- Taylor John, "Establishing Credibility: A Rational Expectations Viewpoint", **The American Economic Review**, vol.72, No.2, May 1982
- Taylor John, "How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long Run Price Stability-Conceptual Issues", iç. **Achieving Price Stability**
- TBMM, **Genel Kurul Tutanağı**, 21. Dönem 3. Yasama Yılı 90. Birleşim, 24. 04. 2001
- TCMB, "2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler", **Basın Duyurusu**, Sayı:2002-1, 02. 01. 2002 (www.tcmb.gov.tr, Erişim:03. 01. 2002)
- TCMB, "2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi", **Basın Duyurusu**, Sayı:2003-2, 03. 01. 2003 (www.tcmb.gov.tr, Erişim:03. 01. 2003)
- TCMB, "2004 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi", **Basın Duyurusu**, Sayı:2004-1, 02. 01. 2004 (www.tcmb.gov.tr, Erişim:02. 01. 2004)
- TCMB, "2005 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi", **Basın Duyurusu**, Sayı:2004-59, 20. 12. 2004 (www.tcmb.gov.tr, Erişim:23. 12. 2004)
- TCMB, "Enflasyon Sürecinin Temel Özellikleri, Ocak Ayı Enflasyonu ve İleriye Yönelik Bekleyişler", **Basın Duyurusu**, 06. 02. 2002 (www.tcmb.gov.tr, Erişim:07. 02. 2002)
- TCMB, **2001 Yılı Para Politikası Raporu**, 15. 05. 2001
- TCMB, **Ağustos Ayı Enflasyonu, Görünüm ve TCMB Faiz Oranları**, 08. 09. 2004 (www.tcmb.gov.tr, Erişim: 10. 09. 2004)
- TCMB, **Basın Duyurusu**, Sayı:2004-42, 19 Ağustos 2004 (www.tcmb.gov.tr, Erişim: 20. 08. 2004)
- TCMB, **Basın Duyurusu**, Sayı:45, 27. 08. 2001 (www.tcmb.gov.tr, Erişim:19. 08. 2001)
- TCMB, **Basın Duyurusu**, Sayı:8, 22. 02. 2001 (www.tcmb.gov.tr, Erişim:23. 02. 2001)
- TCMB, **Çekirdek Enflasyon Teknik Komite Çalışma Raporu**, Araştırma Genel Müdürlüğü Yayın No. 2001/1, Ankara:TCMB, Mayıs 2001
- TCMB, **Ekonomik Görünüm**, Ekim 2004
- TCMB, **Ekonomik Görünüm**, Mart 2005
- TCMB, **Ekonomik Görünüm**, Nisan 2005
- TCMB, **Inflation Targeting Experiences**, Ankara: TCMB Conference, October 19-20, 2000
- TCMB, **Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerindeki TCMB Likidite Yönetimi ve Döviz İşlemlerine İlişkin Bilgi Notu**, 31. 07. 2003 (www.tcmb.gov.tr, Erişim:01. 08. 2003)
- TCMB, **Para Politikası Raporu**, Ekim 2003
- TCMB, **Para Politikası Raporu**, 2004-I
- TCMB, **Para Politikası Raporu**, 2004-II
- TCMB, **Para Politikası Raporu**, 2004-IV
- TCMB, **Para Politikası Raporu**, 2005-I
- TCMB, **Para Politikası Uygulamaları Makroekonomik Görünüm ve Bekleyişler**, Ankara, Ocak 2003
- TCMB, **Yıllık Rapor**, 1998
- TCMB, **Yıllık Rapor**, 2001
- TCMB, **Yıllık Rapor**, 2004
- Telatar E., F. Telatar and R. A. Ratti, "On The Predictive Power of Short Term Interest Rates for Future Inflation Changes in the Presence of Political Instability:The Turkish Economy", **Journal of Policy Modelling**, Vol. 25 Issue 9, December 2003

- Telatar Erdiñç ve F. Telatar, "Türkiye'de Enflasyon-Tahmin Hedeflemesi:Sabit ve Değişken Katsayılı Markov Değişimli Varyans Modellerinin Performans Karşılaştırması", **İktisat İşletme Finans**, Sayı:189, Aralık 2001
- Telatar Erdiñç, "İstikrar Programlarında Nominal Çapa Seçimi ve Uygulama Sonuçları", **Hacettepe Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 18, Sayı2, 2000
- Telatar Erdiñç, "Para Arzı Reaksiyon Fonksiyonunun Değişken Katsayılı-Değişken Varyans Modeli ile Tahmini", **Hacettepe Üniv. İ.İ.B.F. Dergisi**, Cilt 19, sayı2, 2002
- Telatar Erdiñç, "Türkiye'de İktisat Politikası Rejiminin Ampirik Olarak Belirlenmesi", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı: 198, Eylül 2002
- Telatar Erdiñç, **Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin?**, Ankara: İmaj Yayıncılık, 2002
- Thorbecke Willem, " A Dual Mandate for the Federal Reserve, The Pursuit of the Price Stability and Full Employment", **The Levy Economics Institute, Public Policy Brief** No.60, 2000
- Thorbecke Willem, "Inflation Targeting and the Natural Rate of Unemployment", **The Levy Economics Institute, Policy Note**, 2004/1
- Tobin James, "Monetary Policy: Recent Theory and Practice", **Cowles Foundation Discussion Paper**, no.1187, 1998
- Togan Sübidey and Hasan Ersel, "Foreign Exchange Regime, the Real Exchange Rate and Current Account Sustainability", **ZEI Working Paper** No. B17, 2004
- Togan Sübidey, E. Başçı ve M. Yülek, "Türkiye'de Paranın Dolanım Hızı Fonksiyonu", **III. İzmir İktisat Kongresi Mali Yapı ve Mali Piyasalar**, Cilt 4 Ankara:DPT Yay., 1993
- Tommasi Mariano, "On High Inflation and the Allocation of Resources", **Journal of Monetary Economics**, vol.44, Issue3, December 1999
- Torre Augustode la, E. L. Yeyati and S. L. Schmukler, "Financial Globalization:Unequal Blesings", **International Finance**, Vol. 5 No. 3, November 2002
- Truman Edwin M., **Inflation Targeting**, Washington: Institute of International Economics, October 2003
- Türel Oktar, "Döviz Kuru, Cari Açık ve Reel Ekonomi", **Tartışmalı Toplantı** No. 2004/3, TEK, 2004
- Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı(GEGP), (www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko_program/program.pdf, Erişim: 25. 08. 2001)
- Unay Cafer, **Makro Ekonomi**, genişletilmiş ve yenilenmiş 7. baskı, Bursa:VİPAŞ Yayın No. 13, 1999
- Us Vuslat, "Inflation Dynamics and Monetary Policy Strategy: Some Prospects for the Turkish Economy" **Journal of Policy Modelling**, vol. 26 Issue 8-9, December 2004
- Usta Bülent, "Enflasyon Hedeflemesi, Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye", **Uzmanlık Tezi**, Ankara:TCMB, 2003
- Uygur E. ve İ. Cıvırcı(Ed.), **GAP Bölgesinde Dış Ticaret ve Tarım**, Ankara:Türkiye Ekonomi Kurumu, 2004
- Uygur Ercan, "Enflasyon, Para ve Mali Baskı:İktisat Politikasında Geri Kalmışlık", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:189, Aralık 2001
- Uygur Ercan, "Enflasyonun Dinamiği ve İstikrar", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:211, Ekim 2003
- Uygur Ercan, "Financial Liberalization and Economic Performance in Turkey", iç. **Financial Liberalization in Turkey**, Yaman Aşıkoğlu and Hasan Ersel(Eds.), Proceedings of a Conference held in Washington, December 28-30, 1990
- Uygur Ercan, "Finansal Şişkinlik, Riskler ve Düzeltme Gereği:Makroekonomik Yansımalar", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:202, Ocak 2003
- Uygur Ercan, "Kriz: Nereden Nereye?", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:194, Mayıs 2002
- Uygur Ercan, "Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri", **TEK Tartışma Metni**, No. 2001/1, Nisan 2001
- Uygur Ercan, "Price, Output and Investment Decisions of Firms: An Explanation of Inflation and Growth in Turkish Industry", iç. **Price Dynamics**

- Uygur Ercan, "Türkiye Ekonomisinde İstikrar:Bugünü ve Yarını", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:205, Nisan 2003
- Uygur Ercan, "Türkiye'de Cari Açık Tartışması", iç. **GAP Bölgesinde Dış Ticaret ve Tarım**, (Ed. E. Uygur ve İ. Cıvırcı), Ankara:Türkiye Ekonomi Kurumu, 2004
- Üçer M. (Ed.), **Macroeconomic Analysis of Turkey:Essays on Current Issues**,Ankara:TCMB, 1998
- Velasco Andres, "Exchange Rate Policies for Developing Countries: What Have Learned? What Do We Still Not Know?", **UNCTAD G24**, Discussion Paper Series, No.5, June 2000
- Vinals Jose, "Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment", iç. **Why Price Stability**, First ECB Central Banking Conference, ECB, November 2001
- Voyvoda Ebru and Erinç Yeldan, "IMF Programmes, Fiscal Policy and Growth: Investigation of Macroeconomic Alternatives in an OLG Model of Growth for Turkey", **Comparative Economic Studies**, vol. 47 No. 1, March 2005
- Wagner Helmut, "Gobalization and Financial İnstability:Challenges for Exchange Rate and Monetary Policy", **Fern Universitat Hagen Diskussionbeitrage** No. 347, April 2003
- Walsh Carl, "Implications of a Changing Economic Structure for the Strategy of Monetary Policy", iç. **Rethinking Stabilization Policy**, A Symposium held by FED of Kansas, August 28-30 2003
- Williamson John, **Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option**, Washington: Institute of International Economics, 2000
- Winkler Bernhard, "Which Kind of Transparency: On the Need for Clarity in Monetary Policy Making", **ECB Working Paper**, No.26, August 2000
- Wolman Alexander I., "A Primer on Optimal Monetary Policy with Staggered Price Setting", **FED of Richmond Economic Quarterly**, Fall 2001
- Woodford Michael, "Commentary: How Should Monetary Policy Conducted in an Era of Price Stability?" iç. **New Challenges for Monetary Policy**, A Symposium sponsored by the FED of Kansas City, August 26-28 1999
- Woodford Michael, "Revolution and Evolution in Twentieth Century Macroeconomics", **Paper prepared for the conference on Frontiers of the Mind in the Twentieth Century**, Washington, June 14-18, 1999
- Woodford Michael, "Control of the Public Debt: A Requirements for Price Stability", **NBER Working Paper** No. 5684, July 1996
- Woodford Michael, "Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy", iç. **Inflation Targeting: Prospects and Problems**
- Woodford Michael,"Fiscal Requirements for Price Stability", **NBER Working Paper** No. 8072, January 2001
- Wu T.Y., "Does Inflation Targeting Reduce Inflation? An Analysis for the OECD Industrial Countries",**Banco Central do Brasil Working Paper**, No.83 May 2004
- Wyplosz Charles, "Do We Know How Low Should Inflation Be?", iç. **Why Price Stability**
- Wyplosz Charles, "The Strategy Review", Briefing Notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Second Quarter 2003, p.5. (www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/default_en.htm, 17.07.2003)
- Wyplosz Charles, "Fiscal Policy: Institutions vs. Rules", **HEI Working Paper** No. 03, 2002
- Yağcı İlker, "Choice of Exchange Rate Regimes for Developing Countries", **World Bank Africa Region Working Paper Series** No. 16, April 2001
- Yates Tony, "Monetary Policy and Zero Bound to Interest Rates: A Review", **ECB Working Paper Series**, No.190, October 2002
- Yeldan Erinç, "Merkez Bankasının Bağımsızlığı" **Cumhuriyet**, 16.03.2005
- Yeldan Erinç, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: İletişim Yay., 2001
- Yentürk Nurhan, "Türkiye Ekonomisi ve Kriz Geleneği", iç. **Körlerin Yürüyüşü Türkiye Ekonomisi ve 1990 Sonrası Krizler**, İstanbul: Bilgi Üniv. Yay., 2003

