

**T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT BİLİM DALI**

**FİYAT İSTİKRARI VE ENFLASYON  
HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN MAKROEKONOMİK  
ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Zişan KILIÇKAN**

**KOCAELİ 2014  
T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ**

**SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT BİLİM DALI**

**FİYAT İSTİKRARI VE ENFLASYON  
HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN MAKROEKONOMİK  
ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

**DOKTORA TEZİ**

**Zişan KILIÇKAN**

**Doç. Dr. İsmail ŞİRİNER**

**KOCAELİ 2014**

T.C. KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
İKTİSAT ANABİLİM DALI  
İKTİSAT BİLİM DALI

FİYAT İSTİKRARI VE ENFLASYON  
HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN MAKROEKONOMİK  
ETKİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

(DOKTORA TEZİ)

Tezi Hazırlayan: Zişan KILIÇKAN

Tezin Kabul Edildiği Enstitü Yönetim Kurulu Karar ve No: 16.07.2014-2014/14

Jüri Başkanı: Prof. Dr. Yusuf BAYRAKTUTAN

Jüri Üyesi: Doç Dr. İsmail ŞİRİNER

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Vedat CENGİZ

Jüri Üyesi: Doç. Dr. Hilal YILDIZ

Jüri Üyesi: Doç Dr. Selçuk İPEK

KOCAELİ 2014

## İÇİNDEKİLER

ÖZET .....	IV
ABSTRACT .....	V
KISALTMALAR LİSTESİ .....	VI
ŞEKİL VE GRAFİK LİSTESİ.....	VII
TABLO LİSTESİ.....	VIII
GİRİŞ.....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM

#### 1.FİYAT İSTİKRARI KAVRAM, KURAM VE ALTERNATİF PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ.....

• <b>Fiyat İstikrarı: Anlamı ve Önemi.....</b>	<b>4</b>
1.2. İktisat Teorilerinde Fiyat İstikrarı Kavramı .....	6
1.2.1. Klasik Yaklaşımda Fiyat İstikrarı .....	6
1.2.2. Keynesyen Yaklaşımda Fiyat İstikrarı .....	10
1.2.3. Monetarist Yaklaşımda Fiyat İstikrarı.....	12
1.2.4. Yeni Klasik İktisat Yaklaşımında Fiyat İstikrarı .....	17
1.2.5. Yeni Keynesyen Yaklaşımda Fiyat İstikrarı.....	18
1.2.6. Post Keynesyen Yaklaşımda Fiyat İstikrarı .....	21
<b>1.3. Fiyat İstikrarı Hedefini Öne Çıkaran Gelişmeler.....</b>	<b>21</b>
1.3.1. Phillips Eğrisi Analizinin Gözden Düşmesi.....	22
1.3.2. Para Politikası Uygulamalarının Etkinsizliği.....	25
1.3.3. Siyasal Karar Alıcıların Enflasyonist Güdülerine İlişkin Ampirik Kanıtlar .....	26
1.3.4. Enflasyonun Maliyetleri.....	30
<b>1.4. Fiyat İstikrarını Sağlamada Kullanılan Alternatif Para Politikası.....</b>	<b>33</b>
<b>Stratejileri.....</b>	<b>33</b>
1.4.1. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi.....	33
1.4.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisinin Önkoşulları .....	34
1.4.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisinin Özellikleri .....	35
1.4.1.3. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisinin Avantajları .....	35
1.4.1.4. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisinin Dezavantajları .....	37
1.4.2.Parasal Hedefleme Stratejisi .....	39
1.4.2.1. Parasal Hedefleme Stratejisinin Önkoşulları.....	40
1.4.2.2. Parasal Hedefleme Stratejisinin Özellikleri.....	41
.....	.....
1.4.2.3. Parasal Hedefleme Stratejisinin Avantajları.....	42

1.4.2.4. Parasal Hedefleme Stratejisinin Dezavantajları.....	44
1.4.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi.....	45
1.4.3.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Önkoşulları .....	48
1.4.3.1.1. Merkez Bankasının Bağımsızlığı.....	50
1.4.3.1.2. Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık .....	52
1.4.3.1.3. Disipline Edilmiş Maliye Politikası.....	55
1.4.3.1.4. Gelişmiş Para ve Sermaye Piyasaları.....	56
1.4.3.1.5. Başka Bir Nominal Değişkene Yönelik Bir Taahhüdün Olmaması Gereği.....	57
1.4.3.1.6. Hedeflenecek Enflasyon ve Ölçüm Yönteminin Belirlenmesi.....	58
1.4.3.1.7. Enflasyonu Tahmin Model ve Yöntemlerinin Geliştirilmesi.....	59
1.4.3.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Özellikleri .....	61
1.4.3.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Avantajları .....	62
1.4.3.4. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Dezavantajları .....	63
1.4.4. Alternatif Para Politikası Stratejilerinin Fiyat İstikrarı Açısından .....	
Karşılaştırılması .....	65

## İKİNCİ BÖLÜM

### 2.ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ VE MAKROEKONOMİK..... İSTİKRAR İLİŞKİSİ.....

<b>2.1. Ekonomik İstikrar Tanımı ve Göstergeleri .....</b>	<b>70</b>
2.1.1. Ekonomik İstikrarın Tanımı .....	70
2.1.2. İçsel Göstergeler .....	72
2.1.2.1. Enflasyon .....	73
2.1.2.2. Bütçe Açığı .....	74
2.1.2.3. İktisadi Büyüme .....	75
2.1.2.4. İşsizlik .....	77
2.1.3. Dışsal Göstergeler .....	78
2.1.3.1. Cari İşlemler Dengesi .....	78
2.1.3.2. Döviz Kuru .....	79
2.1.3.3. İhracat/İthalat Oranı .....	81
2.1.3.4.Sermaye Hareketleri .....	81
<b>2.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Fiyat istikrarına Etkisi.....</b>	<b>82</b>
<b>2.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Ekonomik İstikrara Etkisi .....</b>	<b>83</b>
2.3.1. Reel Etkileri .....	83
2.3.1.1. Büyümeye Etkisi .....	83
2.3.1.2. İşsizliğe Etkisi .....	84
2.3.2. Mali Disipline Etkisi .....	84
2.3.3. Cari İşlemler Dengesine Etkisi .....	85
<b>2.4. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Güçlü Yönleri .....</b>	<b>87</b>
2.4.1. Şeffaflığın Artması ve Hesap Verebilirlik İlkesinin Etkili Bir Şekilde .....	
İşlemesi .....	87
2.4.2. İktisadi Konjonktüre Uygun Esnekliğe Sahip Olması .....	88
2.4.3. Mali Disiplinin İyileşmesi.....	89
2.4.4. İktisat Politikalarından Sorumlu Kurumlar Arasındaki İşbirliğinin Artması.....	90
<b>2.5. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Zayıf Yönleri.....</b>	<b>90</b>
2.5.1. Enflasyonun Tahmin ve Kontrol Güçlüğü .....	91
2.5.2. Mali Disiplinin Sağlanması Açısından Ortaya Çıkan Yetersizlikler.....	91
2.5.3. Dolarizasyon Olgusu.....	92
<b>2.6. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Etkinliğini Sınırlayan Kısıtlar .....</b>	<b>92</b>

2.6.1. Mali Baskınlık Derecesi .....	92
2.6.2. Dışsal Şokların Sıklığı .....	94
2.6.3. Finansal Yapı .....	96
2.6.4. Ekonomik ve Siyasal İstikrar .....	98
2.6.5. Zayıf Kurumsallaşma Düzeyi.....	99
2.6.6. Hükümetlerin Enflasyonist Politika Tercihini.....	100
2.6.7. Maliye Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi İlişkisi.....	101

### ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

#### 3.ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİ UYGULAYAN GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE ÖRNEKLERİ.....

##### 3.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini Uygulayan Ülke Örnekleri ..... 104

3.1.1. Gelişmiş Ülke Örnekleri, Gerekçe ve Performans.....	107
3.1.1.1. Yeni Zelanda.....	107
3.1.1.2. Kanada .....	111
3.1.1.3. İngiltere .....	114
3.1.1.4. İsveç.....	117
3.1.2. Gelişmekte Olan Ülke Örnekleri, Gerekçe ve Performans.....	120
3.1.2.1. İsrail.....	124
3.1.2.2. Brezilya .....	128
3.1.2.3. Şili.....	132
3.1.2.4. Meksika.....	136
<b>3.2. Türkiye Uygulaması .....</b>	<b>139</b>
3.2.1. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Koşulları ve Uygulanabilirliği .....	140
3.2.1.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Başlangıç Koşulları .....	142
3.2.1.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Dönemi: 2002-2005 .....	145
3.2.1.3. Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Dönemi: 2006 ve Sonrası .....	147
3.2.2. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Genel Çerçevesi.....	149
3.2.2.1. Para politikasında Nihai Fiyat İstikrarı Hedefi.....	153
3.2.2.2. TCMB’sının Bağımsızlığı, Şeffaflığı ve Hesap Verebilirliği .....	154
3.2.2.3. Türkiye’de 2002 Öncesi Mali Baskınlık ve Mali Derinlik .....	155
3.2.2.4. Türkiye’de 2002 Sonrası Mali Baskınlık ve Mali Derinlik .....	157

### DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

#### 4.FİYAT İSTİKRARI VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ..... İLİŞKİSİNİN ANALİZİ.....

##### 4.1.Uygulama Sonuçlarının Analizine İlişkin Literatür Araştırması..... 163

##### 4.2. Ekonometrik Analiz .....

4.2.1. Araştırmanın Amacı .....	172
4.2.2. Araştırmanın Yöntemi.....	172
4.2.3. Araştırmanın Modeli .....	173
4.2.4. Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımlanması.....	173
4.2.5. Araştırmada Kullanılan Verilerin Seçimi ve Kaynakları .....	174
4.2.6. Araştırmanın Sınırları .....	174
4.2.7. Araştırmanın Varsayımları.....	175

4.2.8. Araştırmanın Hipotezleri .....	175
4.2.9. Araştırma Sonuçları .....	176
<b>SONUÇ VE ÖNERİLER .....</b>	<b>180</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>188</b>
<b>ÖZGEÇMİŞ.....</b>	<b>215</b>

## ÖZET

1980’li yıllarda enflasyon dünya ekonomisinde ekonomik ve sosyal kökenli birçok problemi beraberinde getirmiştir. Enflasyonla mücadele ederken ülke ekonomilerinin fiyat istikrarında sürekliliği ve kalıcılığı sağlamaları gerekmektedir. Bunu realize etmek amacıyla, para politikasını fiyat istikrarının sağlanması yönünde yürütmekle yükümlü kılan enflasyon hedeflemesi stratejisi kullanılmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, Türkiye ekonomisinde 2002 yılından sonra enflasyon hedeflemesi stratejisinin tüketici fiyatları endeksi, döviz kuru sepeti, bütçe açığı/ GSYİH oranı, cari açık/ GSYİH oranı ve GSYİH büyüme oranı gibi temel makroekonomik değişkenlerde herhangi bir yapısal kırılma döneminin başlangıcı olup olmadığını belirlemektir. Çalışmanın amacına yönelik olarak enflasyon hedeflemesi stratejisi önce teorik olarak ele alınmış, fiyat istikrarına ve ekonomik istikrara etkisine değinildikten sonra Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesiyle ekonomik istikrarın göstergeleri ile değişkenlerin seviyelerinde ve oynaklık değerlerindeki değişimi analiz edebilmek için Chow ve Quant-Andrews yapısal kırılma testleri uygulanmıştır. Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) testi ile gerçekleştirilen durağanlık testi sonuçları analiz edilmiştir.

Çalışma dört bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde fiyat istikrarının kavramsal çerçevesi, iktisat teorilerinde fiyat istikrarı ve kullanılan alternatif para politikası stratejilerine yer verilmiştir. İkinci bölümde ekonomik istikrarın göstergeleri, enflasyon hedeflemesi stratejisinin güçlü, zayıf yönleri, fiyat istikrarına ve ekonomik istikrara etkisinin genel bir değerlendirilmesi yapılmıştır. Üçüncü bölümde ülke deneyimleri ve Türkiye uygulamasına yer verilmiştir. Son bölümde, enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik istikrar göstergeleri üzerindeki etkisi ampirik bir analizle irdelenmiştir. Analiz sonuçlarına göre, Türkiye’de 2002 yılından sonra uygulanan enflasyon

hedeflemesi stratejisinin belirlenen temel makroekonomik değişkenler üzerinde yapısal kırılmaya neden olduğu görülmüştür.

**Anahtar Kelimeler:** Fiyat İstikrarı, Ekonomik İstikrar, Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi, Yapısal Kırılma, Türkiye.

### ABSTRACT

In the 1980s, in the world economy inflation has brought many economic and social origin of many problems. Disinflation of the country's economy while ensuring continuity and permanence of price stability are required. In order to realize this, monetary policy oblige to use the inflation targeting strategy to walk towards ensuring price stability.

This study in Turkey's economy, after 2002 inflation targeting strategy, is the beginning of the period to determine whether any structural break on consumer price index, exchange rate basket, budget deficit / GDP ratio and the current account deficit / GDP ratio as the main macroeconomic variables. Working for the purpose of the study, inflation targeting strategy before been studied theoretically, the effect of price stability and economic stabilization and After the adoption of inflation targeting strategy in Turkey, to analyze the change in the indicators of economic stability in the level and volatility of the value of the variable changes, structural break tests the Chow and the Quant-Andrews were applied. The stability test results were analyzed by Extended Dickey Fuller (ADF) test performed.

The study consists of four parts. In the first part of this study conceptual framework of price stability and price stability in economic theory and alternative monetary policy strategies used are given. In the second section; the indicators of economic stability, the strengths and weaknesses of inflation targeting strategy, price stability and economic stability, an overall assessment was made of the effect. The third chapter is given to the experiences of countries and practice in Turkey. In the last section, the impact of the inflation targeting strategy, on economic stability indicators are examined in an empirical analysis. According to the results, in Turkey after the determination of the inflation targeting strategy in 2002 has been shown to cause structural breaks applied on the main macroeconomic variables.



**Key Words:** Price Stability, Economic Stability, Inflation Targeting Strategy, Structural Break, Turkey

## KISALTMALAR LİSTESİ

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BC	: Kanada Merkez Bankası
BDDK	: Bankacılık Düzenleme ve Denetim Kurulu
BE	: İngiltere Merkez Bankası
BI	: İsrail Merkez Bankası
BM	: Meksika Merkez Bankası
CBB	: Brezilya Merkez Bankası
CBC	: Şili Merkez Bankası
CCB	: Conference Board of Canada
ECB	: Avrupa Merkez Bankası
ERM	: Avrupa Döviz Kuru Mekanizması
FED	: Amerika Merkez Bankası
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
MCI	: Parasal Koşullar Endeksi
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)
PPK	: Para Politikası Kurulu
PTA	: Politika Hedef Anlaşması
RBNZ	: Yeni Zelanda Merkez Bankası
RİKS BANK	: İsveç Merkez Bankası
RPIX	: Perakende Fiyat Endeksi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TDK	: Türk Dil Kurumu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
ÜFE	: Üretici Fiyat Endeksi

## ŞEKİL LİSTESİ

Şekil 1.1. Para Politikasında Gecikme Sorunu .....	15
Şekil 1.2. Samuelson-Solow Tipi Phillips Eğrisi .....	23

## GRAFİK LİSTESİ

Grafik 3.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini Uygulayan Ülke Sayısı.....	106
Grafik 3.2. Yeni Zelanda'da Yıllık Enflasyon Oranları.....	110
Grafik 3.3. Kanada'da Yıllık Enflasyon Oranları.....	114
Grafik 3.4. İngiltere'de Yıllık Enflasyon Oranları.....	117
Grafik 3.5. İsveç'te Yıllık Enflasyon Oranları.....	120
Grafik 3.6. İsrail'de Yıllık Enflasyon Oranları.....	127
Grafik 3.7. Brezilya'da Yıllık Enflasyon Oranları.....	131
Grafik 3.8. Şili'de Yıllık Enflasyon Oranları .....	135
Grafik 3.9. Meksika'da Yıllık Enflasyon Oranları .....	139
Grafik 3.10. Türkiye'de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2002-2005) .....	146
Grafik 3.11. Türkiye'de Büyüme Oranları (2002-2005) .....	146
Grafik-3.12. Türkiye'de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2006-2014) .....	148
Grafik 3.13. Türkiye'de GSYİH Büyüme Oranı 2001-2014 (yüzde değişim) .....	159
Grafik 3.14. Türkiye'de Cari Açık / GSYİH Büyüme Oranı 2001-2014 .....	161

## TABLO LİSTESİ

Tablo 1.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ile İlgili Bazı Tanımlar .....	47
Tablo 1.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Kurumsal ve Ekonomik .....	
Önkoşulları.....	60
Tablo 1.3. Alternatif Para Politikası Stratejilerinin Avantajları .....	67
Tablo 1.4. Alternatif Para Politikası Stratejilerinin Dezavantajları .....	68
Tablo 3.1. Ülkelerin Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini Uygulamaya Başladıkları .....	
Tarihler .....	105
Tablo 3.2. Yeni Zelanda'nın Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Genel Çerçevesi.....	109
Tablo 3.3. Kanada'nın Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Genel Çerçevesi.....	112
Tablo 3.4. İngiltere'nin Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Genel Çerçevesi .....	116
Tablo 3.5: İsveç'in Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Genel Çerçevesi.....	119
Tablo 3.6. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini Uygulayan Ülkelerin Ortalama.....	
Enflasyon .....	Oranları
.....	124
Tablo 3.7. Türkiye'de Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon.....	148
Tablo 4.1. Chow Yapısal Kırılma Testi Sonuçları .....	177
Tablo 4.2. Quant-Andrews Yapısal Kırılma Testi Sonuçları.....	177
Tablo 4.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Öncesi ve Sonrasında TÜFE, Döviz .....	
Kuru Sepeti, Bütçe Açığı/ GSYİH, Cari Açık/ GSYİH, GSYİH Büyüme ...	
Oranı Betimsel İstatistikleri.....	178
Tablo 4.4. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Sonrası Dönem İçin Yapılan Durağanlık	
Testi Sonuçları.....	179

## GİRİŞ

1980’li yıllardan sonra yoğunlaşan araştırmaların sonucunda, merkez bankaları ve para politikasının sahip olması gereken temel prensiplerden en önemlisi fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Fiyat istikrarının uzun dönemde para politikasının öncelikli hedefi olması, fiyat istikrarının nominal çapa (ara hedef) kullanılması, merkez bankasının tam bağımsız, hesap verebilir olması, merkez bankasının uygulamalarında kamuoyuna karşı şeffaf davranması ve fiyat istikrarının yanında finansal istikrarı sağlama amacının da olması, üzerinde fikir birliği sağlanan diğer kurumsal özelliklerdir.

Birçok ülkede fiyat istikrarının sağlanması ile birlikte kaynak verimliliğinin artması, belirsizliğin azalması, ekonomik etkinliğin sağlanması gibi olumlu sonuçlar fiyat istikrarının önemini daha çok artırmıştır ve uzun dönemde para politikasının öncelikli amacının fiyat istikrarı olması gerektiği konusunda bir fikir birliği olmuştur. Para otoritesi uygulamaya yönelik olarak döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi stratejisi olmak üzere üç alternatif para politikası stratejisini tercih etmektedir. Bu stratejilerin birbirlerinden farklı özellikleri olduğu gibi, fiyat istikrarı önemli bir ortak özelliğidir. Fiyat istikrarı anlamına gelen düşük ve istikrarlı enflasyon oranı için kullanılan alternatif para politikalarının sahip oldukları dezavantajlar sebebiyle, ekonomide tam anlamıyla uygulanabilmeleri mümkün olmamıştır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı ülkelerde enflasyon oranlarının düşmesi dolayısıyla fiyat istikrarını sağlamada önemli başarıların elde edilmesi, ekonomik şoklara olan dayanıklılığın artması, büyümenin olumlu etkilenmesi konusunda görülen gelişmeler, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasını yaygınlaştırmıştır. Artan yönelimin bir diğer sebebi ise, enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik değişkenler üzerinde olumlu etkisi olduğu görüşünün oluşması ve bu stratejiye ilişkin ülke deneyimleri üzerine yapılan ampirik analiz bulgularının bu sonuçları destekler nitelikte olmasıdır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesiyle birlikte, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik değişkenlerin seviyelerinde ve oynaklık değerlerinde kırılma ve değişimler ortaya çıkmıştır. Tezin amacı söz konusu literatürden esinle, Türkiye’de de enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik değişkenler açısından benzer bir yapısal kırılma ve değişim döneminin başlangıcı olup olmadığını saptamak ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansını ölçmektir. Türkiye’de fiyat istikrarı enflasyon hedeflemesi stratejisi ilişkisi, teorik gelişmeler ve ekonomik politika uygulamalarının sonuçları yardımıyla açıklanmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performans üzerindeki etkileri konusunda, literatürde 1990’lı ve 2000’li yıllarda ortaya çıkan görüş ayrılığı temel alınmak koşuluyla, enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansı pozitif yönde değiştireceği tezi savunulmaktadır. Para politikası stratejileri ve özellikle enflasyon hedeflemesi stratejisini teorik ve uygulama yönleriyle ele almak suretiyle edinilen bilgiler ışığında; Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik değişkenlerden tüketici fiyatları endeksi, döviz kuru sepeti, bütçe açığı/GSYİH ve cari açık/ GSYİH’da herhangi bir değişime neden olup olmadığı gözlenmiştir. Konu önce teorik boyutta ele alınmış, daha sonra uygulanacak modelde yer alan değişkenler kısaca tanımlandıktan sonra ekonometrik analiz yapılmıştır.

Çalışma değerlendirme ve sonuçlar ile birlikte beş bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde, fiyat istikrarı kavramı ve iktisat okullarının fiyat istikrarı ile ilgili görüşleri ve para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı olmasına katkı sağlayan teorik görüşlere yer verilmektedir. Fiyat istikrarı hedefine yönelik para politikası stratejileri enflasyon hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme stratejileri fiyat istikrarı açısından karşılaştırılmaktadır. Güvenilir bir para politikasının taşınması gereken nitelikler çerçevesinde temel bileşenleri, avantaj ve dezavantajları göz önüne alınarak da irdelenmeye çalışılmıştır.

İkinci bölümde, ekonomik istikrar kavramı, iç ekonomik istikrar, dış ekonomik istikrar olarak tasnif edilmiş; aynı zamanda ekonomik istikrarın enflasyon, bütçe açığı, iktisadi büyüme, işsizlik olmak üzere içsel; cari denge, döviz kuru, ihracat/ ithalat oranı, sermaye hareketleri olmak üzere dışsal göstergeleri açıklanarak, enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarına ve ekonomik istikrara etkisi açıklanmaktadır.

Ayrıca, enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik istikrarı sağlamada güçlü ve zayıf yönleri ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin etkinliğini sınırlayan kısıtlar ele alınmıştır.

Üçüncü bölümde, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan gelişmiş ve gelişmekte olan seçilmiş ülkelerin ve Türkiye'nin uygulama özellikleri, elde edilen sonuçlar, ülke deneyimleri incelenmiştir. Dördüncü ve son bölümde, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması sonrasında belirlenen makroekonomik değişkenlerde yapısal kırılmaya neden olup olmadığı incelenmiş ve durağanlık testi sonuçlarının değerlendirilmesi neticesinde, Türkiye'de 2002 sonrası dönemde tüketici fiyatları endeksi, ½ ABD Doları ile ½ Euro toplamı olarak hesaplanan döviz kuru sepeti, bütçe açığı / GSYİH oranı, cari açık / GSYİH oranı ve GSYİH büyüme oranı gibi makroekonomik değişkenlerde bir istikrar sağlanıp sağlanmadığına yönelik analiz yapılmıştır.

Çalışma tüketici fiyatları endeksi, döviz kuru sepeti, bütçe açığı / GSYİH oranı, cari açık / GSYİH oranı ve GSYİH büyüme oranı değişkenleri bazında Türkiye'de enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik istikrarı sağlayıp sağlamadığını ele almaktadır. Genel değerlendirme ve sonuçlar bölümünde ise çalışmanın bütünlüğü içerisinde elde edilen bilgiler ışığında yapılan bazı değerlendirmeler ve sonuçlara yer verilmiştir.

## **BİRİNCİ BÖLÜM**

# **FİYAT İSTİKRARI KAVRAM, KURAM VE ALTERNATİF PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ**

Bu bölümde, iktisat literatürüne yapılan teorik ve ampirik düzeyde katkılar ve ülke deneyimlerinin gösterdiği pratik kanıtlar çerçevesinde para politikasının öncelikli hedefinin fiyat istikrarı olmasına ilişkin olarak görüşler yer almaktadır. Öncelikle, fiyat istikrarı kavramının anlamı ve taşıdığı önem ele alınmaktadır.

## **1.1.FİYAT İSTİKRARI: ANLAMI VE ÖNEMİ**

Friedman'a (1977) göre, enflasyonun gelecekteki yönü hakkındaki belirsizlikte ortaya çıkan bir artış ekonomik etkinliği olumsuz yönde etkilemektedir. Ekonomik etkinlik açısından ortaya çıkan maliyetin iki kaynağı bulunmaktadır (Davis ve Kanago, 1996: 165): İlki gelecekte enflasyon hakkındaki belirsizliğin tüketicilerin görelî fiyatları doğru biçimde belirlemelerini zorlaştırması ve diğeri gelecek enflasyon hakkında belirsizlikteki artışın karar birimlerinin uzun dönemli sözleşmelere gitme isteğini azaltmasıdır.

Yüksek enflasyonun daha yüksek belirsizlik anlamına gelmesi gerçeğinden hareketle, fiyat istikrarı fiyat düzeyi istikrarı olarak, yani düşük varyanslı durağan bir fiyat düzeyine ithafen kullanılabilir. Fiyat istikrarı, uygulamada ise düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının varlığına işaret etmektedir (Vinals, 1998). Fiyat istikrarı için, yıllık enflasyon oranının iki haneli rakamlardan düşük olmasını gerektirmektedir.

Mishkin, fiyat istikrarı amacının, enflasyonun düşük düzeyde tutulması ve fiyat deflasyonundan da kaçınmak olduğunu vurgular. Çünkü deflasyonun önlenmesi, enflasyonun önlenmesi kadar önemlidir. (Mishkin, 1997a: 91-92) Fiyat istikrarının sağlanamaması durumunda karşılaşılan sorunları ortaya koymak, fiyat istikrarına neden önem verildiğini anlamak için gereklidir (TCMB, 2002: 1; Yükseler, 2005a: 5).

- Fiyat istikrarı sağlanamadığı ortamlarda ekonomide karar alan tüm birimler, yatırım ve tüketim kararlarını alırken görelî fiyat değişmelerini kolaylıkla ayırt edememekte ve sağlıklı karar verebilmek için gerekli ve yeterli bilgiye sahip olamamaktadırlar.
- Yüksek ve sürekli enflasyon yaşanan ortamlarda yatırımcılar, özellikle uzun

vadeli yatırımlarının getiri oranlarına ek olarak enflasyon ortamının yarattığı belirsizlik nedeniyle risk primi talep etmektedirler ve bunun bir sonucu olarak risk primi içeren reel faiz oranları yüksek seyretmektedir.

- Enflasyon, piyasadaki aktörlerin geleceği öngörememeleri nedeniyle finansal piyasaların verimli finansal aracılık yapma işlevlerini sağlıklı biçimde yerine getirmesini engellemektedir.
- Fiyat istikrarının sağlanamadığı bir ortam, uygulanan politikalara güvensizlik yaratmakta ve hükümetlerin kapsamlı ve uzun soluklu ekonomik programlar uygulayamamasına yol açmaktadır.
- Yüksek enflasyon, işgücü piyasalarının etkin çalışmasını engellediği gibi adil gelir dağılımını da bozmaktadır.
- Yüksek enflasyon, bireylerin karar alma süreçlerinde geleceğe bakmaktan çok geçmişe endekslenme alışkanlıklarının ortaya çıkmasına yol açmakta ve enflasyonun atalet kazanmasına neden olmaktadır.

Fiyat istikrarının olmadığı ekonomilerde, enflasyonun oluşturduğu maliyetler daha yüksektir. Enflasyonun maliyetlerine, faiz getirisi olmayan paranın günlük işlemlerde ve giderek artan miktarlarda kullanımından ortaya çıkan maliyet ve vergi sistemini tahrip etmesi de ilave edilebilir. Enflasyonun hızındaki ani ve beklenmedik değişiklik sermayenin maliyetini arttırdığı için yatırımları optimal seviyenin altına düşürür. Enflasyonun yükselmesine paralel olarak artan vergi yükü sermayenin yanlış yatırımlara aktarılmasına neden olarak, kurumsal yatırımların verimli alanlardan uzaklaşmasına ve emek piyasasında dengenin bozulmasına da neden olabilecektir (Fischer, 1993: 5-7). Fiyat istikrarının yol gösterici olma özelliği, enflasyonun söz konusu maliyetlerini azaltarak ekonominin daha etkin çalışmasını sağlar.

Enflasyon ataletinin ileriye dönük yatırımlar ve projelerin uygulanmasını engellemesi fiyat istikrarını, bir toplumun iktisadi ve sosyal refahının sağlanması açısından son derece önemli kılmaktadır. Bu nedenle, zaman içinde para politikasının birincil amacının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak belirlenmesi daha fazla kabul görmektedir (Kara ve Orak, 2008: 2).



Parasal ekonomide teorik gelişmelerin yaşanması ve enflasyonla ilgili tecrübeler nedeniyle merkez bankası fiyat istikrarı hedefini işsizlik ve büyüme hedeflerinin üzerinde tutmaktadır (Goodfriend, 2000: 195). Üretimi artırmak ve işsizliği sürdürülebilir düzeyin altına düşürmek amacıyla ortaya çıkan aktivist para politikalarının işsizlikte kalıcı bir düşme, üretimde kalıcı bir artış yerine enflasyon düzeyinde artışa neden olduğuna dair iktisadi alanda görüş birliği oluşmuş ve dolayısıyla fiyat istikrarı taahhüdü para politikasının öncelikli amacı olarak yaygınlaşmıştır (Mishkin, 1997b: 2). Böylece, merkez bankalarının yüksek enflasyonla yaşama deneyimi çerçevesinde fiyat istikrarını sağlama çabaları artmaya başlamıştır. Fiyat istikrarı kavramından, fiyat istikrarının sağlanamaması durumunda karşılaşılan sorunlardan ve iktisat teorilerinde fiyat istikrarı kavramı ele alınmaktadır.

## **1.2. İKTİSAT TEORİLERİNDE FİYAT İSTİKRARI KAVRAMI**

Enflasyon, kamusal harcamalarını finanse etmek amacıyla para arzının, para otoriteleri tarafından kontrolsüz bir şekilde artırılmasından kaynaklanmaktadır. İktisat teorileri, para arzı artışlarının enflasyona sebep olmayacak şekilde sınırlandırılması konusunda farklı görüşlere değinmektedirler. Bu çerçevede; Klasik yaklaşım, Keynesyen yaklaşım, Monetarist yaklaşım, Yeni Klasik İktisat yaklaşımı, Yeni Keynesyen yaklaşım ve Post Keynesyen yaklaşım gibi temel yaklaşımların varsayımları ve fiyat istikrarı ile ilgili görüşlerine yer verilmektedir.

### **1.2.1. Klasik Yaklaşımda Fiyat İstikrarı**

Klasik Ekonomistler 1770'li yıllardan 1930'lı yıllara kadar fiyat düzeyi, ulusal hasıla düzeyi, istihdam ve harcamalar gibi toplam ekonomik değişkenlerin nasıl belirlendiğini sistematik bir şekilde açıklamışlardır. Klasik İktisat Teorisinin temel varsayımları şunlardır (Miller ve Pulsinelli, 1989: 323): Ekonomide mal ve faktör piyasasında tam rekabet koşulları geçerlidir. İktisadi birimlerin kendi çıkarlarını maksimize etme doğrultusunda hareket etmelerinin doğal sonucu olarak, tüketiciler ve çalışanlar faydalarını, müteşebbisler toplam karlarını maksimum düzeye çıkarmaya çalışırlar. İktisadi birimler ücret, fiyat ve faiz oranlarındaki reel değişiklikleri doğru algıladıkları için parasal yanılmaya uğramazlar. Söz konusu değişkenlerde reel bir değişiklik ortaya çıkmadığı sürece davranışlarını değiştirmezler. *“Para arzını arttırıp, ücretleri reel olarak düşürerek üretim maliyetlerini kısmak ve üretimi arttırmak”*

mümkün değildir. Para arzındaki artıştan kaynaklanan fiyat artışları karşısında, ücretlerinin reel anlamda arttığını gören işçiler, ücretlerinin arttırılmasını talep ederler. Üreticilerin ücret artırımına gitmesi maliyet artışı ile birlikte fiyat artışına neden olur.

Klasik iktisat yaklaşımı iktisadi istikrarı sağlamak ve siyasal iktidarın savurganlıklarını önlemek için sadece bireysel girişimin teşvik edilmesini değil, para arzının kontrolü ve bütçe denkleğinin sağlanmasını ve borçlanma yoluna gidilmemesini de önermektedir.

Klasik yaklaşımda para ve maliye politikalarının iktisadi istikrarın sağlanmasındaki rolleri, ekonomi sürekli tam istihdam dengesinde bulunacağı için sınırlıdır. Tam istihdam dengesi, fiyat ve ücretler esnek olduğu için nispi fiyat değışiklikleri aracılığıyla sağlanır. Fiyatlar genel düzeyi tedavüldeki para miktarı sabit kaldığı sürece istikrarlıdır. Bu nedenle klasik iktisatçılar, *“para stokundaki değışiklikler uzun dönemde mal ve hizmetlerin nispi fiyatları, reel ücret oranları, reel faiz oranları, istihdam ve hasıla değışkenlerini etkilemez”* görüşündedirler. İktisadi sistemde parasal otoriteler para stokunun stabilize edilmesi için müdahalede bulunabilirler (Miller ve Pulsinelli, 1989: 355).

Klasik makro teoride, nominal para arzı artışının fiyatlar genel seviyesini yükseltme mekanizmasında firmalar ve tüketiciler sadece işlem güdüsü ile para talep ederler ve fazla parayı mal ve hizmet alımında kullanırlar. Mal ve hizmetlere yönelen bu talep artışı, kısa dönemde mal ve hizmet üretiminin artması ile dengelenemeyeceğinden mevcut mal ve hizmetlerin fiyatları yükselecektir. *“Klasik makro teoride, fiyatlar genel seviyesi nominal para arzının artan bir fonksiyonudur. Nominal para arzı arttığında fiyatlar genel seviyesi yükselir ve nominal para arzı azaldığında fiyatlar genel seviyesi düşer”* (Miller, 1991: 388).

Klasik makro iktisat teorisinde parasal değışkenlerin rolünü incelemek için, *Paranın Miktar Teorisi* kullanılır. Klasikler paranın merkez bankasınca dışsal olarak belirlendiğı görüşündedirler. 1960’larda İngiltere için para arzının daha çok banka kredileri ile sağlandığı gerçeğı ortaya çıkınca, bu görüş sarsıntıya uğramıştır (Niggle, 1991:140). 1911 yılında Fisher tarafından esasları belirtilen miktar teorisine göre, bir ekonomide para miktarında meydana gelecek artma ya da azalmalar, aynı yönde ve

aynı oranda ekonomideki fiyatlar genel düzeyine yansiyacaktır (Fisher, 1932: 29).

Fisher miktar teorisini mübadale denklemi adını verdiği bir denklemle açıklar. Daha sonra ‘Fisher Denklemi’ olarak da ifade edilen bu denklem (Fisher, 1911: 90);  $M.V=P.T$  ‘dır. Denklemde  $M$  ekonomideki para arzını,  $V$  paranın dolaşım hızını, yani ekonomideki para miktarının belirli bir dönemde kaç kere el değiştirdiğini,  $P$  ödemelere konu olan işlemlerin ortalama fiyatını (fiyatlar genel düzeyi),  $T$  işlem hacmini yani paranın aracılık ettiği işlemlerin miktarını ifade etmektedir. Fisher denklemi yardımı ile fiyat istikrarının nelere bağlı olduğu kolayca ortaya konabilmektedir.

Para sistemindeki derin değişikliklerden etkilenmeyerek günümüze kadar gelen Miktar Teorisi bir enflasyon teorisi olarak devam etmektedir (Graff, 2008). Fisher’in miktar teorisi yapılan düzenlemelerden sonra enflasyonu veren formül şu şekilde yazılmıştır.

$$mv:py \quad (1.1)$$

$$\frac{\Delta M}{M} + \frac{\Delta V}{V} : \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta Y}{Y} \quad (1.2)$$

$$m+v:\pi+y \quad (1.3)$$

$$\pi:m+v-y \quad (1.4) \quad \text{enflasyonu veren formüldür. Bu}$$

denklemlerde  $M$  para arzını,  $V$  paranın el değiştirme hızını,  $P$  fiyatları ve  $Y$  de GSYİH’ı göstermektedir. Küçük harflerle gösterilen dinamik değişkenlerde bu birimlerdeki dinamik değişimi göstermektedir. (1.4) denklemine göre enflasyonla para arzı ve paranın el değiştirme hızı aynı yönde; enflasyonla çıktı düzeyi  $Y$  ise ters yönde hareket etmektedir. Son denklemin ifade ettiği anlam, enflasyon düzeyinin para arzı ile arttığı ve toplam taleple toplam arz arasındaki farkında enflasyona yön veren bir olay olduğudur (Fisher, 1932: 35).

Fisher paranın değerini para arzını ön plana alarak açıklamıştır. Cambridge denkleminde para talebini öne çıkararak bir yaklaşım geliştirilmiştir.  $M= k PY$  şeklinde, ifade edilen ve kısaca Cambridge denklemi denilen ve Cambridge nakit dengesini veren denklemde  $M$  ekonomideki her türlü para arzını,  $Y$  reel milli geliri,  $k$  karar birimlerinin yanlarında bulundurmaya istedikleri para miktarının nominal milli gelir içindeki payını (yani oluşan nominal milli hasıla için ne kadar para talep edildiğini),  $P$  fiyatlar genel

düzeyini, ifade etmektedir. Denklemde sol tarafı, ekonomideki para arzını ( $M$ ), sağ tarafı ise para talebini ( $kPY$ ) ifade etmektedir. Denklemde  $kY$  reel milli gelir ( $Y$ ) ile nominal milli geliri gerçekleştirmek için elde tutulmak istenen paranın nominal milli gelire oranının ( $k$ ) çarpımı, reel para talebini verir.  $kY P$  ile çarpıldığında nominal para talebi elde edilir.

$M = k PY$  denkleminde  $P$ 'yi yani fiyatlar genel düzeyi yalnız bırakıldığında,  $P=M$  (para arzı),  $kY$  (Reel para talebi),  $kY$ 'nin kısa dönemde değişmediği varsayıldığında, para arzındaki ( $M$ ) artış, fiyatlar genel düzeyini aynı yönde ve aynı oranda değiştirecektir. Görüldüğü gibi, para tutumu yaklaşımı ile mübadele yaklaşımı aynı sonuca varmaktadır. İşlem güdüsü ile para talebi, toplam harcamaların parasal değerinin artan bir fonksiyonudur. Daha açık söylemek gerekirse, yapılacak alışveriş hacmi büyüdükçe, bireylerin yanlarında bulunduracakları, yani talep edecekleri para miktarı artar. Alışveriş hacmi düşük ise bu amaçla talep edilecek para miktarı düşer. Çünkü işlem güdüsü ile para talebi, alışveriş yapmak için talep edilen para miktarını gösterir (Froyen, 1999: 49-55).

Irving Fisher ve Cambridge'li iktisatçılar para talebine ilişkin klasik yaklaşımı geliştirmişlerdir. Bu yaklaşımda para talebi gelir tarafından belirlenmektedir. Fisher para talebini etkileyen kurumsal ve teknolojik faktörler üzerinde durmuş ve faiz oranının para talebi üzerindeki olası etkilerini ele almamıştır. Cambridge yaklaşımı ekonomik birimlerin tercihleri üzerinde durmakta, faiz oranlarının para talebi üzerindeki etkisini tamamen yok saymamaktadır.

### **1.2.2. Keynesyen Yaklaşımda Fiyat İstikrarı**

Klasik makro iktisat teorisinin ekonominin daima tam istihdam seviyesinde dengede bulunacağı, ekonomide genel bir toplam (efektif) talep yetersizliğinin ortaya çıkmayacağı bu nedenle de ekonomiye devlet müdahalesinin gereksiz olduğu görüşüne karşı; Keynes, ekonominin prensip olarak eksik istihdam seviyesinde dengede bulunacağını, bunun nedeninin efektif talep yetersizliği olduğunu, ekonomiyi tam istihdam seviyesine yükseltmek için devletin genişletici maliye politikası ile efektif talebi arttırması gerektiğini ileri sürmüştür. Kamu harcamalarının artırılması ile doğrudan ve vergi oranlarının azaltılması ile dolaylı olarak efektif talebi arttırmak mümkündür

(Snowdon vd, 1994: 60-62).

Tam istihdam seviyesine ulaşabilmek amacıyla yapılan efektif talebi artırıcı devlet müdahalesi para politikasını değil maliye politikasını esas almalıdır. Çünkü, özellikle derin durgunluk dönemlerinde, para politikasının üretim ve istihdam seviyesi üzerindeki etkisi sınırlı iken, maliye politikasının etkisi büyüktür. Keynes, işlem güdüsü ile para talebine ilave olarak ihtiyat güdüsü ve spekülasyon güdüsü ile para talebi kavramlarını ortaya koymuştur. İşlem ve ihtiyat güdüsü ile para talebi milli gelir ile doğru yönlü, spekülasyon güdüsüyle para talebi ise faiz oranı ile ters yönlü bir fonksiyonel ilişkiye sahiptir. Keynes'e göre faiz, parayı likit olarak el atında tutmaktan vazgeçmenin bir mükafatıdır. Belirsizliğin hakim olduğu bir dünyada, parayı diğer aktiflere yönlendirmektense elde tutmayı teşvik eden spekülatif bir güdünün varlığı nedeniyle likidite tercihi faiz oranının belirlenmesinde tasarruf kararından daha etkilidir (Keynes, 2010). Keynes likidite tercihi (para talebi) fonksiyonuna spekülasyon güdüsü ile para talebini ilave ederek, faiz oranının sadece para arzına değil fakat onunla birlikte ekonomik istikrara ve güven duygusuna bağlı olduğunu göstermiştir (Keynes, 2013: 154).

Para talebi fonksiyonunun istikrarlı olduğunu ileri süren Klasik makro iktisat teorisinde, paranın miktar teorisine göre paranın dolanım hızı ( $V$ ) kısa dönemde sabittir. Klasik makro iktisat teorisinde para yansızdır, klasik dikotomi ilkesi gereğince üretim ve istihdam seviyesi üzerinde hiçbir reel etkiye sahip değildir. Keynes, hem rekabet şartlarında çalışan işgücü piyasasını hem de Say Yasasını kabul etmediği için, ekonominin tam istihdam seviyesinde dengede olduğunu varsaymaz. Ekonomi eksik istihdam dengesinde ise, toplam arzın tam esnek olması durumunda, para arzındaki artıştan kaynaklanan bir toplam talep artışı, ekonomi tam istihdam seviyesine ulaşmaya kadar sadece reel üretim ve istihdamı artırır, fiyatlar genel seviyesini etkilemez. Keynes'in likidite tercihi (para talebi) teorisine göre, bireylerin para talebi değişirse paranın dolanım hızı değişebilir. Klasik makro iktisat teorisinin paranın dolanım hızını sabit varsaymasına karşılık, Keynes paranın dolanım hızının değişken olduğunu ileri sürmektedir. Klasik makro iktisat teorisinin Fisher yaklaşımına göre,  $MSV=PY$ 'dir. Bu denklemde toplam arz ( $Y$ ) ile paranın dolanım hızı ( $V$ ) sabittir. Bu

nedenle para arzında meydana gelen bir artış, sadece fiyatlar genel seviyesini etkileyebilir. Keynes'e göre, ekonomi eksik istihdam seviyesinde dengede iken, para arzındaki bir artış; paranın dolanım hızını ( $V$ ), fiyatlar genel seviyesini ( $P$ ) veya toplam arzu ( $Y$ ) değiştirebilir. Para arzı, toplam arzu etkileyebileceğine göre, ekonomi eksik istihdam seviyesinde dengede iken, para yanlıdır.

Keynes, farklı özellikleri olan iki çeşit enflasyon olduğunu belirtmektedir (Keynes, 2010: 215) : Bunlardan birincisi, kar enflasyonu yani talep enflasyonu olup, ekonomide fazla talebin neden olduğu fiyatlar genel düzeyindeki yükselişlerdir. İkincisi ise, işçi sendikalarının baskısı sonucu ücret ve fiyatlardaki otonom artışlardır ki, bu da maliyet enflasyonudur.

Ekonomi tam istihdam denge seviyesine ulaştığında, Keynes'in genel teorisi ile Klasik makro iktisat teorisi, klasik dikotomi ilkesini, paranın yansızlığını ve Klasik paranın miktar teorisini kabul ederler. Klasik makro iktisat teorisi, para arzındaki bir artışın fiyatlar genel seviyesini aynı oranda arttıracakını kabul etmesine karşın Keynes, ekonomi tam istihdam denge seviyesine geldiğinde, para arzındaki bir artışın sadece fiyatlar genel seviyesini yükselteceğini ileri sürer ve para arzındaki artış oranı ile fiyatlar genel seviyesindeki artış oranının birbirine eşit olacağını kabul etmez. Keynesyen yaklaşım taraftarları fiyat istikrarından ve fiyat istikrarının sağlanarak enflasyonun düşürülmesinden çok iktisadi büyüme veya istihdam artışını öncelikli olarak amaçlamışlardır. İktisadi büyüme içinde önerdikleri iktisat politikası uygulaması maliye politikası, yani kamu harcamalarının artırılması yönündeki düşünceleridir.