Yıldırım Kemal ve Doğan Karaman, **Makroekonomi** (3. basım) Eskişehir: Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayın No.145, 2003

Yılmaz Kamil, O. Cevdet Akçay ve C. Emre Alper, **Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri Işığında Türkiye Analizi**, TÜSİAD Yayın No. 2002-12, 2002

INTERNET ADRESLERİ

Banco Central de Chile, www.bcentral.cl
Banco Central do Brasil, www.bcb.gov.br
Banco de España, www.bde.es
Banco de la Republica Colombia, www.banrep.gov.co
Banco de Mexico, www.banxico.mx
Bangko Sentral ng Pilipinas, www.bsp.gov.ph
Bank Indonesia, www.bi.go.id
Bank of Canada - www.bankofcanada.ca
Bank of England, www.bankofengland.co.uk
Bank of Israel, www.bankisrael.gov.il
Bank of Japan, www.boj.or.jp
Bank of Korea, www.bok.or.kr
Board of Governors of the Federal Reserve System, www.newyorkfed.org
Central Bank of Hungary, www.mnb.hu
Central Bank of Iceland, www.sedlabanki.is
Ceska Narodni Banka, www.cnb.cz
Deutsche Bundesbank, www.bundesbank.de
European Central Bank, www.ecb.int
National Bank of Poland, www.nbp.pl
Norges Bank, www.norges-bank.no
Reserve Bank of Australia, www.rba.gov.au
Reserve Bank of New Zealand, www.rbnz.govt.nz
Schweizerische Nationalbank, www.snb.ch
South African Reserve Bank, www.resbank.co.za
Suomen Pankki, www.bof.fi
Sveriges Riksbank, www.riksbank.se
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, www.tcmb.gov.tr
www.bilkent.edu.tr/~faruk/
www.bagimsizsosyalbilimciler.org
www.bilkent.edu.tr/~yeldane/
www.die.gov.tr
www.dpt.gov.tr
www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/default_en.htm
www.hazine.gov.tr
www.house.gov/~jec
www.tek.org.tr

İÇİNDEKİLER

| Bölüm | Sayfa |
|--|------------|
| KISALTMALAR DİZİNİ | İV |
| ŞEKİLLER DİZİNİ | V |
| TABLolar DİZİNİ | Vİİ |
| GİRİŞ | 1 |
| I. BÖLÜM: PARA POLİTİKASI VE FİYAT İSTİKRARI | 10 |
| A. Para Politikasının Nihai Amacı Olarak Fiyat İstikrarı: Teorik Açıklamalar..... | 11 |
| 1. Kurala Göre-İhtiyari Politikalar Tartışması ve Para Politikasının Gücü | 12 |
| 2. Keynesgil İktisat Politikalarının Gözden Düşmesi..... | 17 |
| 3. Optimal Politikaların Dinamik-Zaman Tutarsızlığı ve Kredibilite Sorunu..... | 35 |
| 4. Enflasyonun Maliyetleri | 46 |
| B. Para Politikasının Birincil Amacı Olarak Fiyat İstikrarının Anlamı..... | 57 |
| 1. Sıfır Enflasyon-Pozitif Enflasyon Tartışması | 58 |
| 2. Fiyat Düzeyi Hedefi-Enflasyon Oranı Hedefi | 62 |
| II. BÖLÜM: PARA POLİTİKASININ ANALİZİ VE PARA POLİTİKASI HEDEFLEME STRATEJİLERİ | 65 |
| A. Para Politikası Uygulama Sürecine İlişkin Çerçeve | 67 |
| 1. Para Politikasının Analizi | 68 |
| 2. Para Politikası Faaliyet Süreçleri..... | 79 |
| 3. Para Politikası Kuralları: Kavramsal Çerçeve ve Tipoloji | 103 |
| 4. Para Politikası Hedefleme Stratejisi: Tanım ve Özellikleri | 117 |
| B. Para Politikası Hedefleme Stratejileri | 126 |
| 1. Hedefleme Stratejilerinin Oluşturulmasında Temel Eğilimler..... | 127 |
| 2. Hedefleme Stratejilerinin Sınıflandırılması..... | 129 |
| III. BÖLÜM: ENFLASYON HEDEFLEMESİ: TEORİK YAPI, OPERASYONEL DİZAYNI VE STRATEJİK GEREKLİLİKLERİ | 175 |
| A. Para Politikasının Temel Prensipleri ve Enflasyon Hedeflemesi | 176 |
| B. Enflasyon Hedeflemesi: Kavramsal Çerçeve ve Teorik Yapı..... | 181 |
| 1. Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı ve Para Politikasındaki Yeri | 182 |
| 2. Enflasyon Hedeflemesi Modeli..... | 196 |

| | |
|--|------------|
| 3. Enflasyon Hedeflemesi ve Para Politikası Kuralları | 230 |
| C. Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Dizaynı ve Para Politikasının Yürütülmesi | 235 |
| 1. Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Dizaynı | 236 |
| 2. Enflasyon Hedeflemesi ve Para Politikasının Yürütülmesi..... | 252 |
| D. Enflasyon Hedeflemesinin Stratejik Gereklikleri | 281 |
| 1. Yasal Çerçeve, Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik..... | 282 |
| 2. Makroekonomik İstikrar | 290 |
| 3. Finansal İstikrar ve Gelişmiş Banka-Finans Kesimi | 300 |
| 4. Merkez Bankasının Kurumsal ve Teknik Yeterliliği | 303 |
| IV. BÖLÜM: ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAYAN ÜLKELER VE UYGULAMALARI..... | 306 |
| A. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Kategorizasyonu ve Ülke Uygulamaları | 307 |
| 1. Enflasyon Hedeflemesinin Adaptasyonu ve Ülkelerin Kategorizasyonu | 310 |
| 2. Ülke Uygulamalarının Temel Özellikleri | 323 |
| B. Enflasyon Hedeflemesinin Makroekonomik Performansı | 344 |
| 1. Enflasyon Hedeflemesinin Başarısı Aleyhine Argümanlar | 346 |
| 2. Enflasyon Hedeflemesinin Makroekonomik Performansı | 348 |
| 3. Ülke Uygulamaları ile İlgili Biçimsel Olgular | 355 |
| C. Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesinin Uygulanabilirliği..... | 358 |
| 1. Makroekonomik Politika Ortamının Karakteristikleri..... | 360 |
| 2. Sürdürülebilirlik Sorunu ve Politika Amaçlarında Çatışma | 374 |
| V. BÖLÜM: ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN TÜRKİYE’DE UYGULANABİLİRLİĞİ | 389 |
| A. Türkiye Ekonomisi’nde Makroekonomik Uyum Süreci ve Enflasyon Dinamikleri | 390 |
| 1. Makroekonomik Uyum Sürecinin Temel Aşamaları..... | 391 |
| 2. Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri | 397 |
| 3. Politika Tercihleri ve Enflasyonist Süreç..... | 412 |
| B. Türkiye’de Uygulanan Para Politikası Hedefleme Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi Tercihine Geçiş Süreci..... | 423 |
| 1. Uygulanan Para Politikası Hedefleme Stratejileri | 425 |
| 2. Enflasyon Hedeflemesi Tercihinin Oluşumu | 468 |

| | |
|--|------------|
| C. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Türkiye’de Uygulanabilirliği..... | 474 |
| 1. Tam Donanımlı Enflasyon Hedeflemesine Geçiş: Aşamalı Dezenflasyon ve Örtük Enflasyon Hedeflemesi | 475 |
| 2. Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Öncesi Kurumsal ve Teknik Hazırlıklar | 482 |
| 3. Makroekonomik İstikrarın Tesis Edilmesi..... | 498 |
| SONUÇ | 549 |
| KAYNAKLAR | 560 |

Tablo 8. Enflasyon Hedeflemesi Öncesi Nominal Çapa ve Enflasyon Hedeflemesine Geçişin Gerekçesi

| ÜLKELER | | Önceki Nominal Çapa | Enflasyon Hedeflemesine Geçişin Gerekçesi | | | |
|-------------------------|--------------|----------------------|---|----------------------------|---|---------------|
| | | | Genel olarak düşük makroekonomik performans | Döviz kuru istikrarsızlığı | Enflasyon beklentilerine yönelik çapa arayışı | EURO'ya geçiş |
| GELİŞMİŞ ÜLKELER | AVUSTRALYA | Döviz Kuru | X | | X | |
| | İNGİLTERE | Döviz Kuru | | X | | |
| | İSVEÇ | Döviz Kuru | | X | | |
| | İZLANDA | Döviz Kuru | | | | X |
| | KANADA | Döviz Kuru | | | X | |
| | NORVEÇ | Döviz Kuru | | | X | |
| | YENİ ZELANDA | - | X | | X | |
| GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER | BREZİLYA | Döviz Kuru | | X | X | |
| | ÇEK CUM. | Döviz Kuru-Para arzı | | X | | X |
| | FİLİPİNLER | Döviz Kuru-Para arzı | | | X | |
| | GÜNEY AFRİKA | Para arzı | | X | X | |
| | GÜNEY KORE | Para arzı | | X | X | |
| | İSRAİL | Döviz Kuru | | | X | |
| | KOLOMBİYA | Döviz Kuru | X | | X | X |
| | MACARİSTAN | Döviz Kuru | | X | X | |
| | MEKSİKA | Para arzı | | X | X | |
| | PERU | Para arzı | | | X | X |
| | POLONYA | Döviz Kuru | | X | | |
| | ŞİLİ | Döviz Kuru | X | | X | |
| | TAYLAND | Para arzı | X | | X | |

Kaynak : Thorarinn G. Petursson, "Formulation of Inflation Targeting Around the World", *Central Bank of Iceland Monetary Bulletin* , No.1 , 2004 , p. 62 , Carare et al. , p. 24, Schaechter and Stone , p.31 , Jonas and Mishkin, p.3 , Guy Debelle, "The Case for Inflation Targeting in East Asian Countries", *Future Directions for Monetary Policies in East Asia* (Eds. D.Gruen and J.Simon , Reserve Bank of Australia, 2001 , Mario I. Blejer, A.Ize , A.M. Leone and S.Werlang (Eds.), *Inflation Targeting in Practice : Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies* , Washington : IMF , 2000'den yararlanarak oluşturulmuştur.