### **1.2.3.Monetarist Yaklaşımında Fiyat İstikrarı**

1970'li yılların başında, Keynesyen iktisat'ın yüksek enflasyon, işsizlik ve düşük büyüme sorunlarına çare bulamayışı, özellikle ihtiyari para politikalarının sorgulanmasına neden olmuştur. Monetaristlerin öncüsü Friedman, istihdam ve milli gelir gibi kısa vadeli reel ekonomik değişkenleri yönetmede, uzun ve değişken zaman gecikmeleri sebebiyle para politikasının yetersiz kaldığını ileri sürmüş, ihtiyari para politikası yerine kurala dayalı para politikasını önermiştir. Ekonomide fiyat istikrarı ekseninde değerlendirme yapıldığı zaman Monetarist yaklaşıma göre, para arzının artışı veya azalışı, fiyat istikrarını bozucu etkiler doğurur. Eğer ekonomide reel büyüme trendi ile örtüşmeyen, tutarlılık göstermeyen bir para artışı olursa, enflasyonist

eğilimlerin söz konusu olabileceği; reel büyüme trendi ile tutarlılık gösteren para artışı olursa da deflasyonist eğilimlerin söz konusu olabileceği öne sürülmüştür. Ekonomideki istikrarsızlığın, yani fiyat istikrarının bozulmasının arka planında reel büyüme trendi ile tutarlılık göstermeyen parasal genişleme ve parasal daralma politikaları vardır. Monetarist yaklaşım, devlet müdahaleciliğinin de minimizasyonu yönünde bir tablo ortaya koymuştur (Froyen, 1999: 190-192).

Ekonominin kısa vadeli dinamiklerinden çok, uzun vadeli dinamikleri üzerinde yoğunlaşan Monetarist yaklaşım, ekonomik istikrarın sağlanmasında kurala dayalı para arzı artışını benimsemişlerdir. Buna ilişkin temel öneriler şu şekilde özetlenebilir (Friedman, 1970: 22-26):

- Parasal büyümenin etkilerindeki gecikme olgusu dikkate alındığı takdirde, parasal değişim ile gelir değişimi arasındaki ilişkiler mükemmel değildir.
- Uzun vadede parasal genişleme fiyatları 5-10 yıl arası kısa vadede ise, parasal genişleme hasıla düzeyini etkiler.
- Enflasyon, para miktarındaki artışın, hasıla artışından daha hızlı olması durumunda ortaya çıkan, “*Her zaman ve her yerde parasal bir olgudur*”.
- Kamusal harcamalar, para basma ya da mevduat genişlemesi yöntemleri ile finanse edilirse enflasyonist ilişkileri kuvvetlendirir, vergiler ya da borçlanma yöntemi ile finanse edilirse enflasyonist etkiler doğurmaz. Maliye politikasının yükümlülüğü, sözkonusu harcamaların yükünü kimlerin üstlendiğinin bilinmesi ile ilgilidir, tek başına enflasyonist bir etki doğurmamaktadır.
- Para miktarındaki değişikliğin ilk etkisi gelir üzerinde gözlenmez, mevcut kıymetli varlıkların, tahvillerin, hisse senetlerinin, evlerin ve diğer fiziksel sermaye bileşenlerinin fiyatları üzerinde gözlemlemek mümkündür. Dolayısıyla, likitide etkisini gelir hesaplarından değil, bilançolarda görebiliriz. Keynesyenler sınırlı sayıda finansal araç ve bu araçların faiz oranlarını dikkate almasına rağmen, Monetaristler çeşitli finansal araçları ve faiz oranlarını göz önüne alırlar.
- Parasal büyümedeki değişiklikler faiz oranlarını ilk önceleri düşürmesine karşın,

daha sonraları harcamaların yükselerek enflasyonist fiyat artışlarını körüklemesiyle faiz oranlarını yükseltebilir. Bu nedenle, Monetaristlere göre faiz oranları para politikası için yanıtıcı bir kılavuzdur.

Para miktarı büyüme oranı ile nominal gelirin büyüme oranı arasındaki tutarlı ilişki neticesinde faiz miktarındaki hızlı büyüme nominal gelir artışını doğurmaktadır. Para miktarındaki büyümenin geliri etkilemesi belirli bir zaman sürecini gerektirdiği için, bu konuda kesin bir süre belirtmek yanlış olur. Parasal büyüme oranındaki bir değişikliğin nominal gelir büyüme oranı üzerinde meydana getirdiği etkiyi yaklaşık 6 ay ile 9 ay gibi bir süre sonra gözlemlemek mümkündür. Nominal gelir büyüme oranındaki değişiklik ilk etapta fiyatlar üzerinde hiç etkili olmamakta, hasıla üzerinde etkili olmaktadır. Gelir ve hasıla üzerindeki etkiden 6-9 ay sonra, fiyatlar üzerinde etki meydana gelmektedir. Dolayısıyla, parasal büyümedeki bir değişiklik ile enflasyon oranındaki değişiklik arasındaki gecikme, 12 ile 18 ay arasında değişen bir süreyi kapsar.

Monetarist yaklaşım, para politikasını orta vadeli perspektifte değerlendirmektedir. Para politikasının kısa vadeli sonuçları için belirsizlikler içermektedir. Orta vadede para arzı ile fiyatlar genel düzeyi arasında oldukça istikrarlı bir ilişki bulunmaktadır. Monetarist yaklaşım, bu nedenle sabit parasal büyüme kuralının uygulanmasını önermektedir (Friedman, 1968:11). Bu kuralın uygulanması halinde, para otoritesinin performansını ölçme konusunda iyi bir kriter sağlanacağı ve para politikasının ekonomi üzerinde güçlü etkilere sahip olduğu vurgulanmaktadır. Para politikalarının etkileri uzun ve değişken bir gecikmeyle ortaya çıktığı için, para politikalarının etkileri konusunda büyük bir belirsizlik söz konusudur. Bu belirsizlik sebebiyle, üretim ve istihdamdaki dalgalanmaları azaltmak için alınan para politikası önlemlerinin başarıyla uygulanması zorlaşmaktadır (Friedman ve Bordo, 2007: 258).

Monetaristler, uygulanan bir politikanın etkisinin arzulanan bir zamanda gerçekleşmesi ile istikrar politikalarının başarılı olduklarını savunmaktadırlar. Uygulanan bir istikrar politikasının ekonomiyi kısa sürede etkilemeyerek, belirli bir gecikmeyle gelecek bir zaman diliminde etkilemesi ve gelecekle ilgili ekonomik değerlendirmeler konusunda bilgi düzeyinin sınırlı olması nedeniyle istikrar politikaları tam bir zamanlamayı başaramamaktadır (Friedman, 1948).



Para politikasının ekonomi üzerindeki etkileri, belirli bir zamansal gecikme ile ortaya çıkmaktadır: Tanıma gecikmesi, uygulama gecikmesi ve etki gecikmesi. Tanıma gecikmesi, bir politika değişikliğine ihtiyaç duyulduğu zaman ile ihtiyacın fark edildiği zaman arasındaki gecikme; uygulama gecikmesi, politika da değişiklik ihtiyacının fark edildiği zaman ile fiilen değiştirildiği zaman arasındaki gecikme; etki gecikmesi, politikanın değiştirilmesi ile etkilerinin ortaya çıkması arasındaki gecikmedir (Meyer, 1986: 603-608).

### **Şekil 1.1: Para Politikasında Gecikme Sorunu**

**Kaynak:** Ragan ve Thomas, 1990: 420

Keynesyen yaklaşım para politikasının takdire bağlı olarak uygulanmasını önerirken, Monetarist yaklaşım para politikasının önceden belirlenmiş kurallara göre uygulanması gerektiğini savunmaktadır. Monetarist yaklaşım, para otoritesinin ekonomik yapısı ile ilgili olarak eksik bilgiye sahip olduğunu vurgulamakta ve takdire bağlı para politikalarının toplumsal refahı azaltacağına inanmaktadır (Brunner ve Meltzer, 1997: 169-170).

Monetarist teori, enflasyonun talep artışına ve talep artışının da para ile ilgili faktörlere bağlı bulunduğunu kabul etmektedir. Başka bir ifade ile, enflasyonun tek nedeni para arzındaki artışlar olmaktadır. Para arzındaki artışlar toplam talebi artırmakta, toplam talepteki artışa da toplam arz gereken üretim seviyesi ile cevap veremez ise genel fiyatlar seviyesi yükselmektedir. Monetaristlerde para arzı devletin kontrolünde dışsal bir değişkendir. Devlet para arzını arttırması gereken oranlarda arttırdığı zaman enflasyon ortamı mevcut olmayacaktır. Devlet para arzı değişkenini genellikle kamu harcamalarını finanse etmek için kullanmaktadır. Kamu harcamalarının enflasyonist olup olmayacağını bu harcamaların hangi araçlar kullanılarak finanse edildiğine bağlı bulunduğu belirtilmektedir. Kamu harcamaları para basılarak veya banka parası üretilerek finanse edildiği durumlarda, sonucun kaçınılmaz bir biçimde enflasyon olacağı, finansmanın vergilerle veya borçlanılarak gerçekleştirildiği zaman sonucun vergi mükelleflerinin ellerindeki gelirlerin devlet tarafından harcanması biçiminde olacağı ifade edilmektedir (Froyen, 1999: 202-211).

Monetarist teoriye göre; ekonomideki para arzı artışı, kısa dönemde üretimin ve dolayısı ile reel milli gelirin artmasına neden olmasına karşın uzun dönemde mutlaka enflasyona neden olmaktadır. Friedman'da uzun dönemde enflasyon trendinin devam edeceğini belirtmektedir (Brimelow, 1998:266-268).

Friedman halkın neden para tutmayı tercih ettiği sorusuyla analize başlamıştır. Para talebini etkileyen faktörlerin, herhangi bir aktifin talebini etkileyen faktörle aynıdır. Bu nedenle Friedman bir aktife ilişkin talebi etkileyen faktörleri inceleyen portföy tercihi teorisini para talebine uygulamaktadır. Portföy tercihi teorisine göre para talebi, bireylerin mevcut servetlerinin ve paradan beklenen getiriye oranla diğer aktiflerden beklenen getirinin bir fonksiyonudur. Friedman'da bireylerin ellerinde bir miktar reel para bulduracaklarını ifade etmektedir. Friedman para talebi fonksiyonunu aşağıdaki şekilde ele almaktadır (Friedman, 1959: 341):

$$\underline{M^d/P} = f(Y^p, r_b - r_m, r_e - r_m, \pi^e - r_m)$$

Bu fonksiyonda  $\underline{M^d/P}$  talep edilen reel para miktarını,  $Y^p$  sürekli gelir olarak adlandırılan servet ölçütünü,  $r_m$  paradan beklenen getiriye,  $r_b$  tahvillerden beklenen getiriye,  $r_e$  hisse senetlerinden beklenen getiriye,  $\pi^e$  beklenen enflasyon oranını ifade etmektedir. Ekonomik birimler mevcut servetlerini paranın dışında tahvil, hisse senedi ve ihtiyaçları olan mallar şeklinde çeşitli biçimlerde tutabilirler. Paranın getirisine oranla bu aktiflerden beklenen getirinin daha yüksek olacağı düşüncesi bu aktiflerin elde tutulmasının gerekçesidir. Friedman'ın analizinde elde para tutmanın paraya ödenen faiz ve para arzına dahil edilen mevduatlar için bankalar tarafından sunulan hizmetler olmak üzere pozitif getirileri söz konusudur.

Buraya kadar yapılan açıklamalardan da anlaşılacağı üzere, Friedman'ın para talebi teorisi, Keynesyen Yaklaşım ile Cambridge Yaklaşımı'na benzer bir nitelik taşımakta ise de, ayrıntılar incelendiğinde farklılıklar açıkça ortaya çıkmaktadır. Klasik Yaklaşım, Keynesyen Yaklaşım ve Monetarist Yaklaşımın fiyat istikrarı konusundaki görüşlerine değinilmiş, Yeni Klasik İktisat Yaklaşımının fiyat istikrarı konusundaki görüşlerine yer verilmiştir.

#### **1.2.4.Yeni Klasik İktisat Yaklaşımında Fiyat İstikrarı**

Yeni Klasik iktisat yaklaşımı, hükümetlerin aktivist para ve maliye politikası araçları ile ekonomiye müdahale etmesine gerek olmadığını, iktisadi yaşamda gözlenen sorunların piyasanın kendiliğinden işleyen mekanizmaları aracılığı ile ortadan kalkacağı görüşündedir. Enflasyonun parasal bir olgu olduğu konusunda, Monetarist iktisatçılar ile fikir birliğindedirler. Ancak para politikasındaki değişiklikleri Monetarist ve Keynesyen iktisatçılardan farklı olarak değerlendirirler. Enflasyon ile mücadele eden hükümetlerin uygulanacak olan politikalarını önceden duyurarak, hasıla ve istihdam maliyetlerine katlanamayacaklarını ifade ederek enflasyon ile mücadele politikasına yeni bir bakış açısı getirmişlerdir (Snowdon vd, 1994: 188-189).

Yeni Klasik iktisatçıların önemli temel varsayımı Rasyonel Beklentiler Hipotezidir. Bu hipotez, 1961 yılında mikro iktisat alanında yapılan bir çalışmada John Muth tarafından ileri sürülmüştür. Rasyonel beklentiler hipotezine göre; bir değişkenin gelecekte beklenen değeri, o değişkenle ilgili mevcut olan tüm bilgiler kullanılarak o değişkenle ilgili yapılan en iyi tahmine eşittir. Rasyonel beklentiler teorisinin önemi, bireylerin sadece geçmişle ilgili verileri değil gelecekle ilgili verileri de dikkate alması gerektiğini belirtmesidir. Söz gelişi, ekonomik karar birimleri, enflasyon oranını belirleyen en önemli faktörün para arzındaki genişleme olduğuna inanıyorsa, enflasyonun gelecekte alacağı değeri tahmin ederken, para arzı artışı oranları ile ilgili elde mevcut bütün bilgileri kullanacaklardır. Çok geniş bir veri setinden yararlanmak suretiyle iktisadi birimler beklentilerini oluştururlar (Muth, 1961: 316).

$$X^e = X^F$$

Burada  $X^e$  geleceğe yönelik beklenti oluşturmak istediğimiz enflasyon, faiz oranı gibi herhangi bir değişken olabilir.  $X^e$   $X$ 'in beklenen değeri,  $X^F$   $X$  ile ilgili tüm verileri kullanarak yapılan en iyi tahmindir.

Rasyonel beklentiler hipotezinde, karar birimlerinin ekonomik değişkenlerle ilgili beklentileri ortalama olarak doğru olacaktır, yani değişkenlerin tahmin değerleri gerçekleşen değerlerine eşit olacaktır. Bu hipoteze göre; ekonomik karar birimlerinin, zaman içinde sistematik (sürekli) olarak hatalı beklentiler oluşturmayacakları varsayılmaktadır. Eğer beklentiler sistematik olarak hatalı ise, karar birimleri hatalarından ders alacaklar, tahmin yöntemlerini değiştirecekler ve böylece sistematik hataları ortadan kaldıracaklardır (Froyen, 1999: 233-234). Yeni Klasik İktisat

yaklaşımında fiyat istikrarı açısından “şok parasal stratejiler, fiyat istikrarını bozucu, enflasyonist etkiler doğurur”, sonucu ortaya çıkar (McCallum, 1989: 225).

### **1.2.5. Yeni Keynesyen Yaklaşımında Fiyat İstikrarı**

Yeni Keynesyen terimi ilk defa 1984 yılında Michael Parkin tarafından kullanılmış olmakla birlikte, bu düşünce tarzı 1970’lerde gündeme gelmiştir. O tarihten beri yeni Keynesyen makro iktisat teorisi, maksimizasyon davranışlarını ve rasyonel beklentilere dayalı ücret ve fiyat katılıklarını kapsayan ciddi ve ikna edici modellerin kurulmasını sağlamıştır. Lucas’ın 1970’lerde Keynesyen makro iktisat teorisine yönelttiği eleştirilere cevap olarak gelişen yeni Keynesyen makro iktisat teorisinin temel görevi, Ortodoks Keynesyen modeldeki teorik kusurları ve tutarsızlıkları gidermek ve ücret fiyat katılıklarını açıklayan toplam arz teorisi kurmaktır.

Yeni Keynesyen makro iktisat teorisinin bazı temel özellikleri aşağıda verilmektedir (Snowdon, 1994: 288-292): Keynesyen yaklaşımın (Keynes, Ortodoks Keynesyen ve yeni Keynesyen makro iktisat teorilerinin) en belirgin özelliği, piyasaların sürekli olarak dengelenemediğini varsaymasıdır. Keynesyen yaklaşımda, piyasa dengesizliği esastır. Ortodoks Keynesyen makro iktisat teorisinde, katılıklar nedeniyle fiyatların piyasaları dengeleyebilecek kadar hızlı bir ayarlama yapamayışı, yani yeni şartlara uyum göstermede ağır kalması talep ve arz şoklarının ekonominin üretim ve istihdam seviyesi üzerinde önemli reel etkiler yapacağı anlamına gelmektedir. Para kısa dönemde yanlı, uzun dönemde yansızdır. Paranın yanlı oluşu fiyatların katı oluşundan kaynaklanır ve fiyat katılığı piyasadaki eksik rekabet şartlarından doğar. Yeni Keynesyen iktisatçılar, Ortodoks Keynesyen modellerin arz yanının güçlendirilmesi konusunda anlaşmış bulunmakla birlikte, para ve maliye politikalarının yürütülmesinde sabit parasal genişleme oranı kuralı ile müdahaleci (aktivist) politikalardan hangisinin tercih edileceği konusunda görüş birliğine sahip değildir. Yeni Keynesyen makro iktisat teorisine göre, hem arz hem de talep şokları ekonomi için potansiyel bir istikrarsızlık kaynağıdır. Bu şokların herhangi bir kamu müdahalesine gerek olmadan piyasa ekonomisi tarafından emileceğini kabul eden yeni klasik reel konjonktür teorisine karşı, yeni Keynesyen makro iktisat teorisi, prensip olarak şokların etkilerine karşı kamu müdahalesinden yanadır.

Yeni Keynesyen yaklaşıma göre piyasalar her zaman mükemmel bir şekilde

işlemediğinden ücret ve fiyatlar kısa dönemde esnek değildir. Piyasanın kendiliğinden işleyen mekanizmaları ekonomide ortaya çıkan dalgalanmaları ortadan kaldırmaz. Ücret ve fiyatlar esnek kabul edildiği için, fiyatlarda gözlenen değişiklikler, ücret ve fiyatlarda eşit oranda bir artışa yol açar. Emek piyasasında uzun dönemli kontratlar sebebiyle, beklenen enflasyona ücret ve fiyatların duyarlı bir yapı sergilemesi söz konusu olamamaktadır. Bu durum ücret ve fiyat yapışkanlığı kavramı olarak ifade edilmektedir (Mankiw, 1985).

Yeni Keynesyen iktisatçılar, para ve sermaye piyasalarındaki sorunları Asimetrik Bilgi Yaklaşımı yardımı ile analiz etmektedirler. Piyasalarda kötü seleksiyon sorunu alıcı ve satıcıların asimetrik bilgi sahibi olmalarından kaynaklanmaktadır. Herhangi bir piyasada, işlemleri en doğru ve en sağlıklı şekilde gerçekleştirmeyi sağlayacak yeterli bilgiye sahip olamama sorununa Asimetrik Enformasyon denir. Örneğin, ikinci el otomobil piyasasında limon problemi asimetrik bilginin olmaması ile mümkündür. Araçların gerçek durumu hakkında satıcılar kadar alıcılar da bilgi sahibi olurlarsa kötü otomobil ile iyi otomobili ayırt etmek kolaylaşacaktır. Yeni klasik ve yeni Keynesyen modeller arasındaki temel fark, fiyat oluşum davranışlarından kaynaklanmaktadır. Yeni Klasik modelde fiyat, tam rekabet şartlarına göre belirlenir ve bu nedenle firmalar piyasa fiyatını olduğu gibi kabul ederler, yani firmalar fiyat alıcısıdır. Yeni Keynesyen modelde ise fiyatı tam rekabetçi firmaların değil tekelci firmaların belirlediği varsayılır. Bu nedenle firmalar fiyat alıcısı değil, fiyat yapıcısıdır. Böylece yeni Keynesyenler eksik rekabet piyasalarını, piyasa dengesizlik modeline ilave etmiş olmaktadır (Snowdon, 1994: 291-312).

Yeni Keynesyen iktisatçılar, Yeni Klasik iktisatçılardan farklı olarak beklenen iktisat politikası uygulamalarının toplam hasıla düzeyini etkileyebileceğini vurgulamışlardır. Rasyonel beklentilerde genişletici politikaların sonucu olarak fiyat artışları ücret artışlarına yol açsa da, ücret ve fiyatlar tam esnek olmadığı için fiyatlar ve hasıla düzeyi artmıştır. Dolayısıyla, beklenmedik politikalar hasıla düzeyini beklenen politikalara göre daha fazla artırmaktadır.

### **1.2.6. Post Keynesyen Yaklaşımında Fiyat İstikrarı**

Post Keynesyenlere göre, piyasa gücüne sahip firmalar talep daralmasının yaşandığı dönemlerde fiyatları indirmek yerine, üretimlerini kısma yoluna giderler.

Üretimin kısılması istihdamı olumsuz olarak etkileyerek, işsizliğin artmasına sebep olur. Talepsel genişlemenin yaşandığı dönemlerde ise piyasa gücüne sahip olan firmalar fiyatlarını arttırıp, üretimlerini genişletmezler. Kronik işsizlik sorunu ile birlikte enflasyon sorununu yaşamak, toplam talepte genişlemenin yaşandığı dönemlerde olasıdır. Genişletici politikalar gelir dağılımını güçlü firmalar lehine değiştirir. Daraltıcı politikalar ise işsizlik sorununa yol açar. Gelir dağılımındaki dengesizliğin etkilerini minimize etmek için ücret ve fiyat kontrollerini uygulamışlardır. Ücret ve fiyat kontrollerinin enflasyonist beklentiler üzerinde yarattığı psikolojik etkiler sonucu bireyler düşük enflasyon oranlarını fark ettikleri zaman enflasyon beklentilerini revize etmektedirler. Ücret ve fiyat kontrolleri talep yanlı politikaların etkilerini hafifletmek amacıyla kullanılırlar; talep yanlı politikalara alternatif değildirler. Örneğin genişletici talep politikaları uygulandığında ortaya çıkan enflasyonist baskıları belirli bir süre dizginlemek için, ücret ve fiyat kontrolleri uygulanabilir (Amacher ve Ulbrich, 1992: 416-418).

### **1.3. FİYAT İSTİKRARI HEDEFİNİ ÖNE ÇIKARAN GELİŞMELER**

Para politikasının temel amacının fiyat istikrarı olması gerektiği konusunda yaygın bir uzlaşma söz konusudur. Para politikası etkilerinin değişken olması ve bu etkilerin gecikmelerle ortaya çıkması, uzun dönemde enflasyon ve işsizlik arasında çelişkili tercihin ortadan kaybolması, zaman boyutunda tutarsızlık problemi ve enflasyonun ekonomik maliyetleri gibi faktörler para politikalarının temel amacının

fiyat istikrarı olması konusunda sağlanan uzlaşmada önemli birer rol oynamaktadır (Mishkin ve Posen,1997: 2-4).

#### **1.3.1. Phillips Eğrisi Analizinin Gözden Düşmesi**

İstihdam ve enflasyon arasındaki fiili değiş tokuş ilişkisini Phillips, İngiltere emek piyasasına ilişkin yaptığı ampirik çalışmaya dayanarak, parasal ücretlerdeki değişim oranıyla işsizlik oranı arasında doğrusal olmayan negatif bir korelasyona dayanarak açıklamıştır. 1861-1957 yılları verilerine göre, işsizlik düşerken parasal ücretlerdeki değişim oranı (ücret enflasyonu) artmakta; işsizlik yükselirken parasal ücret değişim oranları düşmektedir (Phillips, 1958: 285).

Klasik Phillips Eğrisindeki enflasyon ve işsizlik arasındaki değiş-tokuş uzun dönemde geçersiz olmakta, sadece para çoğaltanından reel sektör etkilendiği zaman, fiyat düzeyinde bir artış olduğu ve daha yüksek enflasyon kabul edilse dahi yüksek bir istihdam düzeyine ulaşamamaktadır. Çünkü, adaptif beklentiler hipoteziyle birlikte, reel etkiler yalnızca kısa dönemde geçerli olmaktadır. (Onur, 2008: 123-130)

Phillips Eğrisi'nin şeklini karakterize eden temel özellikler (Büyükakın, 2011: 139): İşsizlik oranı %5.5 iken, parasal ücretlerde bir değişme yoktur ve herhangi bir işsizlik düzeyinde parasal ücretlerdeki değişme oranı, işsizlik oranı düşerken daha hızlı, işsizlik oranı artarken daha yavaş yükselmektedir.

Nominal ücret değişim oranları ile işsizlik oranı arasında negatif ve istikrarlı bir korelasyon vardır. İki değişken arasındaki ilişkinin sadece resmini sergileyen, nedenselliğini açıklamayan Phillips tarafından öne sürülen bu ampirik ilişki, teorik olarak Lipsey tarafından geliştirilerek, Solow ve Samuelson tarafından popüler bir kavrama dönüştürülmüştür. Samuelson ve Solow, fiyatlar genel düzeyinin işsizlik oranı düşük olduğunda yükseleceğini, işsizlik oranı yüksek olduğu zaman ise düşeceğini ileri sürerek, Phillips Eğrisini enflasyon artış hızı ile işsizlik oranı arasındaki ters yönlü ilişkiyi açıklar hale dönüştürmüşlerdir (Samuelson ve Solow, 1960: 178).

### **Şekil 1.2: Samuelson-Solow Tipi Phillips Eğrisi**

B



### İşsizlik Oranı

**Kaynak:** Samuelson ve Solow, 1960: 180

Şekil 1.2’de Samuelson ve Solow’un dönüştürülmüş Phillips Eğrisi gösterilmektedir. A noktasındaki fiyat istikrarının gerçekleşebilmesi için, parasal ücretlerin ABD’nin %2.5 seviyesindeki yıllık verimlilik artış oranından fazla olmaması gereklidir. Şekle göre, %5-6 arasında bir işsizlik oranı fiyat istikrarının maliyetidir. B noktası ise işsizlik oranının %3’e düşürülmesi halinde, %4.5 seviyesinde bir enflasyona neden olacaktır.

Lipsey (1960), “arz ve talep kanununu” kullanarak, parasal ücret artış oranlarının emek arzı ve talebine göre belirlendiğini varsaymış ve Phillips Eğrisi analizini teorik bir temele oturtmuştur. Parasal ücret artış oranları ve emek talebi fazlası ( $X_L$ ) arasındaki doğrusal pozitif ilişki ile emek talebi fazlası ile işsizlik oranı arasındaki doğrusal olmayan negatif ilişkiyi birleştirerek, iki davranışsal ilişkiden hareketle Phillips Eğrisini türeterek parasal ücret artış oranı ile işsizlik oranı arasındaki ilişkiye açıklık getirmeye çalışmıştır (Lipsey, 1960: 13-15).

Phillips Eğrisi iki nedenle eleştirilmektedir: Keynesyen sistemin reel kesimle parasal kesimi bağlayan eşitliği sağladığı inancı, Friedman’a göre Keynesyen sistemde denge fiyat seviyesi eşitliğini sağlayamamaktadır. (Friedman, 1975:18) Diğerleri ise,



yüksek istihdamla fiyat istikrarının birlikte başarılamayacağı, politika yapımçıların bu iki hedeften birini diğeri aleyhine seçebileceğini vurgulamasıdır (Friedman, 1977: 455).

1960'ların sonunda reel ekonomik hayattaki gelişmeler (stagflasyon) ile birlikte Friedman (1968) ve Phelps (1967) birbirinden bağımsız olarak yapmış oldukları çalışmalarda ücret sözleşmelerinin yapıldığı dönemle ilgili fiyat beklentilerini oluşturarak “Uyumcu Beklentiler Hipotezi”ni geliştirmişlerdir. Birbirlerinden bağımsız olarak yapmış oldukları çalışmalarda Phelps ve Friedman, Phillips Eğrisi analizini ekonomik birimlerin taleplerine yer verilmemesi sebebiyle eleştirerek işsizlikle enflasyon arasında uzun dönemli bir değiş- tokuş ilişkisinin enflasyonist beklentilerin dahil edilmesi halinde mümkün olmadığını öne sürmüşlerdir (Phelps, 1967: 255).

Monetarist Phillips Eğrisi (uyumcu beklentilerin dahil edildiği)  $\pi = \pi_{t-1} - \beta (U - U_N)$  şeklindedir. Burada,  $\pi$ =enflasyon oranı,  $\pi_{t-1}$ =önceki dönem enflasyon oranı,  $U$  = fiili işsizlik,  $U_N$  = doğal işsizlik oranıdır.

Muth'un “ Rasyonel Beklentiler Prensi” ne göre geliştirmiş olduğu analizinde iktisadi aktörler rasyonel olarak hareket ederek gelecekle ilgili fiyat beklentilerini oluştururken geçmiş bilgilerini kullansalar da t döneminin mevcut talep yapısını da gözönüne alarak değerlendirme yapmaktadırlar. İktisadi aktörler beklenmedik bir enflasyon artışı durumunda geleceğe dönük kararlar alırken ücret ve fiyatlardaki artışın sektöre özel mi yoksa genel mi olduğunu veya geçici mi, sürekli mi olduğunu algılamakta sorun yaşayacaklardır. Lucas, “Rasyonel Beklentiler Teorisi”ni temel alarak elde etmiş olduğu bulgular neticesinde, iktisadi aktörlerin yanıltılarak nispi fiyatlardaki değişmelerin kendi lehlerine olduğunu düşünmeleri halinde, enflasyonun reel hasılayı etkilemesinin söz konusu olabileceğini ifade etmiştir (Lucas, 1973: 333).

1960'lı yıllarda enflasyon ve istihdam arasında uzun dönemli bir ödünleşme olduğu, düşük enflasyonun sürekli yüksek işsizlik anlamına geldiği savunuluyordu. Bu görüş şimdi geçerliliğini yitirmekle birlikte, Friedman ve Phelps'in öteleme beklentilerinin nasıl uzun dönem düşey Phillips eğrisinde kendisini gösterdiği ve enflasyonun piyasa süreci aracılığıyla düşürülmesinde direnç olduğu görüşüne bir alt yapı sağlanmıştır. (Friedman ve Phelps, 1968: 7-8).

### 1.3.2. Para Politikası Uygulamalarının Etkinsizliği

Kontrolsüz para arzı artışı enflasyona yol açıp fiyat mekanizmasının işlevini tahrip ederek hasıla / büyüme oranının düşmesine yol açar. Bu nedenle, para arzı artışı sabit oranda arttırılmalıdır (Friedman, 1977: 466-467). Paranın büyüme oranının azaltılması durumunda 6-9 ay gibi bir sürede nominal gelir büyüme oranı ve fiziksel hasıla da azalma görülür.. Ampirik çalışmalardan elde edilen bulgular doğrultusunda, fiyatlar üzerindeki etki nominal gelir büyüme oranından 6-9 ay sonra ya da parasal büyüme oranındaki değişiklikten 12-18 ay sonra meydana gelmektedir (Friedman, 1970: 22-26). Monetarist iktisatçılar, ekonomide para politikasının kısa vadeli istikrar sağlayan bir politika olduğunu kabul etmemektedirler. Parasal büyüme oranının uzun vadede, fiyat istikrarı hedefi ile tutarlı olması gerektiği düşüncesindedirler (Meyer, 2002: 147). İktisadi istikrarın sağlanması para arzı artışı kurallara bağlanmalıdır.

Genişletici para politikası uygulamaları enflasyonist beklentilerin yukarı doğru revize edilmesine yol açarak ücret ve fiyatların artması sonucunu doğurmuştur. Çalışanların ve firmaların ücret ve fiyat kararlarını oluştururken iktisat politikaları ile ilgili beklentilerini esas almalarından zaman tutarsızlığı problemi kaynaklanmaktadır. Zaman tutarsızlığı modellerine göre politika yapıcıların çalışanları ve firmaları yanıltma şansları yoktur (Mishkin ve Posen, 1997: 11-12). Merkez bankalarının ekonomik çıktıyı takip edecek politika izlemesi neticesinde bu durum yüksek enflasyonla sonuçlanabilmektedir (McDonough, 1997: 11).

Zaman tutarsızlığı, politika yapıcıların daraltıcı para politikası uygulamalarına gideceğine ilişkin açıklamaya iktisadi birimlerin inanması durumunda, politika yapıcıların iktisadi birimlere verdikleri sözü tutmamalarıdır. Kısacası, politika

yapıcıların t dönemde vermiş oldukları sözden (t + 1) dönemde vazgeçme eğiliminde olmalarıdır. Veri bir dönemin başlangıcında politika yapıcıların parasal genişlemeye gitmeyecekleri konusunda bir açıklamada bulunmaları ve iktisadi birimlerin bu açıklamaya inanmaları şeklinde öne çıkan iki faktör mevcuttur (Kydland ve Prescott, 1977). Genişlemeci para politikaları uygulayarak kısa dönemde üretim ve istihdamı artırma olasılığı da zaman tutarsızlığı sorununu beraberinde getirmektedir (Mankiw ve Taylor, 2006: 746).

Zaman tutarsızlığı, ihtiyari politika uygulamasından vazgeçilerek, kurala dayalı politikaların tercih edilmesi, enflasyon hedeflemesi politikası uygulamasına gidilerek merkez bankasının üzerindeki politik baskının azaltılması ve merkez bankasının para politikası araçlarını kullanırken bağımsız olması ve dolayısıyla, hükümetin para politikasını politik amaçları doğrultusunda kullanmasını engelleyerek giderilebilir (Froyen, 1999: 420-421). Zaman tutarsızlığı probleminden kaynaklanan en önemli sorun, para politikalarının güvenilirliğini azaltarak istenen amaçlara ulaşılmasını engellemesidir.

### **1.3.3. Siyasal Karar Alıcıların Enflasyonist Güdülerine İlişkin Ampirik Kanıtlar**

Siyasi iktidarların politik kaygılarının ekonomik faaliyetler üzerinde oluşturduğu etkiler “Politik Konjonktür Hareketleri Teorisi” altında incelenmektedir. Politik konjonktür hareketleri, siyasi iktidarların politik kaygılarının ekonomi üzerindeki etkileri “politik iş çevrimleri”, para politikaları üzerindeki etkileri “politik para çevrimleri” olarak iki alt disipline ayrılmaktadır (Cukierman, 1998: 333).

Parasal otoritelerin enflasyonist güdülerini analiz eden Politik İş Çevrimleri ve Politik Para Çevrimleri modelleri çerçevesinde, partiler fırsatçı partiler ve ideolojik partiler; seçmenler ise tecrübeli seçmenler ve tecrübesiz seçmenler olmak üzere ayrılmakta fakat farklı kombinasyonlara göre değerlendirmeler yapılmaktadır.

Modern politik konjonktür dalgalanmaları literatürü rasyonel beklentiler teorisinin dikkate alınmasıyla, rasyonel beklentiler öncesi iktisadi ajanların uyarlanmış beklentilere sahip olduğu politik konjonktür dalgalanmaları literatürü (1875-80) ve iktisadi ajanların rasyonel beklentilere sahip olduğu rasyonel beklentiler sonrası politik

konjonktür dalgalanmaları literatürü (1980 ve sonrası) olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Rasyonel beklentiler öncesi politik konjonktür dalgalanmaları literatüründe W. Nordhaus, rasyonel beklentiler sonrası politik konjonktür dalgalanmaları literatüründe D. Hibbs, Alesina - Coben - Roubini ve Chappell - Keech öncü isimlerdir (Paldam, 1997: 344).

Nordhaus (1975) tarafından başlatılan fırsatçı politik konjonktür dalgalanmaları modelleri rasyonel olmayan ve uyarlanmış beklentilere sahip, miyop, zayıf hafızalı, sistematik bilgiye sahip yalnızca geçmiş ekonomik olayları dikkate alan seçmenlerin taleplerinin rasyonel olmayan performanslarının enflasyon ve işsizlikle ölçülebildiği ve yine hükümetin bu iki makro ekonomik değişkenin kısıtı altında (Phillips Eğrisi) olduğu, yeniden seçilmek isteyen politikacılar tarafından gerçekleştirilmesi düşüncesi üzerine kurulmaktadır. Alesina (1995), Nordhaus'un "ekonomide istikrarlı Phillips Eğrisi geçerlidir" varsayımını, enflasyondaki bir artışın sürekli olarak işsizliğin azaltılmasına neden olduğu şeklinde ifade etmektedir. Ekonominin filli enflasyona belirli bir zaman gecikmesiyle yakalandığı sonucuna varılmıştır.

Politikacılar kendilerine verilecek oyla, seçmeni seçim öncesi sağlamış oldukları düşük işsizlik enflasyon ve/veya yüksek büyüme ile ödüllendirmeyi hedeflemektedirler. İktidardaki politikacılar görev sürelerini önemsedikleri için her seçim öncesinde ekonomiyi acil olarak genişletmektedirler. Politikacılar oy maksimizasyonu için partizanca hareket ederek, seçmenlere uygun gelebilecek politikaları takip etmektedirler (Nordhaus, 1975: 58). Rasyonel beklentiler sonrası politik konjonktür dalgalanmaları literatürü Hibbs'in Parti Kontrol Modeli ve Alesina-Cohen-Roubini'nin makro politikanın Rasyonel Partizan Teorisinden oluşmaktadır.

Hibbs'in parti kontrol modelinde tecrübesiz seçmen ve partizan (ideolojik) parti kombinasyonu ele alınmakta ve sol partinin iktidarının düşük işsizlikle enflasyon riskinin sürekli olmamasına rağmen, yüksek büyümeyi sağlayan genişleyici politikalar izlemeye meyilli olması söz konusudur. Hibbs, sosyalist, muhafazakar ve merkez olmak üzere partileri üçe ayırmaktadır. Sosyalist partiler tam istihdamı, gelir dağılımının dengeli bir hale getirilmesini, ekonomik genişlemeyi, fiyat istikrarını ve ödemeler bilançosunun denkleştirilmesini, Merkez partiler fiyat istikrarını, ekonomik genişlemeyi, tam istihdamı, gelir dağılımının dengeli hale getirilmesini ve ödemeler bilançosunun

denkleştirilmesini; muhafazakar partiler fiyat istikrarını, ödemeler bilançosunun denkleştirilmesini, ekonomik genişlemeyi, tam istihdamı ve gelir dağılımının dengeli bir hale getirilmesini amaçlamaktadır (Hibbs, 1994).

Makro iktisada oyun teorisinin uygulanması ile politik iş çevrimleri modeli rasyonel beklentiler çerçevesinde yeniden formüle edilerek, seçmenin rasyonel beklentilere sahip olduğu varsayımından hareketle, politik iş çevrimleri literatürünün ikinci aşaması oluşturulmuştur. Ekonomide uyarlanmış beklentilere dayanan fırsatçı politik konjonktür dalgalanmaları modelinde seçmenler rasyonel ve politika yapıcılarının güdülerinden haberdar olmalarına rağmen, fırsatçı amaçlar içim seçim sonrasında ortaya çıkan açıklara razı olabilmektedirler. Rasyonel ve uyarlanmış beklentilere sahiptirler. Politikacılar ise asimetrik bilgi avantajı ile kendi yeterlilikleri konusunda seçmenlerden daha fazla bilgi sahibi oldukları ve görev sürelerini umursadıkları, güçlü olmaktan servet elde ettikleri için fırsatçıdır (Alesina vd, 1992).

Makro politikanın rasyonel partizan teorisinde yöneten partilerin politikacıların kendi seçmenlerini himaye eden politikaları uygulamaları temel amaçlarıdır. Bu yüzden partizanlığı dikkate alan görüşler doğrultusunda sol kanat partiler “işsizlik sevmeyen”, sağ kanat partiler “enflasyon sevmeyen” olarak farklılıklar uygulanmaktadır (Alesina, 1987: 653).

Rasyonel beklentiler öncesi politik konjonktür dalgalanmaları, seçmen beklentilerinin geriye dönük olarak şekillendiğini varsaydığı için işsizlik ve enflasyon arasında bir değiş-tokuş bulunduğu sonucuna, rasyonel beklentiler sonrası politik konjonktür dalgalanmaları rasyonel seçmen varsayımını benimsedikleri için asimetrik bilgiye politikacıların seçmenlerden daha fazla sahip oldukları bilgisi halinde reel değişkenlerin etkilenebileceği sonucuna varmaktadırlar (Cukierman, 1998: 334-335).

Ekonomideki ajanların amaçlarına göre ortaya çıkan politik konjonktür dalgalanmaları fırsatçı ve partizan politik konjonktür dalgalanmaları olarak sınıflandırılmaktadır. Fırsatçı politik konjonktür dalgalanmaları politikacıların da ekonomik ajan olarak faaliyet göstererek kendi çıkarlarını kolladıkları, partizan politik konjonktür dalgalanmaları, politikacıların ekonomiyi kendi ideolojik fikirleri doğrultusunda yönettikleri düşüncesi üzerine kurulmaktadır. Ajanların beklentilerine göre ortaya çıkan politik konjonktür dalgalanmaları rasyonel ve uyarlanmış beklentilere

dayanan politik konjonktür dalgalanmaları olarak sınıflandırılmaktadır. Rasyonel beklentiler, seçmenlerin bilgi düzeylerinin yüksek ve sahip oldukları bilginin simetrik olması durumunda geçerli olabilmektedir. Uyarlanmış beklentiler ise, seçmenlerin elde ettikleri bilgi düzeylerinin düşük ve sahip oldukları bilginin asimetric olması durumunda geçerli olabilmektedir. Makroekonomik değişkenlerin seçim amaçlı kullanımı ekonomik dalgalanmalara yol açmaktadır. Bu durumun engellenmesi hükümetin ihtiyari politika uygulamalarını sınırlayacak olan politika kuralları seti üzerinde siyasi partilerin anlaşma sağlaması ile mümkündür. Ayrıca, merkez bankasına bağımsız bir statü sağlanması gibi hükümetleri bu kurallara bağılı kalmaya zorlayacak kurumsal mekanizmalarda oluşturulmalıdır (Alesina vd, 1989: 82-83).

Para politikasının amaçları arasındaki çatışma genellikle Phillips Eğrisi çerçevesinde incelenmektedir. Phillips eğrisinin kısa dönemde geçerliliğini koruması siyasi otoritelerin özellikle seçim dönemlerinde daha kısa dönemde bakış açısına sahip olmaları nedeniyle, fiyat istikrarı amacından saparak, büyüme ve istihdam amaçlarına yönelmelerine neden olabilmektedir (Mankiw ve Taylor, 2006).

Yüksek enflasyonist sapmaya neden olacak ihtiyari politikalar yerine kurala bağılı politikalar uygulanmaya başlanmıştır. Enflasyonun maliyetleri, fiyat istikrarı hedefinin öne çıkmasını gerektiren gelişmelerdendir.

#### **1.3.4. Enflasyonun Maliyetleri**

Fiyat istikrarının gerçekleştirilemediği ekonomilerde, kişiler enflasyonun ekonomik ve sosyal maliyetlerine katlanmak durumundadır. Bir ekonomide enflasyon beklenen ve beklenmeyen enflasyon durumunda sosyal ve bireysel maliyetlere neden olmaktadır. Bu maliyetler artan faizler nedeniyle elinde tahvil gibi menkul değer bulunanların servetlerindeki azalmalar, artan işlem maliyetleri, vergi ve enflasyon etkileriyle birlikte azalan tasarruflar ve yatırımlar, gelir dağılımının sabit gelirlilerden gelirlerini enflasyona ayarlayabilenlere doğru kayması, kaynakların yanlış ve daha verimsiz yatırımlara kanalize olması, artan belirsizliklerden kaynaklanan yüksek ve sürekli bir işsizlik düzeyi ve enflasyondaki artıştan kaynaklanan güvensizlik ortamı ve sosyal bozulmalardır (Yay, 2012: 230).

Enflasyon oranındaki artışın ilk etkisi, faiz getirisi sağlamadan elinde parasal

balans tutan iktisadi aktörlerin parasal varlıklar üzerinde bir vergi yaratılmasından dolayı, reel olarak parasal varlıklarının değerlerinin azalmasıdır. Nakit balans tutmanın fırsat maliyeti, para ile diğer aktiflerin getirileri arasındaki farkın açılmasından dolayı azalacaktır. Enflasyonun nakit balans üzerinde gizli bir vergi yaratmasından kaynaklanan refah kaybı enflasyonun maliyetlerinden bir diğeridir (Feldstein, 1979: 752).

Aktivist politikaların sonucunda ortaya çıkan enflasyonun yol açtığı maliyetlere toplum açısından katlanması zordur. Bu maliyetler, ayakkabı kösesi maliyetleri, mali sektöre yapılan aşırı yatırım, vergi sistemindeki etkisizlikler, kayıt dışı ekonominin genişlemesi, büyüme oranları üzerindeki olumsuz etki, belirsizlikler nedeniyle doğru tahsis kararlarının alınmaması, risk primlerinin artması, kısa vadeli davranışların yaygınlaşması ve fiyatların sık değiştirilmesinden kaynaklanan mönü maliyetleridir (Çolakoğlu, 2003: 8).

Enflasyon artışı ve dolayısıyla nominal faiz oranlarının artışı işlem maliyetlerinin artmasına neden olmaktadır. Kişilerin günlük işlemlerini ellerinde daha az nakit balans bulundurarak sürdürmeye çalışmaları paranın dolaşım hızını arttırmaktadır. Nakit paranın işlem süresini kısaltan bir araç olması nedeniyle günlük işlemlerin daha az nakit parayla yapılması kuyrukta bekleyenlerin sayısını arttırmaktadır. Yüksek faiz oranlarının paradan daha fazla faiz getirisi sağlayan aktiflere geçişi arttırması ve bu süreçte daha çok araştırma ihtiyacı olması ve paraya alternatif ödeme araçlarının (çek, yabancı para, takas gibi) kullanımının yaygınlaşması işlem maliyetlerini arttırmaktadır (Parasız, 2003: 219).