Tablo 10. Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşen Enflasyon Oranlarına Göre Enflasyon Hedeflemesi Tipi* (E. Truman'ın Kategorizasyonuna göre)

| Ülke Adı | | Adaptasyon Tarihi | İlk hedef (%) | Hedefleme tarihindeki oran (%) | Hedefleme tarihine göre kategori | 12 ay sonraki oran (%) | 1990-2002 ortalama enflasyon oranına göre kategori | 2003 yıl sonu (%) | 2003 yıl sonuna göre kategori |
|-------------------------|---------------------|-------------------|---------------|--------------------------------|----------------------------------|------------------------|--|-------------------|-------------------------------|
| GELİŞMİŞ ÜLKELER | AVUSTRALYA | Haziran 1993 | 2-3 | 1.0 | A | 1.74 | A | 2.4 | A |
| | İNGİLTERE | Ekim 1992 | 1-4 | 3.7 | A | 1.35 | A | 2.6 | A |
| | İSVEÇ | Ocak 1993 | 2 (+/-1) | 2.3 | A | 1.70 | A | 1.4 | A |
| | İZLANDA | Mart 2001 | 2.5 (+1-1.5) | 5.2 | B | 8.72 | A | 2.0 | A |
| | KANADA | Şubat 1991 | 3-5 | 4.8 | A | 1.68 | A | 2.7 | A |
| | NORVEÇ | Mart 2001 | 2.5 (+/-1) | 3.1 | A | 1.10 | A | 1.4 | A |
| | YENİ ZELANDA | Aralık 1989 | 3-5 | 7.5 | B | 4.52 | A | 1.6 | A |
| ORTALAMA | | | 2.8 | 3.94 | | 2.71 | | 1.84 | |
| GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER | BREZİLYA | Haziran 1999 | 8 (+/-2) | 3.2 | A | 6.51 | C | 9.3 | B |
| | ÇEK CUM. | Aralık 1997 | 5.5-6.5 | 8.6 | B | 3.5 | B | 1.0 | A |
| | FİLİPİNLER | Ocak 2002 | 4.5-5.5 | 6.1 | B | 2.7 | B | 3.0 | A |
| | GÜNEY AFRİKA | Şubat 2000 | 3-6 | 5.2 | B | 7.77 | B | 0.3 | A |
| | GÜNEY KORE | Nisan 1998 | 9 (+/-1) | 4.4 | A | 1.46 | B | 3.5 | A |
| | İSRAİL ¹ | Haziran 1997 | 14-15 | 19.0 | C | 10.74 | B | 0.7 | A |
| | KOLOMBİYA | Ekim 1999 | 15 | 11.2 | C | 9.35 | C | 6.5 | B |
| | MACARİSTAN | Haziran 2001 | 7 (+/-1) | 9.8 | B | 4.87 | C | 5.7 | B |
| | MEKSİKA | Ocak 1999 | <=13 | 18.6 | B | 11.3 | C | 4.0 | B |
| | PERU ¹ | Ocak 2002 | 15-20 | 39.4 | C | 13.71 | C | 2.5 | A |
| | POLONYA | Ekim 1998 | <=9.5 | 11.7 | C | 8.82 | C | 1.7 | A |
| | ŞİLİ ¹ | Eylül 1999 | 15-20 | 26.0 | C | 19.47 | C | 1.1 | A |
| | TAYLAND | Mayıs 2000 | 0-3.5 | 0.3 | A | 2.47 | A | 1.8 | A |
| ORTALAMA | | | 9.87 | 12.57 | | 7.88 | | 3,16 | |

1. Erken Adaptasyon Tarihleri: İsrail: Aralık 1991, Peru: Ocak 1994, Şili: Eylül 1990

* A. Fiyat istikrarını sürdürebilmeyi-korumayı başaran ülkeler, B. Fiyat istikrarı ile uyumlu enflasyon hedefine yakınsayan ülkeler, C. Enflasyonu baskılayan ülkeler

Kaynak : Truman , p.69, Roger and Stone , pp.28-29 ve ilgili ülkelerin merkez bankası web sitelerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

Tablo 11. Enflasyon Hedeflemesi ve Yasal Çerçeve

| ÜLKELER | Para Politikasının Amacı | | | Bütçe Açıklarının Finansmanı | | |
|-------------------------|---------------------------------|--|--|---|---|---|
| | Tek amaç olarak fiyat istikrarı | Fiyat istikrarı amacı önceliğe sahip olmak üzere diğer amaçlar | Formel bir öncelik olmaksızın fiyat istikrarı ve diğer amaçlar | Merkez Bankası konumunda yasaklayıcı düzenleme | Merkez Bankası konumunda sınırlayıcı bir düzenleme | Herhangi bir düzenleme yok |
| GELİŞMİŞ ÜLKELER | YENİ ZELANDA | AVUSTRALYA İNGİLTERE İSVEÇ İZLANDA NORVEÇ | KANADA | İSVEÇ İZLANDA | KANADAN NORVEÇ | AVUSTRALYA İNGİLTERE YENİ ZELANDA |
| GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER | GÜNEY AFRİKA PERU | BREZİLYA ÇEK CUM. FİLİPİNLER GÜNEY KORE KOLOMBİYA MACARİSTAN MEKSİKA POLONYA ŞİLİ TAYLAND | İSRAİL ¹ | BREZİLYA ÇEK CUM. MACARİSTAN PERU POLONYA ŞİLİ | FİLİPİNLER GÜNEY AFRİKA GÜNEY KORE İSRAİL KOLOMBİYA MEKSİKA TAYLAND | |

1. İsrail Merkez Bankası yasası çalışmanın hazırlandığı tarihlerde yeniden gözden geçiriliyordu.

Kaynak : Petursson , p. 69 , Truman, p.60 , Carare et al., p.7, Schaechter and Stone , pp.43-44 ve ilgili ülkelerin merkez bankası web sitelerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

Tablo 12. Enflasyon Hedeflemesi ve Merkez Bankasının Bağımsızlığı

| ÜLKELER | Enstrüman Bağımsızlığı | | | Merkez Bankası Başkanının Görev Süresi |
|-------------------------|---|--|---|--|
| | Tam enstrüman bağımsız | Günlük politika uygulamalarından tam enstrüman bağımsız ancak istisnai koşullarda hükümetin müdahalesine ilişkin düzenleme | Hükümetin Merkez Bankasının politika kararlarını zorunlu onaylaması | |
| GELİŞMİŞ ÜLKELER | İSVEÇ İZLANDA | AVUSTRALYA İNGİLTERE KANADA YENİ ZELANDA | NORVEÇ | AVUSTRALYA-7 yıl İNGİLTERE-5 yıl İSVEÇ-5 yıl İZLANDA-7 yıl KANADA-7 yıl NORVEÇ-6 yıl YENİ ZELANDA-5 yıl |
| GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER | BREZİLYA ÇEK CUM. FİLİPİNLER GÜNEY AFRİKA İSRAİL KOLOMBİYA MACARİSTAN MEKSİKA PERU POLONYA | ŞİLİ TAYLAND | | BREZİLYA-5 yıl ÇEK CUM.-6 yıl FİLİPİNLER-6 yıl GÜNEY AFRİKA-5 yıl GÜNEY KORE-4 yıl İSRAİL-5 yıl KOLOMBİYA-4 yıl MACARİSTAN-6 yıl MEKSİKA-6 yıl PERU-5 yıl POLONYA-6 yıl ŞİLİ-5 yıl TAYLAND-3 yıl |

Kaynak : Petursson , p.69 , Truman , p.60 , Carare et al. , p.7 ve ilgili ülkelerin merkez bankası web sitelerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

Tablo 13. Enflasyon Hedefini Belirleme Yetkisi

| ÜLKELER | Merkez Bankası ile Hükümet Birlikte (ORTAK) | Merkez Bankası | | Hükümet | |
|-------------------------|---|--|----------------------------|---------------------|---|
| | | Doğrudan | Hükümete Danışarak | Doğrudan | Hükümete Danışarak |
| GELİŞMİŞ ÜLKELER | AVUSTRALYA İZLANDA KANADA YENİ ZELANDA | İSVEÇ | | İNGİLTERE NORVEÇ | |
| GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER | KOLOMBİYA | ÇEK CUM. GÜNEY AFRİKA MEKSİKA POLONYA | MACARİSTAN PERU ŞİLİ | | BREZİLYA FİLİPİNLER GÜNEY KÖRE İSRAİL TAYLAND |

Kaynak : Petursson , p.69, Schaechter and Stone , pp.43-44 ve ilgili ülkelerin merkez bankası web sitelerinden yararlanarak oluşturulmuştur

Tablo 14. Enflasyon Hedefinin Formülasyonu

| ÜLKELER | Hedefin Zaman Ufku | Hedefin Ölçüsü | Nokta Hedefi (%) | Hedef Bandı (Aralığı) (%) | Hedefin Gözden Geçirilmesi | Kaçış Koşulu | |
|-------------------------|--------------------|---|------------------|--|---|-------------------|-----|
| GELİŞMİŞ ÜLKELER | AVUSTRALYA | Konjonktür devresine göre | TÜFE | - | 2-3 | - | Yok |
| | İNGİLTERE | Açık-tanımlanmamış | TÜFE | Yok (1992-1996) 2.5 (1996-2002) 2.0 (2003-) | 1-4 (1992-1996) +/-1 (1996-...) | Yılda1 kez | Yok |
| | İSVEÇ | Açık-tanımlanmamış | TÜFE | 2.0 (1995-) | +/-1 | - | Yok |
| | İZLANDA | Çoklu yıl (2001-2003) Açık-tanımlanmamış | TÜFE | 2.5 (2003-) | +/-1.5 | - | Yok |
| | KANADA | Yıllık-Çoklu yıl (1991-1994) Açık-tanımlanmamış (1995-...) | TÜFE | 2.0 | 1-3 | 2006 yılında | Yok |
| | NORVEÇ | Açık-tanımlanmamış | TÜFE | 2.5 | +/-1 | - | Yok |
| | YENİ ZELANDA | Yıllık-Çoklu yıl (1990-1992) Açık-tanımlanmamış (1992-2002) Konjonktür devresine göre (2003-...) | TÜFE | - | 3-5 (1990-1992) 0-2 (1992-1996) 0-3 (1997-2001) 1-3 (2002-) | Düzenli | Var |
| GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER | BREZİLYA | Yıllık-Çoklu yıl | TÜFE | 4.0 (2003) 3.75 (2004) | +/-2.0 (1999-2002) +/-2.5 (2003-) | Yılda1 kez | Yok |
| | ÇEK CUM. | Yıllık-Çoklu yıl | TÜFE | 4.5 (1998) 2.0 (2005) | +/-1.0 | 2001'den beri yok | Var |
| | FİLİPİNLER | Yıllık | TÜFE | - | 4.5-5.5 | Yılda1 kez | Var |
| | GÜNEY AFRİKA | Yıllık-Orta vadeli | TÜFE (çekirdek) | - | 3-6 (2002-2003) 3-5 (2004-2005) | Yılda1 kez | Var |
| | GÜNEY KORE | Yıllık-Orta vadeli | TÜFE (çekirdek) | 3.0 (2003) Orta vade 2.5 (2001-2002) | +/-1.0 Orta vade 2.5-3.5 (2003-) | Yılda1 kez | Yok |
| | İSRAİL | Yıllık (1997-2003) Açık-tanımlanmamış (2003-) | TÜFE | - | 1-3 (2003-) | 2002'den beri yok | Yok |
| | KOLOMBİYA | Yıllık (1999-2001) Yıllık-uzun vadeli (2002-) | TÜFE | 5.5 (2003) 3.0 (uzun vadeli) | 5-6 (2003-) | Yılda1 kez | Yok |
| | MACARİSTAN | Yıllık-uzun vadeli | TÜFE | 3.0 (2003) | +/-1.0 | - | Yok |
| | MEKSİKA | Yıllık (2001-2002) Yıllık-uzun vadeli (2003-) | TÜFE | 2.5 | +/-1 (2003) | Yılda1 kez | Yok |
| | PERU | Açık-tanımlanmamış | TÜFE | 4'ün altında (1999-2002) 3.0 (2003) 2.5 (2004-) | +/-1 | - | Yok |
| | POLONYA | Yıllık orta vadeli (1999-2003) Açık tanımlanmamış (2004-) | TÜFE | 3.0 | Değişken (1999-2001) +/-1 (2002-) | Yılda1 kez | Var |
| | ŞİLİ | Yıllık (1999-2000) Açık-tanımlanmamış (2001-) | TÜFE | - | 2-4 | 1999'dan beri yok | Yok |
| | TAYLAND | Açık-tanımlanmamış | TÜFE (çekirdek) | | 0-3.5 | - | Yok |

Kaynak : Petursson , p.71 , Roger and Stone, pp.28-29 , Schaechter and Stone , pp.43-44, Schmidt-Hebbel and Tapia, pp.26-28 ve ilgili ülkelerin merkez bankası web sitelerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

Tablo 15. Merkez Bankalarının Karar Mekanizması

| ÜLKELER | | Karar Alma Organı | Üye Sayısı | | Toplantı Sıklığı | Karar Alma Şekli |
|-------------------------|------------------------|------------------------|------------|---------------|--------------------|--------------------|
| | | | İç | Dış | | |
| GELİŞMİŞ ÜLKELER | AVUSTRALYA | Para Politikası Kurulu | 3 | 6 | Aylık | Konsensüs ile |
| | İNGİLTERE | Para Politikası Kurulu | 5 | 4 | Aylık | Oylama ile |
| | İSVEÇ | İcra Kurulu | 6 | 0 | Yılda 8 kez | Oylama ile |
| | İZLANDA | Banka Yönetim Kurulu | 3 | 0 | Aylık | Oylama ile |
| | KANADA | Para Politikası Kurulu | 7 | | 6 haftada bir | Konsensüs ile |
| | NORVEÇ | İcra Kurulu | 2 | 4-6 | 6 haftada bir | Konsensüs ile |
| | YENİ ZELANDA | Başkan | 9 | | Yılda 8 kez | Başkan karar verir |
| GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER | BREZİLYA | İcra Kurulu | 8 | 0 | Aylık | Oylama ile |
| | ÇEK CUM. | Banka Yönetim Kurulu | 7 | 0 | Aylık | Oylama ile |
| | FİLİPİNLER | Para Politikası Kurulu | 3 | 5 | Aylık | Oylama ile |
| | GÜNEY AFRIKA | Para Politikası Kurulu | 3 | 0 | Yılda 8 kez | Oylama ile |
| | GÜNEY KORE | Para Politikası Kurulu | 1 | 6 | Aylık | Oylama / Konsensüs |
| | İSRAİL | Başkan | 11 | | Aylık | Başkan karar verir |
| | KOLOMBİYA | Banka Yönetim Kurulu | 6 | 1 | Aylık | Oylama ile |
| | MACARİSTAN | Para Politikası Kurulu | 4-6 | 1-3 | Aylık | Oylama ile |
| | MEKSİKA | Banka Yönetim Kurulu | 5 | 0 | Günlük | Oylama ile |
| | PERU | Banka Yönetim Kurulu | 1 | 6 | Aylık | Oylama ile |
| | POLONYA | Para Politikası Kurulu | 1 | 9 | Aylık | Oylama ile |
| | ŞİLİ | İcra Kurulu | 2 | 3 | Aylık | Oylama ile |
| TAYLAND | Para Politikası Kurulu | 3 | 4 | 6 haftada bir | Oylama / Konsensüs | |

Kaynak : Schmidt-Hebbel and Tapia , p.60 , Roger and Stone, p.30 , Schaechter and Stone , pp.34-35 , A.Fracasso , H.Genberg and C.Wyplosz, “How Do Central Banks Write? An Evaluation of Inflation Reports by Inflation Targeting Central Banks”, *Geneva Reports on the World Economy Special Report* No.2, International Center for Monetary and Banking Studies, 2003 , pp.2-3 ve ilgili ülkelerin merkez bankası web sitelerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

Tablo 16. Temel Politika Enstrümanı ve Döviz Kuru Rejimi

| ÜLKELER | | Temel Politika Enstrümanı | | | Açık Piyasa İşlemleri | | Döviz Kuru | | | | | |
|-------------------------|--------------|---------------------------|------------------------|----------------------------------|-----------------------|-------------|-------------------------|--------------------------------------|------------|-----------------------------|-------------------|----------------------|
| | | Gecelik Faiz Oranı | Kısa Vadeli Faiz Oranı | Bankacılık Sistemindeki Likidite | Repo | Tahvil/Bono | Kur Rejimi ¹ | Müdahalenin Gerekçeleri | | | | |
| | | | | | | | | Enflasyon Hedefini Tehlikeye Düşmesi | Volatilite | Olağanüstü Piyasa Koşulları | Rezerv Biriktirme | Kur Hedefini Savunma |
| GELİŞMİŞ ÜLKELER | AVUSTRALYA | x | - | - | X | - | Esnek-dalgalı | - | X | X | - | - |
| | İNGİLTERE | - | x | - | X | - | Esnek-dalgalı | X | - | - | - | - |
| | İSVEÇ | - | x | - | X | - | Esnek-dalgalı | X | - | - | - | - |
| | İZLANDA | - | x | - | X | - | Esnek-dalgalı | - | - | X | X | - |
| | KANADA | x | - | - | - | - | Esnek-dalgalı | X | - | X | - | - |
| | NORVEÇ | x | - | - | - | X | Esnek-dalgalı | - | - | X | - | - |
| | YENİ ZELANDA | x | - | - | X | - | Esnek-dalgalı | X | - | X | - | - |
| GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER | BREZİLYA | x | - | - | - | X | Esnek-dalgalı | - | - | X | - | - |
| | ÇEK CUM. | - | x | - | X | - | Esnek-dalgalı | - | X | - | - | - |
| | FİLİPİNLER | - | - | x | X | - | Esnek-dalgalı | - | - | - | - | - |
| | GÜNEY AFRİKA | x | - | - | - | X | Esnek-dalgalı | - | - | - | X | - |
| | GÜNEY KORE | x | - | - | - | X | Esnek-dalgalı | - | - | - | - | - |
| | İSRAİL | - | x | - | - | X | Band ² | - | - | - | - | X |
| | KOLOMBİYA | x | - | - | X | - | Esnek-dalgalı | - | - | - | X | - |
| | MACARİSTAN | - | x | - | - | X | Band | - | - | - | - | X |
| | MEKSİKA | - | - | x | - | X | Esnek-dalgalı | - | - | - | - | - |
| | PERU | - | - | x | X | - | Esnek-dalgalı | - | - | - | - | - |
| | POLONYA | - | x | - | - | X | Esnek-dalgalı | - | - | - | - | - |
| | ŞİLİ | x | - | - | - | X | Esnek-dalgalı | - | - | X | - | - |
| | TAYLAND | - | x | - | X | - | Esnek-dalgalı | - | - | - | - | - |

1. Döviz kuru rejimleri IMF'nin WEO periyodüğinden hareketle ülkelerin kendi tanımlamaları (de jure) itibariyle oluşturulmuştur.

2. İsrail , kur rejimini belirli bir band içerisinde dalgalanan bir sepet değeri üzerinden tanımlamakta ve sepetin değerini düzenli olarak gözden geçirmektedir.

Kaynak : Petrusson , p. 77 , Carare et al. , p.24 , Schaechter and Stone , pp.43-44 , IMF , *World Economic Outlook* , September 2004 , p. 91 ve ilgili ülkelerin merkez bankası web sitelerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

Tablo 17. Enflasyon Hedeflemesi ve Şeffaflık-İletişim Prosedürleri

| ÜLKELER | Enflasyon Raporu | | Para Politikası Kurulu Toplantıları | | | | Diğer İletişim Araçları | | | |
|-------------------------|------------------|-------------------|-------------------------------------|--|----------------------|-------------------|-------------------------|---------------------|---------------------|------|
| | İlk Yayın Tarihi | Yayınlama Sıklığı | Duyuru Şekli ¹ | Alınan Politika Kararlarının Duyurulması | Toplantı Tutanakları | | Web Sitesi | Araştırma Yayınları | Konuşma ve Sunumlar | |
| | | | | | Yayın | Yayınlanma Zamanı | | | | |
| GELİŞMİŞ ÜLKELER | AVUSTRALYA | Mayıs 1997 | Yılda 4 kez | a | Ertesi gün | Hayır | - | Evet | Evet | Evet |
| | İNGİLTERE | Mart 1993 | Yılda 4 kez | b | Hemen | Evet | 2 hafta sonra | Evet | Evet | Evet |
| | İSVEÇ | Ekim 1993 | Yılda 4 kez | a | Ertesi gün | Evet | 2 hafta sonra | Evet | Evet | Evet |
| | İZLANDA | Kasım 1999 | Yılda 4 kez | - | - | Hayır | - | Evet | Evet | Evet |
| | KANADA | Mayıs 1995 | 6 ayda bir | a | Hemen | Hayır | - | Evet | Evet | Evet |
| | NORVEÇ | Mart 1996 | 4 ayda bir | a | 1.5 saat sonra | Hayır | - | Evet | Evet | Evet |
| | YENİ ZELANDA | Nisan 1990 | Yılda 4 kez | c | Hemen | Hayır | - | Evet | Evet | Evet |
| GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER | BREZİLYA | Temmuz 1999 | Yılda 4 kez | a | Hemen | Evet | 8 hafta sonra | Evet | Evet | Evet |
| | ÇEK CUM. | Nisan 1998 | Yılda 4 kez | b | Hemen | Evet | 11 hafta sonra | Evet | Evet | Evet |
| | FİLİPİNLER | Eylül 2001 | Yılda 4 kez | a | Hemen | Hayır | - | Evet | Evet | Evet |
| | GÜNEY AFRİKA | Mart 2001 | 6 ayda bir | a | 2 saat sonra | Hayır | - | Evet | Evet | Evet |
| | GÜNEY KORE | Ekim 1998 | 6 ayda bir | b | Hemen | Evet | 3 ay sonra | Evet | Evet | Evet |
| | İSRAİL | Şubat 1998 | 6 ayda bir | b | Hemen | Hayır | - | Evet | Evet | Evet |
| | KOLOMBİYA | Ocak 1999 | Yılda 4 kez | a | Hemen | Hayır | - | Evet | Evet | Evet |
| | MACARİSTAN | Kasım 1998 | Yılda 4 kez | a | Aynı gün | Hayır | - | Evet | Evet | Evet |
| | MEKSİKA | Mart 1999 | Yılda 4 kez | a | Hemen | Hayır | - | Evet | Evet | Evet |
| | PERU | Ocak 2000 | 4 ayda bir | a | Hemen | Hayır | - | Evet | Evet | Evet |
| | POLONYA | Haziran 1999 | Yılda 4 kez | b | 2 saat sonra | Evet | 6 hafta sonra | Evet | Evet | Evet |
| | ŞİLİ | Mayıs 2000 | 4 ayda bir | a | Hemen | Evet | 12 hafta sonra | Evet | Evet | Evet |
| | TAYLAND | Temmuz 2000 | Yılda 4 kez | b | 3 saat sonra | Hayır | - | Evet | Evet | Evet |

1. a: Basın duyurusu ve web sitesi, b: Basın konferansı ve web sitesi, c: Başkanın konuşması ve web sitesi

Kaynak : Schmidt-Hebbel and Tapia , pp.56-58 , Roger and Stone , p.30 , Schaechter and Stone , pp.34-35 , Fracasso et al. pp.11-17 , Carare et al. , p.10 , Truman , p.67 ve ilgili ülkelerin merkez bankası web sitelerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