Enflasyon maliyetlerine, sıradan insanların farkında olmadığı, iktisatçıların ise gerçek bir refah kaybı olarak adlandırdıkları ayakkabı aşınma maliyetleri de ilave edilebilir. Yüksek enflasyon koşullarında faiz oranlarının yüksek düzeylerde seyretmesi nedeniyle bireyler, servetlerinin neredeyse tamamını banka hesabı gibi faiz kazancı sağlayan aktiflere yatırarak ellerinde çok küçük miktarda nakit bulundururlar (Erdoğan ve Orhan, 2007: 270). Nakit gereksinimlerini karşılamak için bireylerin sık aralıklarla bankaya gitmelerinden kaynaklanan, sarf edilen zamanı ve eforu sergilemek için ayakkabı köseleri maliyetleri literatürde yüksek enflasyonun maliyetlerini ifade etmek için kullanılmaktadır (Fischer, 1995: 70).

Yüksek enflasyonun yarattığı fiyat değişkenliği iktisadi aktörlerin fiyatlardaki değişimin nispi mi, genel mi ya da geçici mi, sürekli mi olduğu konusunda algılama sorunuyla karşılaşmalarına neden olur. Bu algılama sorunu da arz esnekliğinin düşerek üretim ve istihdam maliyetine neden olmaktadır (Yay, 2012: 225).

Kimbrough (1986), enflasyonun maliyetlerine tüketimin boş zaman maliyetlerini de ilave etmiştir. Paranın tüketim malları satın almak için gerekli işlemleri ve harcamanın zamanını azaltması, “alışveriş süresini” kısaltarak işlem maliyetlerini azaltması enflasyondaki artışın tüketim işlemleri için daha fazla zaman gerektirmesi ile kişilerin daha az boş zamana sahip olması boş zamanın marjinal faydasını arttırarak kişilerin daha az tüketim yapmalarına neden olmaktadır.

Fischer (1995), enflasyonun büyüme oranı üzerindeki etkilerini ifade ederken; enflasyon oranındaki %10'luk bir artışın büyüme oranı üzerinde yıllık %1.25'lik azalmaya neden olacağını belirtmiştir. Barro (1995), yıllık enflasyon oranının %10 artması halinde, kişi başına reel GSYİH büyüme oranının %0.2-0.3 azalacağını tespit etmiştir.

Artan enflasyonun gelirleri erittiğini düşünen tasarruf sahipleri (gelir standartlarını etkili kılabilmek için) daha fazla tasarruf yapmayı istemektedirler. Cari dönemdeki tüketimin yüksek bir elastikiyete sahip olması ile cari tasarruflar beklenen enflasyon oranı ile artarak cari dönemde enflasyonun tasarruf üzerindeki etkisini belirsiz kılabilmektedir (McClain ve Nichols, 1993: 207). Enflasyonun yatırımlar üzerindeki maliyeti ise, yatırımların azalmasıdır.

Enflasyonun ekonomilerde ciddi tahribatlar meydana getirmesi nedeniyle, iktisadi kararların planlaması yapılırken en temel değişken olarak ortaya çıkar. Enflasyonun ortaya çıkarmış olduğu maliyetler, fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik alternatif parasal stratejilerin gündeme getirilmesine zemin hazırlamıştır.

#### **1.4. FİYAT İSTİKRARINI SAĞLAMADA KULLANILAN ALTERNATİF PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ**



Enflasyonun yol açtığı maliyetler fiyat istikrarının önemini arttırmıştır. Fiyat istikrarını sağlamada kullanılan alternatif parasal stratejilerin başarısı, fiyat istikrarı hedefinin yakalanması ve güvenilirliğin oluşturulması ile ölçülmektedir.

#### **1.4.1. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi**

Döviz kuru hedeflemesi, enflasyonu düşürmek ve enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla bir ülkenin, ulusal parasının değerini güçlü bir ülkenin parasına bağlayarak yürüttüğü parasal bir stratejidir. (Quispe-Agnoli, 2001: 3). Döviz kuru hedeflemesi stratejisi ülke parasının altına bağlanması şeklinde olabileceği gibi, döviz kurunun bir band içinde dalgalanmasına izin verilmesi alternatifini şeklinde de uygulanabilir (Mishkin, 1998: 580).

Döviz kuru çıpasına dayalı parasal stratejiler, katı döviz kuru hedeflemesi (Ayarlanabilir kur rejimi) ve yumuşak döviz kuru hedeflemesi şeklinde uygulanabilir (Mishkin ve Savastano, 2001: 416). Enflasyonu kontrol altına almak amacıyla, ulusal paranın değerinin güçlü bir paraya bağlanması ve belirli bir bant içerisinde dalgalanmaya bırakılması yumuşak döviz kuru hedeflemesini ifade eder (Erdoğan, 2005: 34).

Para kurulu ve tam dolarizasyon katı döviz kuru hedeflemesi stratejisinin uygulama türleridir. Para kurulu sisteminde para basımı %100 döviz karşılığında gerçekleşir. Para kurulu sisteminin uygulandığı ülkelerde, para basma yetkisini elinde bulunduran otorite yabancı para ve ulusal para arasındaki değişimi sabit bir orana bağlar. Para kurulu sisteminde sabit döviz kuru, yasal bir düzenlemeye dayanmaktadır. Para kurulunun temel görevi, ulusal paranın değerinin korunmasına ve fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı

olmaktır (Mishkin ve Savastano, 2001: 417).

Para otoritesinin para basma işlemini ülkeye giren yabancı para miktarı ile sınırlandırması sistemin temel noktasıdır. Para otoritesi olarak görev yapan merkez bankasının dış şokları dengeleme ve son kredi merci olma görevleri de ortadan kalkmaktadır (Bordo, 2003: 23). Para kurulunun avantajları para ve maliye politikalarında güvenirliliğin artması, uygulanmasının kolay olması, döviz kuruna istikrar kazandırmasıdır (BIS, 1997: 54). Maliye politikalarındaki sınırlamalar, merkez bankasının fonksiyonunun yitirilmesi, nominal kurların inelastik bir yapı kazanması para kurulunun dezavantajlarıdır. Para kurulunu uygulayacak olan ülkelerin finansal derinlik ve yeterli döviz kaynağı yaratabilme konusunda başarılı olmaları, sağlam bir kamu finansman yapısına sahip olmaları gerekir (Meltzer, 1993: 708).

Tam dolarizasyon uygulamasında, ulusal para yabancı para ile ikame edilir. Ulusal para bütünüyle elimine edilir (Dueker ve Fischer, 2001: 7). Dolarizasyon süreci ile birlikte ulusal para cinsinden yapılan kontratlar dolar cinsinden ifade edilmeye başlanır (Kenan, 2000: 112).

#### **1.4.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisinin Önkoşulları**

İktisat teorisinde optimum döviz kurunun belirlenmesi konusunda birtakım genel prensipler bulunmakla birlikte, uygulamada otoritelerin politika hedefleri ve ekonominin açık bulunduğu şokların yapısına bağlı olarak bunların gerçekleştirilmesi kolay değildir. Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için öncelikle şu şartların yerine getirilmesi gerekir (Çağlar, 2003: 110-114; Oktar, 1998: 22-25):

- Döviz kuru hedeflemesi stratejisi, piyasada disiplin sağlanabileceğine dair bir inancın olması halinde döviz piyasasında kredibiliteye sahip olabilir.
- Kredi yaratılması konusunda disiplin sağlanmasında başarılı olmazsa, döviz rezervleri sürekli olarak azalacaktır. Spekülasyon olmasa bile, bu durum krize ve son olarak devalüasyona yol açacaktır.

- Döviz kuru sabit tutulduğu müddetçe ülke parası reel olarak değer kazandığı için, kur rejiminin işgücü piyasasında inanılırlığa sahip olmaması ülkenin rekabet gücünün zayıflamasına neden olacaktır.
- İşgücü piyasasındaki nominal ücretler ile ilgili esneksizlikler gerekli reel ayarlamaları engellememelidirler.
- Politika değişkenliğinin güvenilirliği, döviz kurunun çapa olarak başarısını etkileyen bir önkoşuldur.

#### **1.4.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisinin Özellikleri**

Kronik enflasyon sorununun yaşandığı ülkelerde uygulanan döviz kuru hedeflemesi stratejisine dayalı istikrar programları üzerinde yapılan çalışmalarda gözlenen ayırt edici özellikleri (Veiga, 1999: 171-172) enflasyonun ulusal paranın değer kaybındaki düşmeden daha yavaş olarak düşmesi, dayanıklı tüketim malları ve sermaye malları ithalatındaki artış ile dış ticaret ve cari hesap dengesinde bozulmalar, ekonomik aktivitede yavaşlamanın hasıla ve tüketim artışını izlemesi, yurtiçi faiz oranlarının mutlak tepkisi, programın başarısı ile fiskal açıkları düşürmedeki başarının doğru orantılı ilişkisinin varlığı, ekonominin tekrar monetize edilmesi, bankacılık krizleri ve finansal krizlerin yaşanmasına neden olmasıdır.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin uygulanması neticesinde, ekonomide stratejiden kaynaklanan avantaj ve dezavantajlar söz konusu olmaktadır.

#### **1.4.1.3. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisinin Avantajları**

Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin temel avantajlarını şu noktalarda toplayarak incelemek mümkündür (Peturson, 2000: 37-38; Chang ve Valesco, 2000:71; Mishkin, 1997b: 11; Obstfeld ve Rogoff, 1995: 36; Kenan, 2000: 111; Frenkel, 2002: 5; Sachs, 1999: 11):

- Uluslararası ticarete döviz kuru belirsizliğinden dolayı ortaya çıkan içsel maliyetlerin azaltılması açısından döviz kuru hedeflemesi önemli bir stratejidir.

Çünkü, döviz kurlarının belirli bir oranda hedeflendiği durumda, geleceğe ilişkin döviz kuru belirsizliği azalır. Bu durumda ülkenin dış ticareti pozitif yönde etkilenir.

- Bir ekonomide döviz kurunun belirsizliği azalırsa diğer makroekonomik parametrelerde de olumlu bir gidişat söz konusu olacağı için döviz kuru piyasası ekonomide mükemmel bir şekilde işler ve ekonominin diğer sektörleri de olumlu yönde etkilenir.
- Para ve maliye politikalarına bir disiplin getireceği düşüncesi döviz kuru hedeflemesi stratejisinin benimsenmesinin temel nedenlerinden biridir. Böylece parasal otoritenin kendi başına sağlayamadığı güvenilirlik, çapa ülke kanalıyla ithal edilmiş olacaktır.
- Döviz kuru hedeflemesi stratejisi nominal bir çapa sağlayarak zaman tutarsızlığı probleminin giderilmesine de katkı sağlar. İhtiyari politika uygulama olanağının varlığı halinde politikacıların kısa vadede genişletici politikalar uygulamalarını önlemek hayli güçtür. Parasal otoritenin para politikasını keyfi şekilde uygulaması kur hedefinin ilan edilmesi halinde önlenmiş olur. Parasal genişleme stratejisini parasal otorite ulusal paranın değerindeki hareketleri takip ederek yönlendirir. Bu durum para politikası ve maliye politikası uygulamalarında keyfilik ortadan kaldıracığı için, politikacıların enflasyonist güdülerini gerçekleştirmek için genişletici politikalar izlenmesini sağlama olasılıkları azalacaktır.
- Döviz kuru hedeflemesi stratejisini para politikası açısından açık veya şeffaf bir çapa imkanı sağlar. Aynı zamanda döviz kurunu para politikasının açık bir çapa üzerinde taşıması enflasyonun düşük düzeyde kalmasına yol açar. Enflasyonun düşük düzeyde kalması ülkede para politikasının veya parasal otoritenin güvenilirliğini pozitif yönde etkiler.
- Döviz kuru hedeflemesi kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilir bir stratejidir. Uygulanmakta olan parasal stratejinin basit ve açık olması iktisadi birimlerin politika beklentilerinin etkilenmesi açısından son derece önemlidir. Çünkü, yeterli açıklıkta ve basitlikte olmayan bir stratejinin beklentileri etkileme gücü

sınırlıdır.

- Yüksek enflasyon sorunu yaşayan bir ülke, ulusal parasının değerini düşük enflasyon oranına sahip güçlü bir ülkenin parasına bağladığı zaman bütçe açıklarından ücret ve fiyat politikalarından kaynaklanan enflasyonist eğilimleri baskılama olanağını elde eder.
- Kredibilitesi düşük ve yeterliliği endişe ile karşılanan merkez bankalarının bu olumsuz koşullarından kurtulabilmesi için, döviz kuru hedeflemesi stratejisini bir çaredir. Ulusal paralarını güçlü yabancı bir paraya bağlayan ülkeler, çıpa ülkesi merkez bankasının sahip olduğu kredibilitiyi ithal etmek olanağını elde edebilirler. Birçok Avrupa ülkesinin paralarını Alman markına bağlayarak Bundesbank'ın kredibilitesini ithal etmeye çalışmaları örneği verilebilir.
- Ani ve ters piyasa hareketlerine karşı uyum sağlamada ve bu gelişmelerin etkilerini massedebilmede diğer stratejilere göre daha avantajlıdır. 1997-98 Asya krizi yıllarında Singapur, Avustralya ve yeterli döviz rezervine sahip olan Tayvan esnek döviz kuru sistemini uyguladıkları için en az hasarla krizden kurtulan ülkelerdir. Bir ekonomiyi dünya şoklarından korumada döviz kurlarının serbestçe dalgalanması bir kalkan görevi görebilmektedir.

1980'li yıllarda hiperenflasyon sürecinin yaşandığı birçok ülkede yürütülen istikrar politikalarında döviz kuru hedeflemesi stratejisi nominal çıpa görevini yapmıştır (Fischer, 1987: 47). 1980'li yıllar boyunca Meksika'da enflasyon ataletini azaltmayı hedeflemiş istikrar politikalarında nominal çıpa döviz kuru olmuştur. İktisadi birimler yetkililerin taahhüt ettiklerinden kuşku duyarlarsa enflasyon ataleti etkilenecektir (Oktar, 1998: 22-25).

#### **1.4.1.4. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisinin Dezavantajları**

Döviz kuru hedeflemesi stratejisi bağımsız bir para politikası uygulama olanağını ortadan kaldırdığı için, bu stratejiyi uygulayan ülke para politikasını ulusal ekonomideki

gelişmelere bağlı olarak yönlendiremez. Dolayısıyla çapa ülkesinde ortaya çıkan bir şoktan doğrudan doğruya etkilenir (Mishkin, 1999: 582).

Döviz kurunun nominal çapa olarak taşıdığı sakıncalar, özellikle gelişmekte olan ülkelerin bu uygulamadan vazgeçmesine neden olmuştur (Montiel ve Ostry, 199: 38). Döviz kuru hedeflemesinin dezavantajlarını şu noktalarda toplayarak incelemek mümkündür (Peturson, 2000: 37-38; Mishkin, 2000c:139; LeBaron ve McCulloch, 2000: 34; Mishkin, 1997a: 86):

- Döviz kuru hedeflemesi stratejisi merkez bankasının içsel bir iktisadi şok karşısında para politikasını istediği gibi kullanma şansını ortadan kaldırmıştır. Dolayısıyla, para politikasının esnekliğinde bir azalma söz konusu olur.
- Sabit döviz kuru politikası ulusal para politikasının spekülative ataklara karşı dalgalanma eğiliminde bir artış meydana getirmektedir. Kredibilitenin azalması, ülkelerin para birimlerini spekülative ataklara açık hale getirmektedir. Döviz kuru hedeflemesi stratejisi izleyen ülkenin ulusal parası, çapa ülkesinin ulusal parasına oranla değer kazanacak ve bu durum devalüasyon beklentilerine yol açacaktır. Döviz kuru hedeflemesi stratejisini benimseyen ülkenin ulusal parası kendi kendini besleyen spekülative saldırılara maruz kalarak, sabit kuru sürdürülemez hale gelecektir.
- Üçüncü dezavantajı, bir ekonomide özellikle özellikle ulusal borçların önemli bir kısmı yabancı para cinsinden ifade edilir, alacaklarda ulusal para cinsinden ifade edilirse, bu ekonomi de döviz kuru hedeflemesi stratejisi uygulandığı zaman finansal risk veya finansal kriz olasılığı vardır. Çünkü; ülke finansal kriz ile karşı karşıya kaldığında kurların devalüe edileceği gibi bir beklenti ortaya çıktığında bilanço bozulması eğilimi ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, firmaların batışı veya iflas etmesi durumu söz konusu olur.

Stratejiye yöneltilen bir başka eleştiride uygulandığı ülkede enflasyonist bir etki meydana getirmesidir. Döviz kuru hedeflemesi stratejisi uygulan ülkede ödemeler dengesi açığı ile döviz kurlarında yukarı doğru bir kayma söz konusu olacaktır. Bu durum sonucu ithal mallarının fiyatı artacak dolayısıyla yurt içi fiyatlarında yukarı doğru artışına neden olacaktır (Crockett ve Goldstein, 1976: 520). Daha sonra kurun dalgalanması ile ödemeler dengesinde gerçekleşen iyileşme fiyatlar genel düzeyinin eski düzeyine gelmesini sağlayamayacak, enflasyonist bir baskı ve ihraç malları fiyatlarında yükselmesi ödemeler dengesi açığını tekrar oluşturarak ekonominin bir kısır döngüye girmesine neden olacaktır (Alkin, 1990: 22-23).

Zayıf finansal sistemlerin ve az gelişmiş ülkelerin esnek döviz kuru sisteminden kaynaklanan büyük oranlı döviz kuru dalgalanmalarına karşı mücadelede etkisiz kalmaları esnek döviz kuru sisteminin başarısının gelişmiş ülkelerle sınırlı olduğu eleştirisine de neden olmaktadır (Bailliu vd, 2001: 318). Çünkü, esnek döviz kuru sisteminde kurun yönelimini tahmin etmek hayli güçtür. Uzun ve kısa dönemde döviz kurlarında ortaya çıkan öngörülme bir istikrarsızlık eğilimi, iktisadi birimlerin yatırım harcamalarını ve uluslararası ticareti negatif yönde etkilemektedir (Obstfeld ve Rogoff, 1995: 36).

Bretton Woods sisteminin 1970'lerin başında çökmesinden sonra, döviz kuru çapasına olan güvenin yaşanan enflasyonlar sonrasında kaybedilmesi ile birlikte gelişmiş pek çok kapitalist ülkede (Almanya, İsviçre, Kanada, Japonya ve ABD) çeşitli dar veya geniş parasal büyüklükler, nominal çıpa olarak kullanılmaya başlanmıştır (Yay, 2006).

#### **1.4.2. Parasal Hedefleme Stratejisi**

1970 ve 1980'li yıllarda ABD, Almanya, İsviçre ve Fransa tarafından izlenen bir politikadır. Derin mali sistemlere sahip olan bu ülkeler farklı bir politika izleme ihtiyacı duymamışlardır (Müslümov vd, 2003: 10). Para talebi ve yurtiçi para dengeleri istikrarsız olduğu ve gelişen ülkelerin parasal büyüklükler üzerinde tam kontrole sahip olmaması

nedeniyle parasal hedefleme stratejisi riskli bir stratejidir (Duman, 2002: 3).

Parasal hedefleme stratejisi; para politikasının yönetiminde parasal büyüklüklerin aktarıldığı bilginin esas alınması, parasal büyüklüklere ilişkin hedeflerin önceden ilan edilmesi, parasal hedeflerden büyük ölçüde ve sistematik sapmaları engellemek için hesap verme mekanizmalarının işletilmesi olmak üzere üç önemli unsur içermektedir (Mishkin, 2000d: 58).

Milton Friedman'ın parasal büyüklüklerle ilgili ilk olarak önerilen "para stokunun sabit bir oranda artırılması" (  $\times \%$  ) kuralından başka, Bennett McCallum ve Meltzer tarafından önerilen para stoku veya parasal tabandaki değişim oranına göre ayarlanan miktar kuralları vardır (Yay, 2006).

Parasal hedefleme stratejisinde parasal bir büyüklüğün değişim oranı enflasyonun tek belirleyicisidir. Parasal hedefleme stratejisi iki şarta bağlıdır. Amaç değişken ve hedeflenen parasal büyüklük arasında güçlü ve güvenilir bir ilişkinin bulunması birinci şartı; ikinci şartı ise, hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankasının kontrolü altında olması gerekliliğidir (Müslümov vd, 2003: 10). Kullanılan mali araçların artışı ve mali serbestleştirme sonucu parasal hedefleme stratejisi uygulanması zor bir stratejidir.

#### **1.4.2.1. Parasal Hedefleme Stratejisinin Önkoşulları**

Parasal hedefleme stratejisinin dayandığı temel prensip, enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla merkez bankasının para politikası amaçlarını kullanarak hedeflediği nihai amaç çerçevesinde amaçla ilişkili olduğunu düşündüğü parasal büyüklüğü ( $M_1$ ,  $M_2$ ,  $M_3$ , rezerv para gibi) kontrol etmeye çalışmasıdır (Öztürk, 2003: 40). Parasal hedefleme stratejisinin üç temel önkoşulu vardır (Demirhan, 2002: 18-21; Mishkin, 2001: 21; Mishkin, 1997b: 9; Schmidt-Hebbel, 1999: 3):

- Amaç değişken (enflasyon ve milli gelir) ile hedeflenen büyüklük arasında sağlam ve güvenilir bir ilişkinin kurulması parasal hedefleme stratejisinin



avantajlarından yararlanabilmek için gereken koşuldur. Parasal hedefleme stratejisi parasal büyüklük ile hedef değişken arasında zayıf veya herhangi bir ilişkinin söz konusu olması durumunda işlemeyecektir. Parasal büyüklük ile hedef değişken arasında ilişkinin olmayışı ya da zayıf bir ilişkinin söz konusu olması hedef değişken üzerinde istenilen sonuçların elde edilmesini engelleyecek ve para politikasının işleyişi hakkında parasal büyüklükler yeterli sinyalleri sağlayamayacaktır.

- Para arzı değişkeninin yetkili para otoritelerince tercih edilmesi sebebiyle parasal hedefleme stratejisi uygulanmaktadır. Para arzının para politikası araçlarıyla iktisadi konjunktüre uyumlu bir şekilde ayarlanması yeterli gelişmişlik düzeyine sahip para ve sermaye piyasalarının varlığı halinde mümkündür. Bu anlamda, para politikası stratejisinin önkoşullarından bir diğeri de yeterli gelişmişlik düzeyine sahip para ve sermaye piyasaları mevcut bir ülke olmaktır.
- Parasal büyüklüğün politika uygulayıcılarının hedefleri hakkında net sinyalleri sağlayamayabileceği düşüncesiyle merkez bankası tarafından kontrol edilebilir olması bir diğeri önkoşuldur.

Merkez bankası para politikası araçlarını kullanırken parasal genişleme üzerinde etkili olmalıdır. Ara hedef olarak bir büyüklüğün hedeflenmesi durumunda enflasyon ile parasal büyüklük arasında tahmin edilebilir ve istikrarlı bir ilişki olması ve para talebinin faiz esnekliğinin yüksek olması gerekmektedir (Yapraklı, 2007: 77). Çünkü, parasal hedefleme stratejisinin başarısı, fiyat istikrarı ile buna ulaşmada ara hedef olarak kullanılan parasal büyüklükler arasında güvenilir ve istikrarlı bir ilişkinin varlığına bağlıdır (Karasoy vd, 1998: 4).

#### **1.4.2.2. Parasal Hedefleme Stratejisinin Özellikleri**

1970’li yılların ortalarından itibaren birçok gelişmiş ülkede parasal hedefleme stratejisi gündeme gelmiştir. Parasal hedefleme stratejisinin popüler hale gelmesine yol açan başlıca gelişmeler 1970’li yılların başlarında birçok gelişmiş ülkede, merkez bankalarının enflasyon oranlarının yükselmesi sebebiyle yeni stratejiler uygulama zorunluluğunda kalması, parasal hedefleme stratejisinin Bretton Woods sisteminin

çökmesi ve sabit döviz kuru rejiminin gözden düşmesi sebebiyle alternatif bir çapa olarak ön plana çıkması, parasal hedefleme stratejisine yönelik ilginin Monetarist yaklaşımın ileri sürdüğü, özellikle “Sabit Parasal Büyüme Kuralı” varsayımının geniş kabul görmesiyle artmasıdır (Mishkin, 1997b; Schmidt-Hebbel, 1999:3).

Parasal hedefleme stratejisi üç temel bileşen üzerine odaklanmaktadır (Mishkin ve Savastano, 2002: 46-47): Parasal büyüklüklerin sağladığı bilginin para politikasının uygulanmasında esas alınması, parasal büyüklüklere ilişkin hedeflerin halkın enflasyon beklentilerine yol gösterici olması sebebiyle ilan edilmesi ve parasal hedeflerden geniş ve sistematik sapmalara engel olan bazı sorumluluk mekanizmalarının olmasıdır.

Parasal hedefleme stratejisinde merkez bankası para kavramlarından hangisini kontrol etmesinin uygun olacağına karar verirken iki temel ölçüte göre hareket etmektedir (Keyder, 2012: 240): Söz konusu büyüklüğün ekonomik faaliyet üzerinde etkili olabilecek para arzı ile ilişkili olması ve seçilecek olan büyüklüğün merkez bankasının para politikasını yürütebilmek için kullanabileceği tüm araçları içeriyor olmasıdır. Parasal hedeflemede, GSMH ile para arzı arasındaki ilişkiyi gösteren paranın dolanım hızı ve para arzı ile parasal taban arasındaki ilişkiyi gösteren para çoğaltanı kullanılarak, para otoritesinin kontrolünde olan parasal tabanın ne düzeyde tutulması gerektiği de tespit edilmektedir (Keyder, 2002: 453).

#### **1.4.2.3. Parasal Hedefleme Stratejisinin Avantajları**

Parasal hedefleme stratejisi para politikasının yurtiçi şoklarla mücadele ederken ayarlanabilmesine imkan vermektedir. Bu özelliğiyle döviz kuru hedeflemesi stratejisinden daha başarılıdır (Mishkin, 1997b: 24). Dar anlamdaki parasal büyüklükler hızlı ve kolay bir şekilde merkez bankası tarafından kontrol edilebilmektedir. Parasal hedefleme stratejisinin sahip olduğu avantajlar şunlardır:

- Kamu tarafından kolayca anlaşılabilen nominal bir çapa sağlama özelliği, bunlardan birincisidir. Bir diğer özelliği, para politikasının şeffaflığının bu stratejide sağlanmış olmasıdır. Merkez bankasının hedefe ulaşıp ulaşmadığına dair bilgi süratli olarak elde edilmektedir. Para politikasının durumu ve para politikası belirleyicilerinin enflasyonu kontrol altında tutma yönündeki niyetleri hakkında, parasal hedefler kamuya ve piyasalara enflasyon beklentilerinin

sabitlenmesine ve enflasyonun düşmesine katkıda bulunabilen hızlı sinyaller göndermektedir (Mishkin, 1997b: 24).

- Parasal hedefleme stratejisi, farklı enflasyon hedefleri seçme ve reel sektördeki dalgalanmalara tepki verme imkanı sağlamaktadır. Kamuoyu tarafından hedef kolaylıkla takip edilebilmekte ve parasal otoriteler tarafından iki üç haftalık dönemler itibariyle açıklanan parasal büyüklükler iktisadi birimlerce takip edilebilmektedir (Mishkin ve Savastano, 2001: 424).
- Parasal hedefleme stratejisi enflasyonun kontrol edilmesine dair merkez bankasının hesap verebilirliğini artırdığı gibi para politikası belirleyicilerinin zaman tutarsızlığı tuzağına da düşmesini engellemektedir (Demirhan, 2002: 18-21). Belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin büyüme hedefinin ilanı bağlayıcı bir taahhüt olduğundan merkez bankalarının politika uygulamaları disiplin altına alınarak keyfîlik ortadan kaldırılmaktadır. Yeterli derecede şeffaflığın varlığı ile birlikte parasal hedef belirlenirken esas alınan enflasyon oranına doğru gelinerek enflasyonun düşürülmesi mümkün olmaktadır (Schmidt-Hebbel, 1999: 4).
- Yüksek enflasyon problemine sahip gelişmekte olan ülkelerde paranın dolanım hızının öngörülebilir nitelikte olmayıp dalgalı seyir izlemesi nedeniyle enflasyon hedefi ile tutarlı bir parasal büyüme oranını saptamak oldukça zordur. Bu durum, parasal hedefleme stratejisinin tercih edilmesinin en temel gerekçelerindendir (Rebelo ve Vegh, 1995).
- Parasal hedeflemenin stratejisinin ilan edilmesi, merkez bankasının politik baskılardan uzak kalmasına yardımcı olacağı gibi, belirli bir parasal büyüklüğün ne ölçüde artacağına önceden ilan edilmesi halinde, siyasi iktidarın merkez bankası kaynaklarına başvurmaları zorunluluğu ortaya çıkar (Erdoğan ve Orhan, 2007: 286). Parasal hedefleme stratejisinin uygulandığı dönemlerde parasal otoritenin esnek davranma olanağının ortadan kalkmadığı ileri sürülebilir (Schmidt-Hebbel ve Tapia, 2002a: 128).
- Parasal hedefleme stratejisinin merkez bankasına sağladığı en büyük avantaj, parasal hedefleme yapıldığında merkez bankasının para politikasını yurtiçi ekonominin gereklerine göre ayarlayabilmesidir (Mishkin, 2000c: 149). Merkez

bankasının ülke içi ve koşulları dikkate alarak bağımsız bir para politikasını uygulayabilme gücüne sahip olması, parasal büyüklük verilerine kısa zamanda ulaşılabilmesi ve kolay takip edilebilmesi, hedeflere ulaşıp ulaşılmadığının saptanmasını kolaylaştırmaktadır (Yay, 2006).

Parasal büyüklük ile amaç değişken arasında güçlü ve güvenilir bir ilişkinin bulunması parasal hedefleme stratejisinin başarısı açısından gereklidir. Parasal büyüklük ile amaç değişken arasındaki ilişkinin kuvveti paranın dolaşım hızının istikrarlı olmasına bağlıdır. Aksi takdirde para politikasının durumu hakkında yeterli sinyaller verilmediği için parasal hedefleme stratejisi enflasyon beklentisinin düşürülmesini sağlayamayacaktır.

Parasal hedefleme stratejisi, finansal sistemin istikrarlı olduğu ve yeniliklerin yaşandığı dönemlerde başarılı olmaktadır (Müslümov vd, 2003: 10). Parasal hedefleme stratejisinin avantajlarından bahsettikten sonra stratejiye yöneltilecek eleştirilere yer verilmiştir.

#### **1.4.2.4. Parasal Hedefleme Stratejisinin Dezavantajları**

1970'li yıllarda parasal hedefleme stratejisini kabul eden pek çok ülke, aşağıda bahsedilen problemlere yol açması ve nominal çapa olarak parasal büyüklüklerin kullanımını son derecede sorunlu bir hale getirmesinden dolayı, 1980'lerde bu stratejiden vazgeçmişlerdir (Mishkin ve Posen, 1997: 13).

Parasal büyüklüklerle enflasyon arasındaki kısa dönem korelasyonunun zayıflaması, 1980'lerden sonra hızla gelişen finansal kurumlar sayesinde ortaya çıkan yeni finansal araçların para ikamelerinin artmasına yol açarak, para talebinin ve dolaşım hızının eskiye oranla istikrarsızlığını arttırmıştır. Bu zayıf ilişki durumunda parasal büyüklüklerin piyasaya sinyal verme özelliği ve merkez bankasının şeffaflık ve hesap verme özelliği zaafa uğramıştır. Parasal hedefleme stratejisi uygulayan ülkelerin çoğunda 1980'lerin ortalarına

kadar hedefleme enflasyonu düşürmede başarı sağlasa da kısa dönemde ciddi resesyona (üretim ve istihdam düşmelerine) yol açarak uygulamayı maliyetli (fedakarlık oranları yüksek) hale getirmiştir. Parasal hedefleme stratejisini uygulayan çoğu ülkede hedeflemeyi başarısız (veya yarı başarılı) kılan belirtilen iki etkenin dışında, bu ülkelerin değişen dönemlerde çok sayıda değişkeni (önce *M1*, sonra *M2* ve *M3*) hedeflemeleri, hedefleri düzenli olarak, beyan etmemeleri, sıkça ortaya çıkan hedeften sapmaların gerekçelerinin açıklanmaması, kısacası aslında ciddi bir hedefleme yapmamaları da başarısızlıkta rol oynamıştır (Yay, 2006).

Parasal hedefleme stratejisinin temel dezavantajları aşağıdaki noktalarda toplanabilir:

- Paranın ölçümünde hangi finansal aracın değerlendirmeye alınacağı konusunda ekonomistler arasında tam fikir birliği oluşmamıştır. Ön plana çıkan iki görüş vardır. Paranın değişim işlevinin ön planda tutulmasını öneren birinci görüş, işlem yaklaşımını benimsemiştir. İkinci görüş, paranın değer saklama işlevi üzerinde odaklanarak likidite yaklaşımını tavsiye etmektedir. Merkez bankasının politika araçları paranın ölçümü konusunda hangi yaklaşımı benimseyeceğine karar vermesini sağlar. Bu konuda kesin bir sürdürülebilir bir ölçüt saptamak söz konusu değildir. Örneğin, Bazen *M1*, bazen *M2* bazen de alternatif parasal büyüklükleri, reel gelir ve fiyat düzeyi gibi değişkenlerle tutarlı olması açısından tercih etmek gerekmektedir (Miller ve Vanhoose, 1993: 637-638).
- Yüksek enflasyon deneyimi yaşayan ülkelerin en önemli sorunu yüksek düzeyde dolarizasyon problemidir. Enflasyondan korunmaya çalışan bireylerin mevduatlarının ve ellerinde tuttıkları paranın olabildiğince yabancı paradan oluşmasına özen göstermeleri kira sözleşmelerinin yanı sıra fiyat ve ücretlerin önemli bir bölümünün dolar cinsinden ifade edilmesi, parasal otoritenin gücünü sınırlamaktadır (Calvo ve Vegh, 1999).
- Hedeflenen para tanımı merkez bankasının kontrolü altında olmalıdır. Para

ikamesi, para tanımının gerçek likidite gereksinimini yansıtmaması gibi sorunlar nedeniyle bu koşulu sağlamakta zorluklar yaşayabilmektedir (Keyder, 2012: 456).

Parasal hedefleme stratejisinin gelişmekte olan ve gelişmiş ülkelerde söz konusu nedenlerden dolayı fiyat istikrarını sağlamada başarılı bir para politikası stratejisi olmaması sebebiyle 1990'lı yılların başlarından itibaren enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlamıştır.

### **1.4.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi**

İktisadi ve politik koşullar açısından bakıldığında düşük ve istikrarlı enflasyon oranı konusunda gerek literatürde gerekse pratik hayatta geniş bir fikir birliği oluşmuştur. Bu uzlaşmadan yola çıkarak birçok siyasal iktidar enflasyonla mücadele etmek amacıyla alternatif para politikası stratejilerini devreye sokmuşlardır. Bu anlamda özellikle en çok rağbet gören en çok kabul edilen strateji enflasyon hedeflemesi stratejisidir. Merkez bankaları başta olmak üzere para politikasına şeffaflık sağladığı için, istikrarlı enflasyon hedeflemesini sürdürmek isteyen politika yapıcılar sayısal bir enflasyon oranını hedefleyerek veya kamuoyuna ilan ederek bu para politikası stratejisini uygulamaya karar verirler (Mukherjee ve Singer, 2008: 323-326).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacına yönelik olarak, para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi veya hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanan para politikası uygulamasıdır (Svensson, 2006: 1). Düşük enflasyona ulaşmanın ve yürütülen para politikasını daha açık ve şeffaf kılmanın aracı, enflasyon hedeflemesi politikasıdır (Oktar, 1998: 11-12).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde, kullanılan enflasyon tahminleri bu politikanın ara hedefi olarak, politikanın uygulanmasına rehberlik etmektedir. Başarılı bir enflasyon

hedeflemesi politikası için merkez bankasının mutlaka enflasyon tahminleri yapması ve para politikası araçlarındaki değişimin enflasyon üzerindeki etkisinin ölçülmesi gerekmektedir (Christofferson ve Wescott, 1999: 29).

Schmidt-Hebbel ve Tapia (2002), enflasyon hedeflemesi stratejisini para otoritesinin araç bağımsızlığına sahip olduğu, enflasyon hedefinin nominal çapa olarak belirlendiği, merkez bankasının hedeflenecek olan enflasyon oranının tahmin edilmesinde teknik yeterliliğe sahip olduğu, para politikasının şeffaflığının ve hesap verebilirliğinin önemli ölçüde arttırıldığı bir para politikası stratejisi olarak tanımlamışlardır (Schmidt- Hebbel ve Tapia, 2002-b: 1).

1990'lı yıllardan itibaren birçok merkez bankası para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamışlardır. Bu anlamda bilinen ilk örnek Yeni Zelanda'dır. Daha sonra İngiltere, İsveç, Kanada, Meksika, İsrail enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulama yönünde ilk örnekler olarak değerlendirilir (Walsh, 2009 : 200).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin temelini kuralın oldukça basit tasarlanması, merkez bankasının kararlarını bu kural doğrultusunda alması, asıl hedef ile para politikası değişkenlerinin arasındaki ilişkinin gözetilmesi esasına dayanması sebebiyle Taylor Kuralı oluşturmaktadır (Taylor, 1993: 198).

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin hedef aralığı tercihi konusunda uygulamalarına bakıldığı zaman enflasyon hedefi konusunda “nokta hedef” ve “band hedef” olarak uygulama yaptıkları gözlemlenmektedir. Enflasyonun alabileceği değer üst sınırının hedef olarak belirlendiği “tavan hedefi” tercih eden ülkelerin de bulunduğu belirtilmektedir (Debelle vd, 1998: 8). Hedef aralığı tercihinin temel amacı, belirli bir enflasyon hedefini ilan ederek ekonomideki birimlerin enflasyon beklentileri için bir çapa oluşturmaktır (Gül vd, 2006: 64).

<b>Tablo 1.1: Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi İle İlgili Bazı Tanımlar</b>	
<b>Çalışma</b>	<b>Tanım</b>
King (1999)	Enflasyon hedeflemesi; ekonomide hiçbir şok olmaması durumunda merkez bankasının ulaşmaya çalıştığı enflasyon oranı değeri olarak tanımlanmaktadır.

Sherwin (2000)	Enflasyon hedeflemesi; belirli bir yıl veya daha fazla yılı kapsayan bir dönem için enflasyon oranının ne olacağını kamuoyuna resmi olarak ilan edildiği ve para politikasının uzun dönemdeki öncelikli amacının düşük ve istikrarlı enflasyon olduğunun açık bir şekilde tanımlandığı bir para politikası çatısıdır.
Altamirano (2000)	Enflasyon hedeflemesi; merkez bankasının belirli bir tarih veya bazı dönemler için enflasyon oranı hedefini önceden kamuoyuna açıkladığı, merkez bankasının gücü oranında bu hedefi gerçekleştirmek için gerekli her şeyi yapmayı taahhüt ettiği bir para politikası programıdır.
Gramlich (2000)	Enflasyon hedeflemesi stratejisi; en sade tanımı ile “açık sözlülük” olarak tanımlanabilir. Burada bir ülke veya onun merkez bankası, açık bir hedef enflasyon oranını tolere edilen bir aralıkta gerçekleştirmeyi ve kontrol etmeyi taahhüt etmektedir.
Mishkin (2000e)	Enflasyon hedeflemesi; enflasyon için orta vadeli sayısal bir hedefin konulduğu, para politikasının temel hedefinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu, bunun dışında başka parasal hedeflerin bulunmadığı ve merkez bankasının şeffaflığının ve hesap verebilirliğinin sağlanmış olduğu bir para politikası stratejisidir.
Loayza – Soto (2002)	Enflasyon hedeflemesi; şeffaf ve araçsal bağımsızlığa sahip olan merkez bankasının olduğu, birbirleri ile çatışan amaçların bulunmadığı, mali üstünlüğün olmadığı, merkez bankasının öncelikli hedefi olan ve sayısal hedef olarak ilan edilmiş fiyat istikrarına dayalı bir parasal stratejidir.

**Kaynak:** Akyazı, 2004: 21

Enflasyon hedeflemesi stratejisini fiyat istikrarını sağlamaya yönelik tek para politikası stratejisi olarak düşünmek doğru bir yaklaşım olmayacaktır. Bu yaklaşım enflasyon hedefleyici merkez bankalarının başarılı, enflasyon hedefleyici olmayan merkez bankalarının ise başarısız olduğu şeklinde bir sonuca götürebilir (Pill ve Rostagno, 2001: 3). Tablo 1.1’de enflasyon hedeflemesi stratejisi ile ilgili yapılan çeşitli tanımlar özetlenmektedir. Tabloda ekonomistlerin enflasyon hedeflemesi için yapmış olduğu tanımlardaki ortak özellik, merkez bankasının belirli bir dönem için tespit ettiği enflasyon hedefini kamuoyuna ilan etmesi temeline dayanan bir para politikası stratejisi olmasıdır.

#### **1.4.3.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Önkoşulları**

Kuttner’in, enflasyon hedeflemesinin tanımını yaparken genel olarak kabul ettiği kriterlerden bazıları; para politikasının nihai hedefinin fiyat istikrarı olması, açık bir şekilde belirlenmiş zaman aralığı, bu aralıkta ulaşılabilecek sayısal enflasyon hedefinin bulunması, yüksek düzeyde şeffaflık ve para otoritesinin hesap verebilirliğidir (Kuttner, 2004: 95). Enflasyon hedeflemesi konusunda kesin bir tanımın yapılamaması, enflasyon hedeflemesinde uygulanacak kriterlerin belirsizliği ve uygulama zorluğu, merkez



bankalarının daha az arzu edilen politikaları benimsemeleri ve sürdürmelerine neden olmaktadır (Amato ve Gerlach, 2002: 782).

Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş için gerekli önkoşullar dört temel kategoride toplanmaktadır (Batini ve Laxton, 2007: 480-482):

- **Kurumsal Bağımsızlık:** Kısa vadede üretim, istihdam, ihracat, döviz kuru gibi değişkenler üzerinde merkez bankalarının almış oldukları faiz kararlarının olumsuz etkide bulunması, kamuoyu ve enflasyon-istihdam ödünleşiminden faydalanmak isteyen politikacıların merkez bankasına baskıda bulunması sık rastlanan bir durumdur. Bu durumda merkez bankasının politika araçlarını uzun vadeli hedefleri doğrultusunda hiçbir etki altında kalmadan kullanacağı garanti edilmediği takdirde, ilan edilen hedeflerin ekonomik birimlerce inandırıcılığı kalmayacaktır.
- **Gelişmiş Analitik Kapasite ve Teknik Altyapı:** Kurumsal ve teknik gereksinimler açısından enflasyon hedeflemesi rejiminin maliyetli olması birçok gelişmekte olan ülke açısından uygun olmamaktadır. Merkez bankasının ekonomik ve finansal verilere, analitik kapasiteye, tahmin üretme ve modelleme kapasitesine ve aktarım mekanizmasına ilişkin yeterli bilgiye sahip olması; merkez bankasının enflasyon hedeflemesi stratejisindeki başarısı ile yakından ilgilidir.
- **Ekonomik Yapı:** Ekonominin emtia fiyatları ve döviz kuruna karşı çok hassas olmaması dolarizasyonun düşük seviyede olması, yönetilen/ yönlendirilen fiyatların tüketici fiyat endeksi içindeki payının düşük olması halinde enflasyon hedeflemesi stratejisi başarıyla uygulanabilir. Maliye politikalarının enflasyon hedeflemesi stratejisini desteklemesi ya da rejimin işleyişine engel olmayacak şekilde yürütülmesi gerekmektedir. Çünkü, kamu maliyesinde disiplinin sağlanması ve kamu borç dinamiklerinin kontrol altında olması enflasyon hedeflemesi stratejisinin etkin bir şekilde yürütülebilmesi için önem taşımaktadır.
- **Sağlıklı Bir Finansal Sistem:** Finansal istikrarın sağlanmış olması ile parasal aktarım mekanizmasının iyi çalışması ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin

başarıyla uygulanabilmesi arasında bir bağlantı söz konusudur. Dolayısıyla, bankacılık sektörünün güçlü olması ve sermaye piyasalarının gelişmişliği de önem taşımaktadır.

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımında, hedeflenen enflasyon oranının tam ve eksiksiz olarak ölçümü, ekonomik sorunlar açısından çok önemlidir. Seçilen fiyat endeksinin kamuoyu tarafından kolayca anlaşılabilmesi için açık, anlaşılır ve güvenilir olması gerekir (Boskin vd, 1998: 3-7). Uygulamada hedeflenen enflasyon oranının ölçümünde Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ve Gayri Safi Milli Hasıla (GSMH) deflatörü dikkate alınmaktadır. GSMH deflatörü ulusal enflasyon fikrini çok daha iyi yansıtmışından dolayı daha çekici görünmesine rağmen, kamuoyu tarafından en iyi bilinen endeks olması, düzenli olarak izlenebilmesi ve nadir olarak revize edilebilmesi nedeniyle TÜFE daha fazla tercih edilmektedir (Croce and Khan, 2000: 49).