Tablo 18. Enflasyon Raporunun İçeriği ve Enflasyon Tahmini

| ÜLKELER | Enflasyon Raporunun İçeriği | | | | | | | | Enflasyon Tahmini ve Görünümü | | | |
|-------------------------|-----------------------------|-------------------------|--------------------------|---------------------------------|-----------------------|------------------------------|----------------------|------------|-------------------------------|----------------------|------------------------------|--------------------------------|
| | Geçmiş Enflasyonun Analizi | Faiz Oranı Projeksiyonu | Tahminler | | | | Üretim Açığı Tahmini | Zaman Ufku | Yelpaze Haritası | Faiz Oranı Varsayımı | Döviz Kuru Varsayımı | |
| | | | Enflasyon Tahmini Tahmin | Enflasyon Tahmini Güven Aralığı | Büyüme Tahmini Tahmin | Büyüme Tahmini Güven Aralığı | | | | | | |
| GELİŞMİŞ ÜLKELER | AVUSTRALYA | Evet | Hayır | Evet | Hayır | Hayır | - | Hayır | Yok | Hayır | - | - |
| | İNGİLTERE | Evet | Hayır | Evet | Evet | Evet | Evet | Hayır | Hedefte sapma olduktan sonra | Evet | piyasa bekleyişlerine dayalı | faiz oranı paritesine göre |
| | İSVEÇ | Evet | Hayır | Evet | Evet | Evet | Hayır | Hayır | 4-8 çeyrek | Evet | sabit | içsel |
| | İZLANDA | Evet | Hayır | Evet | Evet | Evet | Hayır | Evet | Hedefte sapma olduktan sonra | Hayır | sabit | sabit |
| | KANADA | Evet | Hayır | Evet | Hayır | Evet | Hayır | Hayır | 6-8 çeyrek | Hayır | - | - |
| | NORVEÇ | Evet | Evet | Evet | Evet | Evet | Evet | Evet | 4-12 çeyrek | Evet | piyasa bekleyişlerine dayalı | piyasa bekleyişlerine dayalı |
| | YENİ ZELANDA | Evet | Evet | Evet | Hayır | Evet | Hayır | Evet | 6-8 çeyrek | Hayır | içsel | içsel |
| GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER | BREZİLYA | Evet | Hayır | Evet | Evet | Evet | Evet | Hayır | Hedefte sapma olduktan sonra | Evet | sabit | sabit |
| | ÇEK CUM. | Evet | Hayır | Evet | Evet | Evet | Evet | Hayır | Yok | Hayır | içsel | içsel |
| | FİLİPİNLER | Evet | Hayır | Evet | Evet | Hayır | - | Hayır | Hedefte sapma olduktan sonra | Evet | sabit | satınalma gücü paritesine göre |
| | GÜNEY AFRİKA | Evet | Hayır | Evet | Evet | Hayır | - | Hayır | Yok | Evet | sabit | - |
| | GÜNEY KORE | Evet | Hayır | Evet | Evet | Evet | Hayır | Hayır | Yok | - | sabit | - |
| | İSRAİL | Evet | Hayır | Hayır | - | Evet | - | Hayır | Hedefte sapma olduktan sonra | - | - | - |
| | KOLOMBİYA | Evet | Hayır | Evet | Evet | Hayır | Hayır | | Yok | Evet | içsel | içsel |
| | MACARİSTAN | Evet | Hayır | Evet | Evet | Evet | Hayır | Hayır | Yok | Evet | sabit | sabit |
| | MEKSİKA | Evet | Hayır | Evet | Hayır | Evet | Hayır | Hayır | Yok | Hayır | - | - |
| | PERU | Evet | Hayır | Evet | Evet | Evet | Hayır | Hayır | Yok | Evet | sabit | - |
| | POLONYA | Evet | Hayır | Evet | Evet | Hayır | Hayır | Hayır | Yok | Evet | sabit | piyasa bekleyişlerine dayalı |
| | ŞİLİ | Evet | Hayır | Evet | Evet | Evet | Evet | Hayır | 8 çeyrek | Evet | sabit | |
| TAYLAND | Evet | Hayır | Evet | Evet | Evet | Evet | Hayır | Yok | Evet | sabit | içsel | |

Kaynak : Schmidt-Hebbel and Tapia , pp.56-58 , Roger and Stone, p.32 , Fracasso et al. pp.19 , Mishkin , “Can Central Bank Transparency ...”, p.30 , E.Leeper, “An Inflation Reports Report”, *Sveriges Riksbank Economic Review*, Vol.3 , 2003 , pp.94-113 , Petursson, p.75 ve ilgili ülkelerin yayınlamış oldukları farklı yıllara ait enflasyon raporları merkez bankası web sitelerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

Tablo 21.a. Enflasyon Hedeflemesinin Performansı: Lehte Görüşler

| Yazar, Yıl | Ülkeler* | | Kullanılan Değişkenler | Sonuç |
|---|---|---|---|--|
| | a | b | | |
| J. Ammer ve R.T. Freeman (1995) | İngiltere, Kanada, Yeni Zelanda | | fiyat düzeyi, reel GSYİH büyümesi, faiz oranı | Enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle, enflasyon oranlarında düşüşler sağlanmıştır. Reel GSYİH, Yeni Zelanda ve İngiltere'de rejim değişikliğinin ardından düşmüş daha sonra tekrar yükselmiş geçmiş Kanada'da ise düşük düzeylerde seyretmiştir. |
| R. T. Freeman ve J. L. Willis (1995) | İngiltere, Kanada, Yeni Zelanda | | faiz oranı | Enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle, para politikasının kredibilitésinin arttığının bir göstergesi olarak uzun vadeli faiz oranlarında düşüşler yaşanmıştır. |
| G. Debelle (1997) | Avustralya, İngiltere, İsveç, Yeni Zelanda (Finlandiya, İspanya) | | enflasyon oranı, uzun vadeli tahvil getiri oranı | Enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle enflasyon oranlarında ve uzun vadeli tahvil faiz oranlarında düşüşler yaşanmıştır. Enflasyon oranlarındaki azalma 1990'lı yıllar boyunca enflasyon hedeflemesi uygulamayan ülkelerde enflasyon oranlarında yaşanan düşüşlerden daha fazladır. Ancak dezenflasyon sürecinde işsizlik oranlarında artışlar görülmüştür. |
| Frederic S. Mishkin ve A. Posen (1997) | İngiltere, Kanada, Yeni Zelanda, | | çekirdek enflasyon oranı, reel GSYİH büyüme oranı, kısa vadeli faiz oranı | Enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce İngiltere, Kanda ve Yeni Zelanda'da dezenflasyon süreci tamamlandığından, enflasyon hedeflemesine geçilmesi dezenflasyondan ziyade enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması ve fiyat istikrarını sürdürme-koruma hususunda katkı sağlamıştır. Buna mukabil, enflasyon oranları fiyat istikrarına uygun düzeylerde seyretmesine rağmen üretim düzeyinde dalgalanmalar yaşanmıştır. |
| K. Kuttner ve A. Posen (1999) | İngiltere, Kanada, Yeni Zelanda | | enflasyon, kısa ve uzun vadeli faizler, işsizlik oranı | Kanada ve İngiltere'de enflasyon hedeflemesine geçilmesi enflasyonun yerleşikliği(persistence) ve reaksiyon fonksiyonunun parametrelerinde bir değişime doğurmamıştır. Yeni Zelanda'da ise enflasyonun yerleşikliği azalmasına rağmen reaksiyon fonksiyonunda enflasyona olan tepki aynı kalırken üretime(istihdama) olan tepkide artış gözlenmiştir. Bunun yanında enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının davranışlarını esas olarak para politikasının şeffaflığındaki artışlarla değiştirmektedir. |
| Frederic S. Mishkin ve K. Schmidt - Hebbel (2000) | Tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler (Filipinler ve Macaristan hariç, Finlandiya ve İspanya dahil) | Almanya, A.B.D., Avusturya, Belçika, Danimarka, Endonezya, Fransa, Hollanda, İrlanda, İsviçre, İtalya, Japonya, Portekiz (Norveç) | enflasyon, faiz dışı fazla, finansal derinlik, merkez bankasının bağımsızlığı(amaç ve enstrüman), dış açıklık, Nominal çapalar (parasal büyüme oranı ve döviz kuru) | Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde enflasyon oranları ve enflasyon beklentileri, fedakarlık oranı ve üretim değişkenliğinde diğer ülkelere benzer düzeyde azalmalar sağlanmıştır. |
| V. Corbo, O. Landerretche ve K. Schmidt-Hebbel (2001) | Avustralya, Brezilya, G. Kore, G. Afrika, İngiltere, İsrail, İsveç, Kanada, Kolombiya, Meksika, Yeni Zelanda, Şili | Almanya, A.B.D., Avusturya, Belçika, Danimarka, Endonezya, Fransa, Hollanda, İrlanda, İsviçre, İtalya, Japonya, Portekiz (Norveç) | enflasyon, üretim açığı, Faiz oranı | Enflasyon oranlarının 1990'lı yıllar boyunca her iki ülke grubunda da azaldığı ve enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelere enflasyona karşı para politikası tepkisinin daha fazla olduğu görülmektedir. Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelere enflasyon dinamikleri diğer ülkelere benzer nitelikler göstermeye başlamış, enflasyonun yerleşikliği ve fedakarlık oranları diğer ülkelere nazaran daha düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Ayrıca üretim değişkenliği açısından her iki ülke grubu arasında belirgin farklılıklar bulunmamaktadır. Öte yandan enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelere, dezenflasyon sürecindeki ilerleme ve kredibilite inşasına bağlı olarak faiz oranlarındaki ayarlamaların boyutları azalmaktadır. |
| F. N. de Simone (2001) | Avustralya, İngiltere, Kanada, Şili | A.B.D. | enflasyon, GSYİH büyüme oranı, 10 yıllık tahvil faizi, işsizlik oranı | A.B.D. faiz oranlarında 1990'lı yıllar boyunca kaydedilen düşüşler ve büyüme oranlarındaki artışlar enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin makroekonomik performansını olumsuz etkilemiştir. Enflasyon hedeflemesi, kurumsal özellikleri itibariyle global düzeyde tekrar enflasyon oranlarının yükselmesine bağlı olarak fiyat istikrarının sağlanmasında güçlü bir alternatif sunmaktadır. |
| K. Schmidt- Hebbel ve M. Tapia (2002) | Tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler (Filipinler hariç, İsviçre dahil) | | enflasyon, üretim açığı, faiz oranı | Ülkeden ülkeye farklılık göstermesine rağmen enflasyon hedeflemesine geçiş merkez bankasının davranışlarını değiştirmiştir. Merkez bankaları, enflasyon kadar üretim açığına da tepki vermekte ve söz konusu tepki güçlendikçe para politikasının enflasyon üzerindeki etkisi daha fazla olmaktadır. |
| D. R. Johnson (2002) | Avustralya, İngiltere, İsveç, Kanada, Yeni Zelanda | Almanya, A.B.D., Fransa, Hollanda, İtalya, Japonya | enflasyon oranı, enflasyon tahmini | Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelere, enflasyon beklentileri diğer ülkelere nazaran daha fazla düşmüştür. Bu bağlamda enflasyon hedefinin adaptasyonu para politikasının kredibilitésinde artışı beraberinde getirmektedir. |
| P. Arestis, G. M. Caporale ve A. Cippolini, (2002) | Avustralya, İngiltere, İsveç, Kanada, Yeni Zelanda | Almanya, A.B.D., Fransa, Hollanda, İsviçre, Japonya | TÜFE, üretim açığı, reel GSYİH büyüme oranı | Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelere diğer ülkelere nazaran enflasyon-üretim değişkenliği daha fazla azalmıştır. Bunun temel sebebi diğer stratejilere nazaran enflasyon hedeflemesi altında para politikasının şeffaflığı ve operasyonel esnekliğinin daha fazla artmasıdır. |

| | | | | |
|--|---|---|--|--|
| W. Seyfried ve D. Bremmer (2003) | Avustralya, İngiltere, İsveç, İsrail, Kanada, Yeni Zelanda, (Finlandiya) | | enflasyon, üretim açığı, nominal ve reel faiz oranı | Enflasyon hedeflemesine geçiş merkez bankasının davranışlarını kendine uygun bir biçimde değiştirmektedir. Strateji, mevcut enflasyon oranına tepki vermekten ziyade, hedefin ve enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınmasında etkin olduğundan, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde beklenen enflasyon oranlarının ortalamasında sürekli düşüşler kaydedilmektedir. |
| V. C. Sabban, M. G. Rozada ve A. Powell (2003) | Avustralya, Brezilya, İngiltere, İsveç, Kanada, Meksika, Şili, Yeni Zelanda | | nominal ve reel döviz kuru | Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde nominal döviz kurları, şokları emici davranış sergilemek suretiyle ekonomiyi vuran reel şokları, nominal kur seviyesi reel kur denge seviyesinden uzaklaştıkça da nominal şokları yansıtmaktadır. Tüm ülkelerde fedakarlık oranlarında ciddi azalışlar görülmesinin yanında, enflasyon hedeflemesinin işleyişi ve performansı stratejinin kurumsal çerçevesinin gösterdiği özelliklere bağlı olarak değişmektedir. |
| P. Siklos (2004) | Avustralya, İngiltere, İsveç, Kanada, Norveç, Yeni Zelanda, (Finlandiya, İspanya) | Almanya, A.B.D., Avusturya, Belçika, Danimarka, Fransa, Hollanda, İrlanda, İsviçre, İtalya, Japonya, Portekiz | enflasyon, üretim açığı faiz oranı | Enflasyon hedeflemesine geçiş merkez bankasının davranışlarını kendine uygun bir biçimde değiştirmekte, esnek döviz kurları merkez bankasının üretim açığına daha fazla tepki vermesini temin etmektedir. |
| A. T. Levin, F. M. . Natalucci ve J. M. Piger (2004) | Avustralya, İngiltere, İsveç, Kanada, Yeni Zelanda | Almanya, A.B.D., Danimarka, Fransa, Hollanda, İtalya, Japonya | enflasyon, reel GSYİH büyüme oranı, enflasyon beklentileri | Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde diğer ülkelere nazaran enflasyonun yerleşikliği ve enflasyon beklentilerinde daha fazla azalma kaydedilmiştir. Bu sonuç aynı zamanda üretim-enflasyon değişkenliğinde bir azalmaya bağlı olarak ve reel GSYİH büyüme oranlarında bir dalgalanma olmaksızın sağlanmıştır. |
| T. G. Petursson (2004) | Tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler (İsviçre dahil) | | enflasyon, üretim açığı, reel faiz oranı, reel döviz kuru | Enflasyon hedeflemesi, enflasyon oranlarının düşürülmesi, enflasyon beklentilerinin kontrol altına alınması hususunda etkin bir stratejidir. Öte yandan daha önce esnek kurlara sahip olan ülkelerde enflasyon hedeflemesine geçiş kur değişkenliğini azaltmasına rağmen, sabit kur geçmişi sahip ülkelerde enflasyon hedeflemesine geçiş kur değişkenliğini artırmıştır. |
| T. Y. Wu (2004) | Avustralya, İngiltere, İsveç, Kanada, Yeni Zelanda (Finlandiya ve İspanya) | Almanya, A.B.D., Avusturya, Belçika, Danimarka, Fransa, Hollanda, İrlanda, İsviçre, İtalya, Japonya, Luksemburg, Portekiz, Yunanistan | enflasyon oranı, reel faiz oranı | Enflasyon hedeflemesine geçiş sonucunda tüm ülkelerde, faiz oranlarında agresif artışlar söz konusu olmaksızın enflasyon oranlarında azalma kaydedilmiştir. |
| M. Hyvonen (2004) | Avustralya, İngiltere, İsveç, Kanada, Şili, Yeni Zelanda (Finlandiya, İspanya) | Almanya, A.B.D., Avusturya, Belçika, Danimarka, Endonezya, Fransa, Hollanda, İrlanda, İsviçre, İtalya, Japonya, Portekiz (Norveç) | enflasyon oranı | Enflasyon hedeflemesi uygulayan ve uygulamayan ülkelerde, para politikası uygulama biçimlerindeki benzerlik enflasyon oranlarının yakınsamasına katkıda bulunmuştur. Bu anlamda enflasyon hedeflemesinin 1990'lı yıllardaki dezenflasyon sürecine katkıda bulunduğu söylenebilir |

* a. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler

b. Enflasyon Hedeflemesi Uygulamayan Ülkeler

Kaynak: İlgili yazarlara ait çalışmalardan hareketle düzenlenmiştir.

Tablo 21.b. Enflasyon Hedeflemesinin Performansı: Aleyhte Görüşler

| | | | | |
|--|---|---|--|--|
| J. M. Groeneveld, K. G. Koedjik and C. J. M. Kool (1998) | İngiltere, Kanada, Yeni Zelanda | A.B.D. Almanya, (Avustralya) | enflasyon oranı ve reel faiz oranı | Enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle diğer ülkelere nazaran enflasyon oranlarında düşüşlerin ve reel faiz oranlarında istikrarın sağlanıp sağlanmadığı açık değildir. |
| G. A. Khan ve K. Parrish (1998) | İngiltere, İsveç, Kanada, Yeni Zelanda | A.B.D. | enflasyon, kısa dönem faiz oranı | Enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle enflasyon oranları ve faiz oranlarında düşüşler yaşanmasına rağmen aynı durumun enflasyon hedeflemesi uygulamayan A.B.D. için de geçerli olduğu görülmektedir. Bu anlamda enflasyon hedeflemesinin performansı hakkında açık bir sonuca ulaşmak güçtür. |
| P. Siklos (1999) | Avustralya, İngiltere, İsveç, Kanada, Polonya, Yeni Zelanda, (Finlandiya, İspanya) | Almanya, A.B.D., İsviçre | Enflasyon oranı | 1990'lı yılların başından itibaren enflasyon hedeflemesi uygulayan ve uygulamayan ülkelerin enflasyon oranları birbirine yakınsamaktadır. Bu bağlamda düşük enflasyon ve fiyat istikrarı 1990'lı yıllar için global bir olgu olarak karşımıza çıkmakta ve enflasyon hedeflemesinin performansı için açık bir yargıya ulaşmak mümkün olmamaktadır. |
| S. G. Cecchetti ve M. Ehrmann (1999) | Avustralya, İngiltere, İsveç, İsrail, Kanada, Şili, Yeni Zelanda, (Finlandiya, İspanya) | Almanya, A.B.D., Avusturya, Belçika, Danimarka, Fransa, Hollanda, İrlanda İsviçre, İtalya, Japonya, Portekiz, (Meksika, Kore) | enflasyon, üretim açığı, faiz oranı | Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin diğer ülkelere nazaran enflasyona karşı tepkileri (inflation aversion) biraz daha fazladır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde diğer ülkelere nazaran enflasyon değişkenliği azalmış ancak üretim değişkenliği artmıştır. Ancak 1990'lı yıllar tüm ülkeler için düşük enflasyon ve fiyat istikrarına uygun bir makroekonomik ortamı temsil etmektedir. Bu anlamda fiyat istikrarı, bizzat enflasyon hedeflemesinin başarısıyla değil, 1970'li ve 80'li yıllardan ders alan merkez bankaları arasında enflasyon karşıtı bir kültür oluşmasına bağlı olarak ortaya çıkmıştır. |
| M. J. M. Neumann ve J. von Hagen (2002) | Avustralya, İngiltere, İsveç, Kanada, Şili, Yeni Zelanda | A.B.D., Almanya, İsviçre | TÜFE, üretim açığı, kısa vadeli faiz oranı | Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde enflasyon oranları, üretim değişkenliği ve faiz oranlarında diğer ülkeler düzeyinde düşüşler sağlanmıştır. Buna mukabil, enflasyon hedeflemesinin parasal hedefleme veya gizil nominal çapalı hedeflemeye karşı belirgin bir üstünlüğünden söz etmek mümkün değildir. Bu bağlamda parasal hedefleme ya da enflasyon hedeflemesi arasında yapılacak bir seçim ekonominin teknik düzeydeki özelliklerini değil sadece ilgili ülkenin iktisat kültürü ve geleneklerini yansıtmaktadır. |
| L. Ball ve N. Sheridan (2003) | Avustralya, İngiltere, İsveç, Kanada, Şili, Yeni Zelanda (Finlandiya, İspanya) | Almanya, A.B.D., Avusturya, Belçika, Danimarka, Endonezya, Fransa, Hollanda, İrlanda, İsviçre, İtalya, Japonya, Portekiz (Norveç) | enflasyon, üretim açığı, faiz oranı | Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde enflasyon, üretim, faiz oranları ve enflasyonun yerleşikliği açısından belirgin bir performans farklılığı görülmemektedir. Ayrıca enflasyon hedefini adapte etmeyen ülkeler için de enflasyon oranlarının diğer gelişmiş ülkeler düzeyine yakınsadığı gözlenmiştir. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi düşük bir makroekonomik performans göstermemesine rağmen, performans düzeyinde herhangi bir iyileşme de doğurmamaktadır. |

* a. Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler

b. Enflasyon Hedeflemesi Uygulamayan Ülkeler

Kaynak: İlgili yazarlara ait çalışmalardan hareketle düzenlenmiştir.

Tablo 22. Enflasyon Hedefinden Sapmalar ve Sapmaya Neden Olan Şokların Kökeni

| Ülkeler | Hedefin aşılması ya da altında kalınması | Dış Şoklar | | | İç Şoklar | | | |
|-----------|--|-------------------|------------------|-----------------------|-----------------------|--|-------------------|-----------------|
| | | Sermaye girişleri | Petrol fiyatları | Diğer | Tarımsal ürünler arzı | Diğer | Maliye politikası | Para politikası |
| İzlanda | Aşılmış (2002) | x | | | | Reel ücretler | x | |
| Brezilya | Aşılmış (2001-2003) | x | | | | Fiyat kontrolleri ve politik risk (seçimler) | | |
| Çek Cum. | Altında kalınmış (1998-1999) | | | | x | | | |
| G. Afrika | Aşılmış (2002-2003) | x | x | Bölgesel-politik risk | | | | |
| İsrail | Altında kalınmış (1998) | | | Güç | | | x | x |
| İsrail | Altında kalınmış (2001-2002) | x | | | | Verimlilik | | |
| İsrail | Aşılmış (2002-2003) | x | | İNTİFADA | | | x | x |
| Polonya | Aşılmış (2000) | | x | | x | Vergiler | | x |
| Polonya | Altında kalınmış (2002-2003) | x | x | Bölgesel-politik risk | | | | |

Tablo 23. Türkiye Ekonomisinde Makroekonomik Uyum Süreçleri (1972-2001)

| | İthal İkameci Sanayileşme | Kriz | Kriz Sonrası Uyum | İhracata Dayalı Büyüme | Reform Sürecinin Tükenişi | Denetimsiz Finansal Liberalizasyon | Fiansal Kriz | Kısa Vadeli Sermaye Kaynaklı Büyümeye Dönüş | G.Asya ve Rusya Krizinin Bulaşma Etkisi | | Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi ve Finansal Çöküş | |
|---|---------------------------|---------|-------------------|------------------------|---------------------------|------------------------------------|--------------|---|---|-------|---|-------|
| | | | | | | | | | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
| | 1972-76 | 1977-80 | 1981-82 | 1983-87 | 1988 | 1989-93 | 1994 | 1995-97 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
| Üretim ve Birikim (Yıllık Reel Değişim, %) | | | | | | | | | | | | |
| GSYİH | 6,8 | 0,5 | 4,2 | 6,5 | 2,1 | 4,8 | -5,5 | 7,2 | 3,1 | -5,0 | 7,4 | -7,6 |
| Tarım | 1,8 | 0,5 | 0,6 | 0,8 | 7,8 | 0,1 | -0,7 | 1,3 | 8,4 | -4,6 | 4,1 | -4,9 |
| İmalat Sanayii | 9,7 | -0,2 | 7,9 | 8,6 | 1,6 | 6,0 | -7,6 | 10,2 | 1,2 | -5,7 | 5,9 | -8,5 |
| Sabit Yatırımlar | | | | | | | | | | | | |
| Özel Sektör | 11,5 | -7,3 | -1,0 | 14,1 | 29,2 | 11,9 | -9,6 | 9,5 | -6,7 | -18,8 | 14,1 | -34,9 |
| Kamu Sektörü | 15,4 | -1,7 | 4,8 | 12,0 | -2,3 | 5,2 | -39,5 | 15,8 | 8,0 | 1,0 | 20,8 | -22,0 |
| GSYİH'nın %'si Olarak | | | | | | | | | | | | |
| Tasarruflar | 20,9 | 17,3 | 17,7 | 19,5 | 27,2 | 21,9 | 23,0 | 21,1 | 22,7 | 20,7 | 20,2 | 18,2 |
| Yatırımlar | 21,3 | 22,3 | 18,3 | 20,9 | 26,1 | 23,7 | 24,4 | 24,8 | 24,3 | 22,3 | 24,1 | 18,4 |
| Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG) | 5,7 ^a | 6,9 | 3,7 | 4,7 | 4,8 | 9,1 | 7,9 | 7,2 | 9,2 | 15,1 | 12,5 | 16,5 |
| Fiyatlar | | | | | | | | | | | | |
| Enflasyon Oranı (TÜFE) | 18,4 | 59,5 | 35,1 | 40,7 | 68,8 | 65,1 | 106,3 | 85,0 | 90,7 | 70,5 | 39,1 | 68,5 |
| Döviz Kurunda Yıllık Değer Kaybı | 3,9 | 48,0 | 45,0 | 39,7 | 66,0 | 50,4 | 170,0 | 72,0 | 71,7 | 58,2 | 28,6 | 114,2 |
| Devlet Borçlanma Senetleri Reel Faiz Oranı ^b | - | - | - | - | -5,8 | 10,5 | 20,5 | 23,6 | 29,5 | 36,8 | 4,5 | 31,8 |
| Uluslararasılaşma | | | | | | | | | | | | |
| GSYİH'nın Yüzdesi Olarak | | | | | | | | | | | | |
| İthalat ^c | 11,7 | 11,2 | 14,0 | 15,9 | 15,8 | 14,6 | 17,8 | 23,2 | 22,5 | 21,7 | 27,2 | 28,2 |
| İhracat ^c | 5,3 | 4,2 | 8,5 | 10,8 | 12,8 | 9,1 | 13,8 | 15,8 | 13,2 | 14,2 | 13,7 | 21,7 |
| Cari İşlemler Dengesi | -1,4 | -3,4 | -2,7 | -1,9 | -1,7 | -1,3 | -2,0 | -1,4 | 1,0 | -0,7 | -4,8 | 1,4 |
| Dış Borç Stoku | 1,4 | 14,5 | 27,1 | 37,8 | 44,8 | 35,1 | 49,6 | 45,6 | 50,9 | 55,7 | 59,1 | 74,3 |

a. 1975-76 dönemine aittir.

b. Devlet İç Borçlanma Senetleri üzerindeki yıllık bileşik faiz oranı (TÜFE ile deflate edilmiş)

c. 1986 yılından itibaren bavul ticareti dahil

Kaynak: Erinç Yeldan, (www.bilkent.edu.tr/~yeldane/ , Erişim: 26.01.2004)'den yararlanarak düzenlenmiştir.

Tablo 25. Seçilmiş Temel Ekonomik Göstergeler (1989-2001)

| | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|--|------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| GSMH Büyüme oranı (%) | 1,6 | 9,3 | 0,3 | 6,4 | 8,1 | -6,1 | 8 | 7,1 | 8,3 | 3,9 | -6,1 | 6,3 | -8,5 |
| GSYİH Büyüme Oranı (%) | 0,3 | 9,3 | 0,9 | 6,0 | 8,0 | -5,5 | 7,2 | 7,0 | 7,5 | 3,1 | -5,0 | 7,4 | -7,6 |
| Enflasyon (TÜFE) | 64,3 | 60,4 | 71,1 | 66,9 | 71,1 | 120,3 | 76,0 | 79,8 | 99,1 | 69,7 | 68,8 | 39,0 | 68,5 |
| Sermaye Hareketleri ^a (milyon \$) | 780 | 4,037 | -2,397 | 3,648 | 8,963 | -4,194 | 4,722 | 8,763 | 8,737 | 448 | 4,670 | 9,445 | -14,198 |
| DİBS Yıllık Faiz Oranı (ort. bileşik) | 59,8 | 54,0 | 80,5 | 87,7 | 87,6 | 164,4 | 121,9 | 135,2 | 127,2 | 122,5 | 109,5 | 38,2 | 96,2 |
| Reel Faiz Oranları ^b | -2,8 | -4,0 | 5,4 | 12,4 | 9,6 | 20,0 | 17,3 | 25,5 | 22,3 | 20,5 | 24,1 | -0,06 | 16,4 |
| Finansal Aracılık Hizmetleri Katma Değerinin GSYİH'a oranı (%) ^c | 2,86 | 3,22 | 4,14 | 3,98 | 4,26 | 2,97 | 4,16 | 4,96 | 5,11 | 6,28 | 5,46 | 3,77 | 3,66 |

a. Sermaye hareketleri, doğrudan yatırımlar, portföy yatırımları ve diğer kısa ve uzun vadeli sermaye hareketlerinin toplamından oluşmaktadır.

b. Reel faiz oranları, $[(1+i)/(1+p)]-1$ formülüne göre, (i, DİBS yıllık net bileşik faiz oranını, p, yıllık TÜFE cinsinden enflasyon oranını göstermektedir) ex-post olarak tarafımızdan hesaplanmıştır.

c. Ercan Uygur, "Finansal Şişkinlik, Riskler ve Düzeltme Gereği: Makroekonomik Yansımalar", **İktisat İşletme ve Finans**, Sayı:202, Ocak 2003, s.59'dan alınmıştır.

Kaynak: www.dpt.gov.tr ve www.tcmb.gov.tr

Tablo 26. Finansal Liberalizasyon Sürecinin Temel Göstergeleri (1990-1999)

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|--------------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Menkul Kıymet İhracı (GSMH %si) | | | | | | | | | | |
| Kamu | 5,5 | 7,4 | 15,9 | 16,8 | 22,7 | 19,8 | 35,3 | 22,9 | 29,4 | 38,7 |
| Özel | 1,0 | 1,0 | 1,7 | 3,8 | 2,1 | 2,1 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,1 |
| Toplam | 6,5 | 8,5 | 17,6 | 20,6 | 24,8 | 21,9 | 36,3 | 23,9 | 30,4 | 39,8 |
| DİBS/Toplam Finansal Varlıklar (%) | 20,0 | 19,1 | 29,1 | 33,6 | 31,5 | 32,5 | 32,6 | 32,6 | 8,37 | 69,0 |
| KKBG/GSMH (%) | 7,4 | 10,2 | 10,6 | 12,0 | 7,9 | 5,0 | 8,6 | 7,7 | 9,4 | 15,6 |
| İç Borç Stoğu (%GSMH) | 14,4 | 15,4 | 17,6 | 17,9 | 20,6 | 17,3 | 21,0 | 21,4 | 21,7 | 29,3 |
| M ₂ /GSMH (%) | 18,0 | 18,5 | 17,3 | 14,1 | 16,2 | 16,0 | 20,0 | 19,2 | 21,3 | 28,1 |
| M ₂ Y/GSMH (%) | 23,5 | 26,5 | 26,6 | 23,7 | 30,7 | 30,7 | 35,9 | 36,3 | 37,8 | 51,3 |
| İç Borç Stoğu/M ₂ Y | 61,2 | 58,1 | 66,1 | 75,5 | 66,9 | 56,4 | 58,6 | 58,9 | 57,5 | 57,1 |
| DTH/Toplam Mevduat (%) | 26 | 30,4 | 39 | 45 | 52 | 54 | 50 | 51 | 48 | 46 |
| Bankacılık Kesimi Kredileri (% GSMH) | 16,5 | 12,4 | 12,7 | 14,0 | 13,3 | 16,5 | 18,5 | 21,7 | 19,4 | 20,1 |

Kaynak: Erinç Yeldan, **Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi**, İstanbul: İletişim Yay., 2001'den alınmıştır.

Tablo 29. TCMB Para Programlarının Panoraması

| Yıl | Dönem | Hedef değişken | Hedef | Gerçekleşme | Amaçlanan | Açıklama |
|------|--------------|---|----------------|------------------|---|---|
| 1990 | Yıl Sonu (%) | Bilanço | 12-22 | 24,1 | Bilançoyu yeniden yapılandırmak, büyüklüğünü kontrol etmek ve finansal istikrar | 1. Merkez Bankası orta vadeli para programını ilk kez Ocak ayında açıkladı 2. Merkez Bankası'nın orta vadeli stratejisi olarak dış varlıkların (rezervlerin) artırılması ve iç varlıkların (yurtiçi kredilerin) büyümesinin kontrol altına alınması hedeflendi |
| | | Toplam iç yükümlülükler | 15-25 | 21,6 | | |
| | | Toplam iç varlıklar | 6-16 | 11,9 | | |
| | | Merkez Bank. parası | 35-48 | 26,6 | | |
| 1991 | Yıl Sonu (%) | Bilanço | Açıklanmadı | 58,9 | Finansal istikrar | 1. Körfez krizi ve seçimlere bağlı olarak, Merkez Bankası, dış rezervlerde büyük düşüşler yaşamaksızın döviz kurlarındaki istikrarsızlığı minimum düzeye indirecek bir politika izledi 2. Merkez Bankası'nın orta vadeli hedefleri; dış varlıkları artırmak, iç varlıkların (yurtiçi kredilerin) büyümesini kontrol altına almaktır |
| | | Toplam iç yükümlülükler | | 66,6 | | |
| | | Toplam iç varlıklar | | 64,3 | | |
| | | Merkez Bank. parası | | 82,6 | | |
| 1992 | Yıl Sonu (%) | Bilanço | 37-47 | 85 | Finansal istikrar | 1. Enflasyonun %43, konsolide bütçe açığının 32 trilyon TL olacağı; kamu sektörünün Merkez Bankası'ndan borçlanması 11 trilyon TL'yi geçmeyeceği varsayımlarına dayanan bir para programı yapılmıştı. Ancak kamu sektörüne açılan M.B. kredilerinin hızla artırılması, Merkez Bankası'nın para programı hedeflerini tutturmasını imkansızlaştırmıştı. Bunun yerine, döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaları elemine etmek için çalıştı. |
| | | Toplam iç yükümlülükler | 38-48 | 101 | | |
| | | Toplam iç varlıklar | 27-39 | 75 | | |
| | | Merkez Bank. parası | 40-50 | 100 | | |
| 1993 | Yıl Sonu (%) | Bilanço | Açıklanmadı | 60 | Finansal istikrar | 1. Kamu sektörünün finansman ihtiyacını kontrol edememenin parasal büyüklükleri kontrol etmede getirdiği zorluklar nedeniyle, Merkez Bankası bir para programı açıklamadı. 2. Merkez Bankası, artan likiditenin döviz rezervleri üzerindeki baskısının rezervlerdeki düşüşe yol açmasını engellemeye çalıştı. |
| | | Toplam iç yükümlülükler | | 49 | | |
| | | Toplam iç varlıklar | | 55 | | |
| | | Merkez Bank. parası | | 46 | | |
| 1994 | Yıl Sonu | Net uluslararası rezervler ¹ | Açıklanmadı | | Finansal istikrar öncülüğünde fiyat istikrarı | 1. 5 Nisan'da istikrar programı uygulanmaya başlandı ve finans piyasalarıyla ilgili birkaç yeni düzenlemeye gidildi. Bilançoyla ilgili hedefler, İMF ile imzalanan anlaşmanın kapsamında yer aldı. 2. İMF ile 1995 yılı başında imzalanan stand-by anlaşmasına göre, 1,5 Alman markı ve 1 Amerikan dolarından oluşan döviz sepetindeki artışın yine bu anlaşmada öngörülen aylık enflasyon kadar olması hedeflendi. |
| | | Haziran Net iç varlıklar ² | 306 trilyon TL | 271 trilyon TL | | |
| | | Eylül Net iç varlıklar ² | 295 trilyon TL | 260 trilyon TL | | |
| | | Aralık Net iç varlıklar ² | 293 trilyon TL | 272 trilyon TL | | |
| 1995 | Yıl Sonu | Net iç varlıklar ² | 242 trilyon TL | 260 trilyon TL | Fiyat istikrarı yanında finansal istikrar ve dış rekabet gücünün korunması | 1. Merkez Bankası'nın net uluslararası rezervleri, döviz kurlarını ve net iç varlıklarını hedef olarak alan bir parasal yapılanma yılın ilk 10 ayında yürürlükteydi. Ancak, Merkez Bankası Ekim ayında seçimlerden kaynaklanan belirsizlikleri sınırlamaya yöneldi. 2. İMF ile 1995 yılı başında imzalanan stand-by anlaşmasına göre 1,5 alman markı ve 1 Amerikan dolarından oluşan döviz sepetindeki artışın yine bu anlaşmada belirtilen aylık enflasyon oranı kadar olması hedeflendi. |
| | | Haziran Net iç varlıklar ² | 367 trilyon TL | 269 trilyon TL | | |
| | | Eylül Net iç varlıklar ² | 334 trilyon TL | 217 trilyon TL | | |
| | | Aralık Net iç varlıklar ² | 366 trilyon TL | 393 trilyon TL | | |
| 1996 | Yıl Sonu | Dönem Sonu Bankalar döviz mevduatı | Açıklanmadı | 102,6 trilyon TL | Finansal istikrar önceliğinde fiyat istikrarı ve dış rekabet gücünün korunması | 1. Yılın ikinci çeyreğinin ortasında, net iç varlıkların büyümesini kontrol altına almayı ve dış varlıklarda artış karşılığında iç yükümlülük yaratmayı hedefleyen bir para programı uygulanmaya başladı. Bu yapılanmada, hazineye kısa vadeli avanslar MB'nın yapısal kanunlarıyla sınırlanmış ve kamu sektörüne hazine hariç M.B. kredisi açılmamıştı. |
| | | 3 Aylık Döviz sepeti | | | | |
| | | Net dış darlıklar | | 632 trilyon TL | | |
| | | Net iç varlıklar ² | | 331,7 trilyon TL | | |
| 1997 | Yıl Sonu | Rezerv para | | 610,4 trilyon TL | Finansal istikrar önceliğinde fiyat istikrarı ve dış rekabet gücünün korunması | 1. M.B. her 6 ayda bir enflasyon tahminlerini yayınlamayı ve para politikasını uygulamada bu tahminleri baz alma yönündeki niyetini açıkladı. 2. Hazine ile imzalanan bir protokole göre M.B. hazineye kısa vadeli avans vermeyi durdurdu. |
| | | Bankalar döviz mevduatı | | 353,4 trilyon TL | | |
| | | Net dış darlıklar | | 1,791,1 trilyon | | |
| | | Net iç varlıklar ² | | 142 trilyon | | |
| 1998 | 3 Aylık | Rezerv para | | 1,129,6 trilyon | Fiyat istikrarı ve finansal istikrar yanında dış rekabet gücünün korunması | 1. Yılın ilk yarısında temel amaç enflasyonla mücadele iken, Rusya'daki krize bağlı olarak ikinci yarıda istikrar politikası önem kazandı. Rezerv paranın artış oranı (beklenen para talebiyle tutarlı olarak belirlenen) da piyasaya açıklandı. 2. Temmuz'da, İMF ile imzalanan 18 aylık Yakın İzleme Anlaşması'na (SMP) paralel olarak M.B. de 6 aylık para programı ile yeni bir net iç varlıklar tanımlı açıkladı. 3. Euro M.B.'nin döviz kurları listesine yıl sonunda eklendi. |
| | | Bankalar döviz mevduatı | | 803,5 trilyon | | |
| | | Rezerv para | 18-20 | 17,3 | | |
| | | Rezerv para | 14-16 | 13,1 | | |
| 1999 | 3 Aylık | Net iç varlıklar ³ | 850 trilyon | 369,1 trilyon | Fiyat istikrarı ve finansal istikrar yanında dış rekabet gücünün korunması | 1. Ocak 1999'dan başlayarak döviz sepeti 0.77 euro ve 1 dolar olarak tanımlandı. 2. SMP devam etti ve İMF 1999 yılı sonundaki olası bir stand-by anlaşması için gerekli çalışmaları yaptı. 3. Aralıkta İMF ile stand-by anlaşması imzalandı. |
| | | Net iç varlıklar ³ | 999 trilyon | -899,3 trilyon | | |
| | | Rezerv para(X) ⁴ | Açıklanmadı | 4,482,7 trilyon | | |
| | | Net dış darlıklar | | 5,710,4 trilyon | | |

1. Net Uluslararası Rezervler = Dış Varlıklar – Uluslararası Yükümlülükler

2. Net İç Varlıklar = Rezerv Para + DTH – Net Dış Varlıklar

3. Net İç Varlıklar = Rezerv Para (X) – Net Dış Varlıklar

4. Rezerv Para (X) = Emisyon + Zorunlu Karşılıklar + Serbest Mevduat + Bankalar Döviz Mevduatı

Kaynak: Dışbank, *Makrodak*, Sayı:6, Ocak-Mart 2002, s.7'den yararlanarak düzenlenmiştir.

Tablo 31. Seçilmiş Ekonomik Göstergeler ve TCMB Bilanço Kalemleri (1999-2000)

| | 1999 | Çeyrek Dönemler | | | | Kasım 2000 | 2000 |
|---|--------|-----------------|---------------|--------------|-------------|------------|--------|
| | | Ocak-Mart | Nisan-Haziran | Temmuz-Eylül | Ekim-Aralık | | |
| Büyüme (GSYİH, %) | -5,0 | 5,6 | 6,4 | 7,8 | 8,3 | - | 7,4 |
| Enflasyon (TEFE, %) | 62,9 | 13,5 | 4,4 | 4,3 | 7,3 | - | 32,7 |
| Enflasyon (TÜFE, %) | 68,8 | 11,9 | 5,3 | 7,7 | 9,6 | - | 39,0 |
| Faiz oranı (DİBS, Ort., %) | 104,6 | 27,5 | 36,6 | 33,1 | 38,1 | - | 38,2 |
| İthalat/GSMH (%) | 21,8 | 29,9 | 31,5 | 22,4 | 26,9 | - | 26,8 |
| İhracat/GSMH (%) | 14,3 | 17,7 | 15,8 | 10,7 | 12,8 | - | 13,6 |
| Cari Açık/GSMH (%) | -0,7 | -6,0 | -7,3 | -1,9 | -5,6 | - | -4,9 |
| Para Tabanı ^a | 3,879 | 4,084 | 4,631 | 4,802 | 5,788 | 4,520 | 5,788 |
| Net Dış Varlıklar ^a | 4,811 | 5,544 | 6,458 | 6,776 | 3,422 | 3,562 | 3,422 |
| Net İç Varlıklar ^a | -932 | -1,141 | -1,311 | -1,164 | 3,325 | 1,939 | 3,325 |
| Net Uluslararası Rezervler ^b | 16,757 | 16,687 | 17,339 | 17,874 | 12,488 | 11,100 | 12,488 |

Kaynak: Ferya Kadioğlu, Z. Kotan ve G. Şahinbeyoğlu, “Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri:Türkiye 2000”, **TCMB Tartışma Tebliği** No. 51, Temmuz 2001, s.6’dan alınmıştır.

Tablo 32. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerinde TCMB Bilançosu , Faiz Oranı ve Döviz Kuru Arasındaki İlişkiler

| | Tarih | NİV (Trilyon TL) | NDV (Trilyon TL) | Parasal Taban (Trilyon TL) | Rezervler (Milyon \$) | Gecelik Faiz Oranı (%) | Hazine Bonusu Faiz Oranı (%) | Döviz Kuru |
|------------|------------|---------------------|---------------------|-------------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------------------------|------------|
| Kasım 2000 | 15.11.2000 | -1,828 | 7,092 | 5,264 | 24,161 | 81,5 | 40,8 | 681,799 |
| | 20.11.2000 | -2,035 | 7,108 | 5,073 | 24,185 | 45,5 | 42,1 | 686,461 |
| | 22.11.2000 | -362 | 5,909 | 5,547 | 22,263 | 110,8 | 52,0 | 688,360 |
| | 29.11.2000 | 1,162 | 3,649 | 4,811 | 19,161 | 160,8 | 79,0 | 682,883 |
| | 30.11.2000 | 1,172 | 3,348 | 4,520 | 18,820 | 315,9 | 97,6 | 682,101 |
| | 01.12.2000 | 1,094 | 3,422 | 4,516 | 18,942 | 873,1 | 84,1 | 681,032 |
| | 06.12.2000 | 1,597 | 3,134 | 4,731 | 18,633 | 182,7 | 73,9 | 678,875 |
| Şubat 2001 | 15.02.2001 | -1,754 | 6,680 | 4,927 | 28,217 | 39,2 | 61,9 | 685,998 |
| | 20.02.2001 | -1,300 | 5,687 | 4,387 | 26,739 | 2,057,7 | 25,514,7 | 688,001 |
| | 21.02.2001 | 868 | 3,417 | 4,286 | 23,207 | 4,018,6 | 150,2 | 685,391 |
| | 22.02.2001 | 2,070 | 3,373 | 5,443 | 23,267 | 1,195,3 | 147,7 | 957,879 |
| | 23.02.2001 | 1,560 | 4,198 | 5,758 | 22,581 | 568,0 | 195,8 | 1,072,988 |
| | 28.02.2001 | 2,156 | 2,915 | 5,071 | 21,432 | 100,1 | 245,3 | 920,678 |

Kaynak: Fatih Özatay and G.Sak, "Banking Sector Fragility and Turkey's 2000-2001 Financial Crisis", CBRT Discussion Paper, No.68, December 2003, p.27'den yararlanarak düzenlenmiştir.

Tablo 33. Seçilmiş Temel Ekonomik Göstergeler (1995-2001, % GSMH)

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Büyüme | 8,0 | 7,1 | 8,3 | 3,9 | -6,1 | 6,3 | -8,5 |
| Enflasyon (TÜFE) | 76,0 | 79,8 | 99,1 | 69,7 | 68,8 | 39,0 | 68,5 |
| KKBG | 5,0 | 8,6 | 7,7 | 9,4 | 15,6 | 12,5 | 15,9 |
| Kamu Bankalar Görev Zararı | 2,2 | 4,2 | 5,2 | 7,5 | 13,3 | 12,0 | 0,0 |
| KKBG + Görev Zararı | 7,2 | 12,8 | 12,9 | 16,9 | 28,9 | 24,3 | 15,9 |
| Faiz Dışı Fazla | 2,1 | 1,3 | 0,0 | 2,1 | -1,9 | 3,8 | 6,7 |
| Konsolide Bütçe Açığı | 3,7 | 8,5 | 7,6 | 7,1 | 11,6 | 10,2 | 17,9 |
| Konsolide Bütçe Faiz Ödemeleri | 7,4 | 10,0 | 7,7 | 11,5 | 13,7 | 16,3 | 22,9 |
| İç Borç | 6,1 | 8,9 | 6,7 | 10,5 | 12,6 | 15,0 | 20,9 |
| Dış Borç | 1,3 | 1,1 | 1,0 | 1,0 | 1,1 | 1,3 | 2,0 |
| Kamu Borcu | 37,6 | 40,3 | 40,5 | 41,3 | 51,8 | 53,4 | 99,6 |
| İç Borç | 14,6 | 18,5 | 20,2 | 21,7 | 29,3 | 29,4 | 68,1 |
| Dış Borç | 23,0 | 21,8 | 20,3 | 19,6 | 22,5 | 24,4 | 31,5 |
| Kısa Vadeli Kamu Borcu | 8,0 | 10,2 | 8,1 | 10,9 | 4,1 | 2,1 | 11,1 |
| Hazine Borçlanma Faizi (Ort., %) | 124,2 | 132,2 | 107,4 | 115,5 | 104,6 | 38,2 | 99,6 |
| Borçlanma Vadesi (gün) | 188 | 186,6 | 393,5 | 235,1 | 502,3 | 426,8 | 146,3 |
| Cari İşlemler Dengesi | -1,4 | -1,3 | -1,4 | 1,0 | -0,7 | -4,9 | 2,4 |
| Net Sermaye Girişleri | 2,7 | 3,0 | 3,7 | -0,4 | 2,5 | 4,7 | -9,8 |
| Kısa Vadeli | 2,2 | 1,5 | 0,0 | 0,7 | 0,4 | 2,0 | -7,9 |
| Doğrudan Yatırım | 0,5 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,1 | 0,1 | 1,9 |
| Portföy Yatırımları | 0,1 | 0,3 | 0,9 | -3,4 | 1,8 | 0,5 | -3,1 |
| Diğer Uzun Vadeli | -0,1 | 0,9 | 2,5 | 1,9 | 0,2 | 2,1 | -0,8 |
| Reel Döviz Kuru | 103,1 | 101,7 | 115,9 | 120,9 | 127,3 | 147,6 | 116,3 |

Kaynak: www.hazine.gov.tr ve www.tcmb.gov.tr