Nokta veya band hedefinin seçimi, uygun enflasyon oranı hedef belirlenirken karşılaşılan zorluklardan biridir. Karar verilecek olan hedef, uygulanacak olan para politikasının güvenilirliği ve esnekliği arasındaki ikameyi de içermektedir (Duman, 2002). Hedeflenen süre ne kadar uzun olursa, merkez bankasının çıktı ve kur istikrarı gibi kısa vadeli hedefleri takip edebilmesine ilişkin mevcut esnekliği de o kadar büyük olacaktır. Orta dönemli hedefleme süresi merkez bankasının hesap verebilirliğini tesis etmede yararlı olamamaktadır. Uzun bir hedefleme süresinde, merkez bankası kısa dönemde diğer hedefleri takip ediyor gibi görülüyorsa da hedefin güvenilirliğini azaltacaktır. Bu nedenle, hedefleme süresinin uzunluğu merkez bankasının enflasyon hedefi ile kısa dönem istikrarı başarması arasındaki tercihlerini yansıtmaktadır (Heenan vd, 2006: 278).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarıyla uygulanabilmesi için, sadece teknik konulara ilişkin analizlerin doğru olarak yapılması yeterli değildir. Merkez bankasının bağımsızlığı, şeffaflık ve güvenilirliğin sağlanması, para otoritesinin maliye politikasının ihtiyaçları doğrultusunda hareket etmesini engellemeyecek şekilde mali disiplinin sağlanması, gelişmiş para ve sermaye piyasaları, başka bir nominal değişkene yönelik bir taahhüdün olmaması gereği, hangi enflasyonun hedefleneceği ve hangi yöntemle ölçüleceğinin belirlenmesi ve enflasyonu tahmin model ve yöntemlerinin geliştirilmesi gibi ön koşulların da yerine getirilmesi gerekmektedir.

#### 1.4.3.1.1. Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Fiyat istikrarının sağlanabilmesi için merkez bankasının araçlarını siyasi otoritenin baskılarına maruz kalmadan kullanabilmesi, gerektiğinde değişiklik yapabilme esnekliğine veya insiyatifine sahip olması merkez bankasının bağımsızlığını ifade eder (Oktar, 1998: 44-45). Merkez bankasının bağımsızlığı aynı zamanda enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarıya ulaşabilmesi için gerekli önkoşullardan birisidir. Ancak, bankanın hükümetten tamamen ayrılması anlamına gelmemeli, merkez bankası genel ekonomik programı tamamlayıcı nitelikte politikalar izlemelidir (Gül vd, 2006: 78).

Hükümetler, merkez bankasına belirlenen enflasyon hedefine ulaşabilmek için kullanması gereken araçlar için sorumluluk ve otorite vermektedir. Merkez bankaları verilmiş olan bu otorite ile hedefe ulaşmak için kullanılacak politika araçlarını bağımsız olarak belirlemektedir (Frenkel, 1999: 17-18).

Yasal ve fiili bağımsızlık, araç ve amaç bağımsızlığı; merkez bankası bağımsızlığını açıklamaya yönelik yaklaşımlardır. Merkez bankası başkanının atanması, görevden alınması, başkanın görev süresi, bankanın amaçları, kamu kesiminin merkez bankasından borçlanma koşullarına dair mevzuatı gibi hususlar olmak üzere merkez bankası ile hükümet arasındaki ilişkileri düzenleyen yasal çerçeve yasal bağımsızlık kavramını ifade eder. Merkez bankasının söz konusu hususlara ilişkin olarak hükümetten ya da diğer kamu kurumlarından gelebilecek olası müdahalelerden etkilenmemesi yasal bağımsızlığın sağlanmış olduğunu gösterir (Aktan vd, 1998: 115).

Fiili bağımsızlık ise, geçerli olan yasalarla birlikte yasaya konu olmayan merkez bankası ve hükümetin diğer organları arasındaki gayri resmi anlaşmalar, bankanın ya da hükümetin önemli merkezlerindeki şahısların kişilikleri gibi diğer birçok informal faktöre bağlıdır (Gül vd, 2006: 80). Eğer fiili bağımsızlık yoksa, para politikalarından kaynaklanan olumsuzlukların asıl sorumluları olan siyasi otoriteler, merkez bankasını suçlayarak gerçeği seçmenlerden gizleyebilecektir (Cukierman, 1998: 161-162).

Amaç (Politik) bağımsızlığı, merkez bankasına para politikasının nihai amaçlarını belirleme hakkının verilmesidir. Araç bağımsızlığı, merkez bankasının para politikasının nihai amacına ulaşmak için uygulayacağı politikayı ve kullanacağı araçları, hükümetin

ya da başka herhangi bir kurumun müdahale ya da onayı olmaksızın özgürce seçebilmesini ifade etmektedir (Debelle vd, 1998:2). Araç bağımsızlığı, merkez bankalarının enflasyona, istikrar ve ekonomik gelişmeye etkileri açısından ele alındığı zaman bağımsızlık konusunun temelini oluşturmaktadır (Telman, 1994: 118). Merkez bankasından borçlanmanın sınırlarının belirlenmesinde hükümetin etkisi ve merkez bankasının kontrolü altında bulunan parasal enstrümanların ekonomik bağımsızlığı, yönetim kadrolarının atanmasına ilişkin prosedürler, bu kadrolarla hükümet arasındaki ilişkiler, merkez bankasının formel yükümlülükleri politik bağımsızlığın düzeyini belirleyen özelliklerdir (Grilli vd, 1991: 366). Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarıya ulaşabilmesi için, merkez bankasının düşük enflasyon amacını en başarılı şekilde gerçekleştireceğine inandığı para politikası aracını ayarlama yeterliliğine sahip olması gereklidir.

Merkez bankasının etkinliği açısından amaçlarının ve görevlerinin iyi tanımlanması, önemli bir husustur. Merkez bankasının etkinliği çerçevesinde altı çizilmesi gereken sonuçlar şunlardır (Saxton, 1997: 3-6):

- Operasyonel olması.
- Fiyat istikrarının tek ve açık olması.
- Tüketici fiyat endeksinin enflasyon hedefi olarak kullanılması.
- Hedeflemede nokta tahmini yerine bant tahmininin alınması.
- Güvenilirliğin uzun vadede gerçekleşecek olmasının dikkate alınması.
- Enflasyon hedeflerinin daha açık, daha şeffaf olması.
- Enflasyon hedeflerinin hükümetin diğer makro ekonomi politikaları ile tutarlı olması ve uygulamalarda esneklik kazandırılmasıdır.

Merkez bankalarının bağımsızlığı ile enflasyon arasındaki ters yönlü ilişki sebebiyle,

kamu açıkları merkez bankası aracılığıyla finanse edilmektedir (Eijffinger vd, 1998: 73). Merkez bankasının bağımsızlığını siyasi otoritenin baskısı engellemektedir. Merkez bankasının bağımsızlığı genelde para politikasında merkez bankasının etkinliğini arttırmakta, özelde ise enflasyon hedeflemesi stratejisinde merkez bankasının etkinliğini arttırmaktadır (Alesina ve Gatti, 1995: 198).

Merkez bankaları fiyat istikrarı sağlandığı zaman düşük faiz oranını sürdürür. Çünkü varlık fiyatlarının konuttaki etkilerini görmezden gelerek, uyguladıkları politikanın yaratacağı sonuçlara bakmazlar. Enflasyonla mücadele konusunda güvenilirlik kazanan merkez bankaları finansal istikrarsızlık yaşanırsa, kredibiliteleri tehlikeye düşebilir (Issing, 2009: 18). Enflasyonu kontrol altına alma konusunda çok hızlı gelişmeler kaydeden merkez bankaları, makroekonomik istikrarın yapılanma sürecini olumlu etkilemişlerdir. Ancak enflasyonla mücadele sürecinde, finansal istikrarsızlık sona ermemiştir.

#### **1.4.3.1.2. Hesap Verebilirlik ve Şeffaflık**

Şeffaflık ve hesap verebilirlik güvenilir bir para politikasının taşıması gereken temel bir bileşendir (Svensson, 1997: 1117). Merkez bankasının halka hesap verme sorumluluğu para politikasındaki şeffaflık politikası ile gerçekleştirilmekte kamuoyunun merkez bankasının görevlerini yerine getirip getirmediğini izleme ve değerlendirme imkanı sağlamaktadır (Kansu, 2011). Merkez bankası tarafından alınan para politikasının yürütülmesine ilişkin kararların kamuoyuna açıklanması güvenilirliğin bir ölçütüdür (Agenor, 2000: 25).

Merkez bankasının bağımsızlık niteliğine bağlı olarak karar alabilen bir kurum olması, bankanın kamuoyuna karşı ciddi bir sorumluluk üstlenmesini ve bu sorumluluğun gereği olarak da hesap verebilir olmasını gerektirmektedir. Merkez bankasının yapmış olduğu işlerden veya uygulamalardan sorumlu olması merkez

bankasının hesap verebilir olmasıdır (Walsh, 2006: 1).

Para politikasının hedeflerinin ve limitlerinin makul olması, enflasyon için sayısal değerlerin belirlenmesi, günün ekonomik şartları altında enflasyon hedefinin tutturulmasında nasıl başarılı olacağını belirtmesi, hangi durumlarda ve hangi sebeplerden dolayı hedeften sapmaların olabileceğinin açıklanması konularında kamuoyunun doğru olarak bilgilendirilmesi gerekir (Gül vd, 2006: 93). Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan merkez bankası, kamuoyunu merkez bankasının neyi yapıp yapmayacağı gibi hususlarda eğitmekle sorumludur. Basın toplantıları, sunumlar, düzenlenen kongre ve çalıştaylar, çalışma tebliğleri ve teknik raporlar merkez bankalarının kamuoyu ile iletişiminin unsurlarıdır (Bernanke vd, 1999). Enflasyon raporları, para politikası bildirimleri, merkez bankası toplantı tutanakları gibi birçok yayınlar para politikasının doğasının daha açık şekilde kamuya aktarılmasında rol oynamaktadır. Merkez bankasından yapılan anlaşılır ve düzenli açıklamalar fiyat istikrarı sağlama çabasının anlaşılması için kamu desteğini inşa etmektedir (McDonough, 1997: 4).

Şeffaflık merkez bankasının hangi işlemi hangi nedenle yapacağı konusunda net olmasıdır. Bu nedenle teoride ve uygulamada merkez bankasının şeffaflığı ve sorumluluğu birbirleriyle örtüşmüş kavramlardır. Merkez bankasının etkinliğinin dışsal değerlendirebilmesi açısından önemli olduğu gibi, içsel analiz ve karar alma süreçlerinin gelişimini de etkiler (Heikensten, 2003: 3-4). Şeffaflık amaç şeffaflığı, bilgi şeffaflığı ve operasyonel şeffaflık olarak sınıflandırılabilir. Amaç şeffaflığı; merkez bankasının enflasyon, üretim gibi amaçlardan hangisine öncelik verileceğini belirtmektedir. Bilgi şeffaflığı, merkez bankasının gelecekteki enflasyon tahminleri, bankanın gözetim ve denetimleri, reel ekonomiyle ilgili veriler ve modelleri kamuoyuyla paylaşmasıdır. Operasyonel şeffaflık ise, merkez bankasının kısa dönemli faiz oranlarıyla ilgili hedefleri veya döviz piyasasına müdahale edilip edilmeyeceği konusundaki kararları piyasaya duyurması ve bu tür kararların

nasıl alındığı konusunda piyasayı bilgilendirmesidir (Hahn, 2002: 430).

Merkez bankalarının uyguladıkları politikaların iyi bir şekilde açıklanması izlenen politikaların piyasadaki aktörler tarafından doğru anlaşılmasını sağlar ve politikaların sonuçları da olumlu olarak etkilenir. Bu nedenle merkez bankasının kredibilitesi ve kamuoyu güveninin artırılması açısından şeffaflık önemli bir unsurdur.

Uygulama sırasında, toplum ve politikalara duyduğu güven çok önemlidir. Para politikasının güvenilirliği merkez bankasının hesap verebilirlik ve şeffaflık özellikleri sayesinde artar. Karar alma süreçlerinde de merkez bankasının şeffaflığı önemli ölçüde arzulanır (Blinder vd, 2001). Şeffaflığın artması merkez bankasının bildirdiği hedeflere daha bağlı kalmasına neden olmaktadır. Aslında bu gizli bir taahhüt mekanizmasıdır (Swenson, 1999: 631).

Fiyat istikrarı, ekonomik büyüme ve istihdamda artış para politikasının amaçlarıdır. Merkez bankasının amaç şeffaflığıyla siyasi iktidara ve piyasalara vermiş olduğu mesaj öncelikli ve temel amacının fiyat istikrarı olduğu ve bu amaçtan ödün vermeyeceği hususudur. Merkez bankasının fiyat istikrarı hedefine odaklanmasını ve enflasyon hedeflemesi stratejisinde başarılı olmasını, siyasi iktidarın genellikle politik kazançları için merkez bankası üzerindeki büyümeyi artırmada ve işsizliği azaltma konusunda baskı oluşturması engellemektedir.

Merkez bankasının kısa vadeli faizleri kullanarak piyasa faizlerini ve varlık fiyatlarını etkileme gücüne sahip olması enflasyon hedeflemesi stratejisinde önem taşımaktadır. Para politikasının şeffaf ve öngörülebilir olması merkez bankalarının enflasyon beklentilerini yönetebilme gücünün bankanın itibarı ile doğrudan ilgili olması sebebiyle, itibar sağlamış bir merkez bankasının enflasyonla mücadele maliyeti daha düşüktür. Merkez bankasının itibarının tesis edilebilmesi açısından şeffaf ve inandırıcı

olarak hazırlanmış ve teknik kapasitesi yüksek analizlere dayanan para politikası raporları önem taşımaktadır (Svensson, 2006).

Şeffaflık derecesi ülkelerin ihtiyaçlarına göre şekillenmektedir. Şili, İsrail, Yeni Zelanda gibi bazı merkez bankaları enflasyon tahminlerini üretirken kullandıkları modeli yayımlayarak şeffaflaşma yoluna giderken, birçok gelişmekte olan ülke, yapısal dönüşüm ve veri yetersizliği sebebiyle bunu tercih etmemektedir.

#### **1.4.3.1.3. Disipline Edilmiş Maliye Politikası**

Finansal piyasalar üzerinde mali baskınlığın olmaması enflasyon hedeflemesi stratejisinin etkin bir biçimde uygulanabilmesi için gerekli olan önkoşullardan biridir. Maliye politikasını disipline etmek yani maliye politikasını bütçe sınırları içerisinde kalacak bir biçimde uygulamak mali baskınlığı önlemenin tek yoludur.

Sargent ve Wallace, para politikası uygulamalarının maliye politikaları tarafından desteklenmesi gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Para ve maliye politikaları arasındaki koordinasyonun sağlanması ile birlikte, mali otoriteler kamu harcamalarını kamu gelirleri ile sınırlandıracaklardır. Sargent ve Wallace'a göre, mali otoriteler bütçe disiplinini sağlayamadığı sürece kamu borçlarının parasallaşması olgusu sebebiyle, enflasyonla mücadele etmek için cari dönemde uygulanan sıkı para politikaları uzun dönemde enflasyon oranını düşürmek yerine yükseltecektir. (Sargent and Wallace, 1981: 1-4). Reel faiz oranlarının ekonominin büyüme oranından daha fazla olması borçlanmanın uzun dönemde enflasyona yol açmasının temel nedenidir.

Maliye politikasının disipline edilememesi neticesi mali baskınlık şeklinde ortaya çıkmakta ve vergi sisteminin etkin olmadığı ülkelerde daha belirgin olarak etkisini göstermektedir. Gelişmemiş bir finansal piyasa ile zayıf bir vergi sisteminin bir arada bulunması, kamu harcamalarının senyör geliri ile karşılanmasını zorunlu hale getirmektedir (Woodford, 2001).

Mali baskınlık, para politikasının kamu kesiminin finansman gereksinimi doğrultusunda yönetilmesi durumu olarak da ifade edilmektedir (Khan, 2003: 11). Yüksek düzeydeki kamu borcunun, merkez bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak aktarım mekanizmasının istenildiği gibi çalışmasını engellemesi ve para politikasının etkinliğini azaltması



anlamına da gelmektedir. Bu nedenle, mali disiplinin sağlanamadığı ekonomilerde kamunun borçlanma gereği merkez bankalarının temel politika araçları olan faiz hadlerinin etkin bir biçimde kullanımını engeller (Malatyalı, 1998: 46). Para politikasının etkilerinin maliye politikası tarafından etkisiz duruma getirilebilmesi için, başarılı bir para politikası stratejisinin merkez bankası tarafından uygulanabilmesi ile uygulanmakta olan para politikalarının maliye politikaları tarafından desteklenmesi gerekmektedir (Çolakoğlu, 2002: 23).

Maliye politikasının disipline edilmesi, mali baskınlığı azaltma yönünde alınabilecek önlemleri beraberinde getirmektedir. Kamu harcamaları finansmanında senyörj gelirlerine bağlı kalınmaması, bütçe açıklarının azaltılması, merkez bankası kaynaklarından karşılanan kamu borçlanmasının düşük düzeylerde olması veya hiç olmaması gerekmektedir (Masson vd, 1998: 35). Enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliğini, yüksek bütçe açığının monetizasyon yoluyla finansmanının en aza indirilmesiyle sağlanan güçlü mali yapı arttırmaktadır. Güçlü mali yapı aynı zamanda enflasyonu düşürmenin reel maliyetlerini de sınırlandırmaktadır (Carare vd, 2002: 11).

#### **1.4.3.1.4. Gelişmiş Para ve Sermaye Piyasaları**

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlamadan önce sahip olunması gereken önkoşullardan biri, güçlü ve gelişmiş bir mali sistemdir. Para politikalarının verimli olması için, bankacılık sektörü ve mali sistemin güçlü olması gerekir (Çolakoğlu, 2002: 20).

Enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmeyi planlayan bir merkez bankası için mali istikrarın sağlanamaması iki önemli soruna neden olur (Carare vd, 2002: 14):

- Finansal kuruluşların yükümlülüklerini yerine getirmek için merkez bankasının sağladığı fonlardan yüklü miktarda kullanması, söz konusu fonlamaların merkez bankasının uyguladığı para politikası üzerindeki etkilerini sterilize etmesini güçleştirerek enflasyonist baskılara yol açmaktadır.
- Sıkı para politikası uygulanması durumunda faiz oranlarında meydana gelen artışın yüklü miktarda borcu bulunan finansal kuruluşların mali yapılarını tehdit etmesi, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi uygulama yeteneğini sınırlamaktadır. Birçok gelişmekte olan ülkede enflasyon hedeflemesi

stratejisine geçmeden önce mali sistemde istikrar sağlanmaktadır.

Güçlü bir finansal sistemin yüksek dolarizasyondan kaynaklanan döviz kuru oynaklığının ortaya çıkarabileceği birtakım dalgalanma eğilimlerini ortadan kaldırma ve eğilimleri yıkma anlamında enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı açısından önemlidir. Öte yandan, güçlü bir finansal sistem kurulduğu zaman uluslararası ticarete dengesizliklerde ciddi anlamda azalma gösterecektir. Çünkü, güçlü finansal sistemin kurulması durumunda, fon hareketleri karşısında finansal sistemin kırılabilirliğinde nispi bir iyileşme eğilimi ortaya çıkacaktır. Ayrıca, güçlü bir finansal sistemin kurulması durumunda, para politikasının görevi de son derece kolay olur. Çünkü, para politikasının finansal sektörü etkilemesi ve dolayısıyla finansal sektör ile reel sektör arasında etkileşimin kurulması daha kolay olacaktır (Luçi ve İbrahimi, 2007: 8-11).

Bankacılık sektörünün sağlam bir yapıda olması; para, sermaye ve döviz piyasalarının gelişmiş olması aktarım mekanizmasının iyi işlenmesini, böylece para politikasının etkinliğinin artmasını sağlayacaktır. Finansal sistemin zayıf olması durumunda, merkez bankaları fiyat istikrarı hedefi ile finansal istikrar arasında ikileme kalarak enflasyonu kontrol edebilmek için para politikası kararlarını alırken kararsızlıklar yaşayabilmektedir (Fraga vd, 2004).

#### **1.4.3.1.5. Başka Bir Nominal Değişkene Yönelik Bir Taahhüdün Olmaması**

##### **Gereği**

Merkez bankasının, tek hedefinin enflasyon olarak belirlenmesi başarılı bir enflasyon hedeflemesi uygulaması için gerekli bir kuraldır. Para otoritelerinin ücretler, nominal döviz kurları veya istihdam seviyesi gibi başka bir nominal değişkene yönelik hiçbir taahhüdünün olmayarak yalnız fiyat istikrarını sağlamayı amaçlaması gerekmektedir. Para politikasının yönetimi senyoraj gelirleri gibi mali ihtiyaçları karşılamaya ya da döviz kuru gibi başka nominal değişkene ulaşmaya yönelik olmamalı,

para politikası fiyat istikrarını öncelikli hedefi olarak belirlemelidir (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2000: 21).

Enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyen bir ülkenin para otoritesi başka bir nominal değişkene yönelik katı bir taahhütte bulunmamalıdır. Örneğin, nominal döviz kurunu seçen bir ülke, çapa ülkesinin politikalarına bağımlı olacağı için kendi politikasının bağımsızlığını kaybeder ve diğer değişken hedefin gerçekleştirilmesi mümkün olamaz. Enflasyon öncelikli hedef olmak şartıyla nominal döviz kuru hedefi ve enflasyon hedefi teorik olarak bir arada uygulanabilir. Para otoritesinin enflasyonun öncelikli hedefi olduğunu güvenilir bir metotla kamuoyuna anlatması mümkün olmadığı için, pratikte bu birlikteliğin uygun bir karar olduğu şüphelidir. Para otoritelerinin birden fazla hedefinin olması halinde bu hedefler enflasyon hedefi ile uyumlu olduğu sürece amaçlanabilir Masson vd, 1997: 8-9).

Enflasyon hedefinin belirlenmesinde hükümetinde payının olması, gerek hükümetlerin halkın tercihlerini temsil ediyor olması, gerekse siyasi otoritenin hedefleri sahiplenmesinin sağlaması açısından oldukça faydalıdır. Hedeflerin belirlenmesinde hükümetlerin genellikle daha kısa vadeli bakış açısına sahip olmaları ve bunun toplum için en uygun seviyenin üstünde bir enflasyon oranını istemelerine yol açması, stratejide hükümetlerin oynadığı rolün dezavantajıdır. Merkez bankasının hedefinin belirlenmesi aşamasında aktif olarak sürece katılması ya da kamuoyunu ve hükümeti açıkça enflasyonun sonuçlarına ilişkin olarak uyarılması ile bu sorun aşılabilir (Debelle ve Fischer, 1994: 13). Para otoritelerinin kamuya, para politikasının öncelikli hedefinin enflasyon olduğunu güvenilir bir şekilde açıklamasını enflasyon ve döviz kuru olmak üzere iki hedefin olması güçleştirmektedir.

#### **1.4.3.1.6. Hedeflenecek Enflasyon ve Ölçüm Yönteminin Belirlenmesi**

Enflasyon Hedeflemesi uygulamasında ulaşılmaya çalışılan enflasyon hedefi yüzde olarak bir rakam olarak tanımlanabileceği gibi, enflasyon hedefi bir bant aralığı olarak da tanımlanabilir. Enflasyon hedefi nokta hedef ya da bant aralığı olabilmektedir. Enflasyon hedefinin bant aralığı ya da nokta hedef olmasının faydaları konusunda farklı

görüşler mevcuttur (Kalaycı, 2002: 277).

Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin bir kısmında enflasyon hedefi merkez bankası tarafından, bir kısım ülkede ise, merkez bankası ve hükümet tarafından belirlenir. Enflasyon hedefinin gerçekleştirileceği zaman dilimi bir yıl ya da daha uzun süredir. Çoğu ülkede enflasyon ölçüm yöntemi olarak tüketici fiyat endeksi (TÜFE) kullanılmaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan bazı ülkeler, enflasyonun parasal olmayan belirleyicilerini devre dışı bırakan çekirdek enflasyonu, enflasyon ölçüsü olarak alırlar (Alparslan ve Erdönmez, 2000: 15-20). Enflasyon hedefinin gerçekleştirileceği zaman dilimi konusunda da ülkeler arasında farklılıklar mevcuttur. İsrail ve Şili gibi ülkelerde enflasyon hedefinin gerçekleştirileceği zaman dilimi bir yıl olarak belirlenirken, Yeni Zelanda ve Kanada bu süreyi daha uzun tutmuşlardır (Kalaycı, 2002: 277).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan merkez bankaları, hedef etrafında bir bant oluşturmakta ya da enflasyon hedefini doğrudan bir aralık olarak tanımlayarak hedeften sapmalara ne ölçüde izin verileceği konusunda bir fikir oluşturmaktadırlar. Hedef aralığının geniş tutulması, olası şoklara karşı para politikası kararlarında daha esnek davranabilme imkanı sağlarken dar bir aralık ya da nokta bir hedefin ilan edilmesi kamuoyunca kolay anlaşıldığı için iletişim açısından çok daha avantajlıdır. Nokta hedefler, merkez bankasının hedefine ulaşmadaki taahhüdünü açık olarak gösterirken, enflasyonun nokta hedefle birebir uyumlu gerçekleşmesi olasılığının sıfıra yakın olduğu düşünüldüğünde merkez bankasının itibarının olumsuz etkilenmemesi açısından nokta hedefin iletişiminin iyi yapılması önem taşımaktadır (Bernanke vd, 1999)

#### **1.4.3.1.7. Enflasyonu Tahmin Model ve Yöntemlerinin Geliştirilmesi**

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin önkoşullarından bir diğeri de, enflasyonu tahmin model ve yöntemlerinin geliştirilmesidir. Enflasyonu modelleyecek ve tahmin edecek teknik

ve kurumsal kapasiteye merkez bankasının sahip olması gerekir. Ayrıca merkez bankasının para politikasının aktarım mekanizmasındaki gecikmeleri tahmin etmesi ve bu konuda yeterli bilgiye sahip olması para politikasını yönetirken doğru araçların kullanılmasına imkan verir (Kalaycı, 2002: 278). Enflasyon hedeflemesi stratejisinde politika kararları alınırken tahminlerin hedeflere uyumuna dikkat edilmesi gerekmektedir (Svensson, 2006).

**Tablo 1.2: Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Kurumsal ve Ekonomik Önkoşulları**

<b><u>Kurumsal Önkoşullar</u></b>	
<b>Önkoşullar</b>	<b>Gerekçeler</b>
Bağımsızlık	Merkez bankası, enflasyon amacını gerçekleştirmede serbestliğe ihtiyaç duyar.
Etkili Para Politikası Araçları	Merkez bankası piyasaları bilgilendirmede ve özellikle enflasyon beklentilerini şekillendirmede çok etkili bir para politikası aracına sahip olmalıdır.
Hesap Verebilirlik	Merkez bankasının fiyat istikrarını sağlama konusunda belirginleştirilmiş sorumluluğa ihtiyaç vardır.
Şeffaflık	Merkez bankasının hükümet piyasa ve kamuoyu ile açıklık içerisinde sıklıkla iletişim kurması zorunluluğu vardır.
Dalgalı Kur	Enflasyon hedefine ulaşabilmek için, belirlenmiş olan para politikasının uygulanmasına imkan sağlayacak döviz kuru rejiminin olması gerekir.
Ortak Sorumluluk	İlan edilmiş olan enflasyon oranına ulaşabilmek için merkez bankasının hükümetle birlikte hareket edeceği kamuoyuna duyurulmalıdır.
Maliye Politikası ile Uyum	Para ve maliye politikaları, enflasyon hedefi doğrultusunda uyumlu bir şekilde hazırlanmalı ve uygulanmalıdır.
Kamuoyu Desteği	Uygulanan stratejiler, kamuoyu tarafından takip edilmelidir.

<b>Ekonomik Önkoşullar</b>	
Önkoşullar	Gerekçeler
Uygun Fiyat Endeksinin Seçimi	Paranın satın alma gücündeki gelişmeleri gösteren ve kolayca anlaşılabilen bir fiyat endeksinin seçilmesi zorunludur.
Enflasyon Hedefi İçin Aralık ve Zaman Seçimi	Enflasyon hedeflemesi güvenilir ve esnek bir para politikası olabilir. Ancak, esnekliğin derecesinin ne olacağı hususu ilan edilmelidir. Ayrıca merkez bankasının or talama nokta hedefi de bilinmelidir.
Para Politikası Aktarım Mekanizması İçin Yeterli Bilgi	Politika uygulayıcıları, temel ekonomik büyüklüklerin para politikası araçları ile hangi hızda ve ne ölçüde etkileyebilecekleri konusunda bilgi sahibi olmalıdırlar
Enflasyon Tahmini İçin Hazırlık	Enflasyon hedeflemesi, öncelikle hedefi için belirlenen bant içerisinde beklentileri yönlendirmeyi sağlamaya çalışır. Bu nedenle merkez bankası enflasyon tahmini için ileriye yönelik projeksiyonlar geliştirmelidir.
Ekonomi Hakkındaki Bilgilerin Doğru Ölçülmesi ve Zamanında Sağlanması	Finansal piyasalar üretim için merkez bankasının kararlarından olumlu sinyallere ihtiyaç duyarlar. Bunun için makul derecede hata payına sahip ekonomik bilgilerin oluşturulması gerekir.

**Kaynak:** Siklos-Abel, 2002: 312.

Bazı ülkeler enflasyon görünümüne ilişkin yüksek belirsizliği dikkate alarak niteliksiz açıklamalar ya da 12 veya 24 ay sonrasına ilişkin nokta bir tahmin sunarken, Türkiye, İsveç, İngiltere gibi ülkeler belirli bir döneme ilişkin sayısal enflasyon tahminlerini profiksel olarak sunmaktadırlar. Dolayısıyla, enflasyon görünümünün enflasyon raporlarında sunulmuş şekli, ülkeler arasında farklılık göstermektedir (Schaechter vd, 2000: 35).

Tablo.1.2'de görüldüğü gibi, merkez bankasının bağımsızlığı, etkisi para politikası araçları, hesap verebilirlik, şeffaflık, dalgalı kur politikası, hükümet ve merkez bankasının ortak sorumluluğu para ve maliye politikalarının uyumlu bir şekilde hazırlanması, kamuoyu desteği ve gelişmiş bir finansal sistemin olması enflasyon hedeflemesi stratejisinin kurumsal ön koşullarını; stratejiye uygun fiyat endeksinin seçimi, enflasyon için aralık ve zaman hedefinin seçimi, para politikası aktarım mekanizması için yeterli enformasyon enflasyon tahmini için yeni projelerin geliştirilmesi, ekonomi ile ilgili bilgilerin zamanında elde edilerek doğru ölçülmesi enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik önkoşullarıdır.

#### **1.4.3.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Özellikleri**

Enflasyon hedeflemesi stratejisi merkez bankası, hükümet veya her ikisinin birlikte hareket etmesi yoluyla, belirli bir zaman dilimi dahilinde gerçekleştirilmek amacıyla, enflasyon oranı için resmi niceliksel bir hedefin ya da hedef aralığının halka ilan edilmesi olarak tanımlanmaktadır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 98).

Enflasyon Hedeflemesi altı esas unsuru kuşatan para politikası stratejisi olarak tanımlanmaktadır (Mishkin, 2000e: 1):

- Enflasyon için orta vadeli sayısal bir hedefin kamuoyuna ilan edilmesi gerekir.
- Merkez bankasının birinci derecede hedefi fiyat istikrarı diğer hedefleri ise ikinci derecede hedefi olmalıdır.
- Para politikası araçlarına ilişkin kararlar alınırken, yalnızca parasal büyüklükler ya da döviz kuru gibi değişkenlerin değil, gelecek dönem enflasyonunu etkileyebilecek her türlü bilginin dikkate alınması gerekir.
- Para otoritesinin planları, amaçları ve kararları hakkında kamuoyu ve piyasalarda, para politikasının arttırılmış şeffaflığı ile ilişki kurulmalıdır.
- Para politikası uygulamaları çerçevesinde kamuoyu ve piyasalarla iletişimde şeffaflığın esas alınması ve merkez bankasının hedeflerine ulaşması bağlamında da hesap verebilirliğin sağlanması gerekmektedir.

- Enflasyon tahminlerine önemli bir rol atfeden ve aynı zamanda da “enflasyon tahmini hedeflemesi” olarak adlandırılan bir para politikası stratejisinin izlenmesi gerekir.

Enflasyon hedeflemesi Açık (katı) enflasyon hedeflemesi ve Örtük (esnek) enflasyon hedeflemesi olmak üzere iki şekilde uygulanabilmektedir. Merkez bankasının enflasyonu sadece hedeflenen seviyeye yaklaştırmaya çalışması ya da bunun dışında herhangi bir değişkeni dikkate almaması ve enflasyon dışında hiçbir değişkende istikrar sağlamaya çalışmaması açık (katı) enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanabilir (Demirhan, 2002: 21).

Merkez bankasının enflasyon hedefinin yanında döviz kurları, faiz oranları, üretim, istihdam gibi diğer değişkenlerle de ilgilenmesi örtük (esnek) enflasyon hedeflemesidir. Her iki enflasyon hedeflemesi stratejisinden de hangisi tercih edilirse edilsin, enflasyon oranı hedeflemesi tercihi, fiyat endeksinin seçimi, hedeflemenin belli bir bant ya da bir nokta olarak belirlenmesinin tercihi, hedeflemenin ne kadar süreyle yapılacağı, hedefin kamuoyuna kim tarafından ilan edileceği gibi teknik konularda hedeflemenin başarıyla uygulanabilmesi için karar verilmelidir (Gül vd, 2006: 53-56).

#### **1.4.3.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Avantajları**

Enflasyon hedeflemesi stratejisi para politikasının ülke ekonomisine odaklanmasına ve ülke ekonomisine gelen şoklara cevap vermesine imkan tanıyan bir politikanın başarısı açısından parasal büyüklükler ve enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkinin olması çok önemli olmamaktadır. Fakat, strateji uygun para politikası araçlarının kullanılabilmesi için mevcut en geniş bilgi setinden faydalanmayı öngörmektedir (Mishkin, 2000b: 25).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan ülkelerdeki merkez bankaları para politikasının, enflasyon hedeflerini kapsayan amaçları ve sınırlamaları; enflasyon hedeflerinin sayısal değerleri ve bunların nasıl belirlendiği; cari ekonomik koşullar altında enflasyon hedeflerinin nasıl gerçekleştirilebileceği ve enflasyon hedeflerindeki sapmaların nedenleri



konusunda para politikasının anlaşılabilir, gözlemlenebilir ve tahmin edilebilir olabilmesi için halkı, finansal piyasaları ve katılımcıları bilgilendirmektedir (Mishkin, 1999: 530). Enflasyon hedeflemesi stratejisi, şeffaflık ve hesap verebilirliği yüksek önem derecesinde sağlamaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin politika uygulamalarında esnek davranma imkanı sağlaması para politikasının etkinliğini artıran avantajlı özelliklerinden biridir.

Enflasyon hedeflemesinin başarısı için, merkez bankasının ve siyasi otoritenin alması ve uygulaması gereken birtakım önlemlerden sonra, şeffaflık, hesap verebilirlik, güvenilirlik, esneklik, etkin işleyen mali piyasalar ve uygulama konusunda kamuoyunun bilgilendirilmiş olması gibi enflasyon hedeflemesi stratejisi için gerekli koşulların da sağlanmış olması gerekir (Şiriner ve Turgay, 2007: 73). Enflasyon hedeflemesi stratejisinin güçlü yönleri gibi zayıf yönlerinin de bulunmasına rağmen gelişmekte olan ülkelerde başarılı bir şekilde uygulanmaktadır:

#### **1.4.3.4. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Dezavantajları**

Enflasyon hedeflemesi stratejisine yöneltilen eleştirileri aşağıdaki noktalarda toplamak mümkündür (Mishkin, 1997b: 24; Mishkin, 2000: 107; Blanchard, 2004: 22; Jonas ve Mishkin, 2003: 45; Kara ve Orak, 2008: 53 )

- Para politikası uygulamalarının enflasyonist etkilerini uzun bir gecikme periyodundan sonra görmek mümkün olduğu için, enflasyon hedeflemesi stratejisinde ilan edilen hedef, merkez bankası kontrolünde olan bir değişken değildir. Dolayısıyla, merkez bankası ilan ettiği hedefe ulaşacağını taahhüt etse de sadece, enflasyon hedeflemesi stratejisinin işleyiş sürecinde bireylere ve piyasalara para politikasının hemen ve kesin bilgi vermesi imkansızdır. Örneğin, cari dönemde hedeflenen düşük oranlı bir enflasyon oranına rağmen uygulanan para politikası karşısında piyasanın göstereceği tepkinin istenilmeyen sonuçlara

yol açması durumunda merkez bankasının iktisadi birimler açısından yol gösterici olma işlevi zayıflar, diğer bir deyişle kredibilitenin gerçekleşmesi güçleşir.

- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olması, öncelikle sağlam bir mali yapı ile birlikte istikrarlı bir finansal sisteme bağlıdır. Geniş kamu açıkları nedeniyle monetizasyon ve devalüasyon uygulamalarına gidildiğinde sonucun enflasyon olması ve mali açıkların yüksek düzeylerde seyretmesi durumunda enflasyon hedeflemesi stratejisinin sürdürülebilirliği olanaksızdır.
- Yüksek düzeyli ya da kısmi dolarizasyon olgusu, enflasyon hedeflemesi stratejisi açısından önemli sorunlar doğurur. Gelişmekte olan ekonomilerdeki uzun vadeli borçlar geniş ölçüde dolar ile ifade edilmektedir. Kurlardaki ani ve büyük değer kayıpları; dolar cinsinden ifade edilen borç yükünün şişmesine, bilançoların kayda değer ölçüde tahrip olmasına ve finansal krizin tetiklenmesine yol açar.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin katı olarak yorumlanması durumunda politika yapıcılara çok az takdir yetkisi bırakması sebebiyle para politikasının şoklara arzu edilen esneklikte tepki vermesini engellediği öne sürülmektedir. Diğer tarafta ise, enflasyon hedeflemesi stratejisinin politika yapıcıya çok fazla takdir yetkisi bırakmasının politika yapıcıların aşırı genişlemeci politikalar izlemesine neden olabileceği ve enflasyon beklentilerinin kontrol edilebilmesini imkansızlaştıracağı iddia edilmektedir.
- Döviz kurundaki istikrarsızlıkların yol açtığı sorunlar ile döviz kurunun esnekliği zorunlu olarak görülmekte ise de, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı dönemlerde daha dikkatli davranmayı gerekli kılabilir. Kur hareketlerini sınırlamak, yapılacak en somut düzenlemedir. Enflasyon hedeflemesinin ön koşulları arasında “hedeflenen tek değişkenin enflasyon olması” koşulu yer almaktadır. Macaristan’da enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesine rağmen döviz kuruna ilişkin band hedefinin sürdürüleceği kararlaştırılmıştır. Bu tür bir uygulamanın mahsuru, hedefler arasında çatışma ortaya çıktığında ciddi bir güvenilirlik probleminin ortaya çıkma olasılığıdır.

- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin çerçevesine ilişkin bir diğer sorun, temel amacının fiyat istikrarının sağlanması olması nedeniyle döviz kurlarının göz ardı edilmesinin özellikle küçük ve açık ekonomiye sahip ülkelerde ekonominin dengesine ilişkin sorunlara neden olması stratejinin bir diğer sorunudur.

#### **1.4.4. Alternatif Para Politikası Stratejilerinin Fiyat İstikrarı Açısından Karşılaştırılması**

Enflasyon hedeflemesi stratejisi fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için iktisadi faaliyet hacminin seyrine ilişkin enformasyonun detaylı bir şekilde analiz edilerek en makul para politikası aracının tercih edildiği bir stratejidir. Para politikasını ekonomide olması olası şoklara göre yönlendirme olanağı sağlamadaki başarısı, hedeflerin ve taahhütlerin alternatif stratejilere kıyasla oldukça açık ve anlaşılır olması, hedeflerin açıkça ilan edilmiş olmasından dolayı merkez bankalarının hedefe ulaşamama durumunda hesap vermesini sağlayan mekanizmanın olması stratejinin başarılı olmasını sağlayan özelliklerindedir. Merkez bankalarının taahhütlerine sadık kalmasını sağlama ve zaman tutarsızlığı tuzağına düşmelerini engelleme potansiyeline sahip olması nedeniyle enflasyon hedeflemesi stratejisi diğer para politikası stratejilerinin sahip olmadığı avantajlara sahiptir (Mishkin, 2000: 105-109).

Para politikası stratejilerini şeffaflık ve hesap verebilirlik, açıklık ve anlaşılır olma, bağımsız para politikası uygulayabilme ve esneklik gibi belirli kriterler doğrultusunda karşılaştırıldığında ortaya çıkan sonuçlar şu şekildedir (Erdoğan, 2005: 47-51):

- Enflasyon hedeflemesi stratejisini diğer para politikası stratejilerinden ayıran en önemli özelliği, hükümet, parlamento ve kamuoyu ile kurulacak etkili bir iletişim stratejisine bağlı, bir politika uygulama başarısının olmasıdır. Merkez bankası tarafından yayınlanan dokümanlar ve enflasyon raporları ile enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı ülkelerde iktisadi birimler arasında kurulan etkili iletişim, şeffaflık düzeyini artırmaktadır. Parasal otoritelerin şeffaflık düzeyinin artması, enflasyon belirsizliğinin azalmasına neden olduğu gibi, para politikası uygulamalarında gerçekleşen gecikme sürelerinin kısalmasına da katkı sağlar.
- Bir para politikası stratejisinin başarısını ölçen kriterlerden bir diğeri açıklık ve

anlaşılır olma kriteridir. Alternatif para politikası stratejileri arasında karşılaştırma yapıldığı zaman, parasal hedefleme stratejisinin de enflasyon hedeflemesi stratejisi kadar açık ve kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılır olduğu ileri sürülmektedir. Fakat kamuoyunun enflasyon hedefindeki değişiklikleri, parasal büyüklüklerdeki değişikliklerden daha kolay takip edebilmesi enflasyon hedeflemesi stratejisini görece olarak daha avantajlı bir strateji haline dönüştürmektedir.

- Parasal otoritenin para politikası araçlarını seçme inisiyatifine sahip olması, parasal otoritenin politik baskılara maruz kalmadan para politikasını iktisadi koşullara uygun olarak yürütmesi, merkez bankasının bağımsızlık düzeyinin artırılması, enflasyon hedeflemesi stratejisini diğer para politikası stratejilerinden ayıran önemli diğer kriterdir.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi diğer alternatif para politikası stratejileri ile mukayese edildiği zaman para politikası uygulamalarında esnek davranma olanağı sağlamaktadır. Döviz kuru hedeflemesi stratejisinde döviz kuru göz ardı edilerek para arzı artışı uygulanamaz. Dolayısıyla, para politikası ekonomik koşullara uygun esneklikte kullanılamamaktadır. Parasal hedefleme stratejilerinde parasal otoritenin esnek davranma olanağı söz konusu olmasına rağmen, parasal büyüklüklere ilişkin hedeflerden sapılması stratejisinin terk edilmesine sebep olabilir.

Para politikası stratejilerinin üçünün de amacı, fiyat istikrarını kalıcı hale getirmek olmasına rağmen, döviz kuru hedeflemesi stratejisi ve parasal hedefleme stratejisi para politikasının güvenilirliğini sağlamlaştıramamış ve kurumsal alt yapının oluşturulması konusunda başarısız olmuştur. Söz konusu koşulların yerine getirilmesi konusunda enflasyon hedeflemesi stratejisinin görece olarak daha başarılı olması bu stratejinin etkinlik düzeyini artıran önemli bir faktördür.



Alternatif para politikalarının avantaj ve dezavantajlarını gösteren Tablo 1.3 ve Tablo 1.4'den çıkarılabilecek sonuçlar şu şekilde ifade edilebilir: Zaman tutarsızlığı problemini engellemeleri her üç stratejinin ortak avantajıdır. Döviz kuru hedeflemesi stratejisi ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin ortak avantajı, kolay anlaşılır stratejiler olmalarıdır. Merkez bankasının şeffaflık ve hesap verebilirliğini sağlaması, bağımsız bir para politikasının uygulanabilmesini sağlaması ve yerli şartlara odaklanması parasal

hedefleme stratejisi ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin ortak özellikleridir.

Para ve maliye politikalarına disiplin getirmesi ve enformasyonel avantajları, basit ve açık bir strateji olması döviz kuru hedeflemesi stratejisinin; merkez bankasına şeffaflık ve hesap verebilirlik sağlaması, merkez bankasının politik baskılardan uzak kalması parasal hedefleme stratejisinin; enformasyonel avantaj, şeffaflık ve hesap verebilirliğin yüksek düzeyde olması, iktisadi konjoktüre uygun esnekliğe sahip olması, iktisat politikalarından sorumlu kurumlar arasında işbirliğini sağlaması enflasyon hedeflemesi stratejisinin öne çıkan avantajlarıdır.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisi, parasal hedefleme stratejisi ve enflasyon hedeflemesi stratejisi dezavantajları açısından mukayese edildiği zaman döviz kuru hedeflemesi stratejisi bağımsız para politikası uygulanması imkanını ortadan kaldırması, politika uygulayıcılara yeterli sorumluluk vermemesi, şeffaflık ve hesap verebilirliğin zayıflığı; parasal hedefleme stratejisi para politikasının etkisiz olmasına neden olması, yetersiz haberleşme ve sorumluluk ortamına imkan vermesi, teknolojik gelişmelerden kolay etkilenmesi; enflasyon hedeflemesi stratejisi özellikle gelişmekte olan ülkelerde merkez bankasının sorumluluğunun zayıf olması, stratejinin katı şekilde uygulanması neticesinde büyüme üzerinde olumsuz etkisinin olması ve mali disiplinin sağlanması yönünde yetersiz kalması gibi önemli dezavantajlara sahiptir.

Ülke şartlarına uygun, ülkelerin iktisadi sorunlarına cevap verebilecek parasal stratejinin belirlenmesi, buna uygun ön koşulların yerine getirilmesi ve ekonomik aktörlerin para politikasının başarısı için gayret göstermesi ile birçok ülkede farklı para politikası stratejileri başarılı bir şekilde uygulanmaya devam etmektedir.

## **İKİNCİ BÖLÜM**

### **ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ MAKROEKONOMİK**

## İSTİKRAR İLİŞKİSİ

### 2.1. EKONOMİK İSTİKRAR TANIMI VE GÖSTERGELERİ

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarı ve üretim istikrarı üzerindeki rolünü teorik açıdan incelemek mümkündür. Fiyat istikrarını sağlamada başarılı bir strateji olduğunu ülke uygulamaları göstermiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik istikrarı sağlamada başarılı olup olmadığı ise, cevap aranması gereken bir sorudur. Merkez bankasının enflasyon hedeflemesi stratejisini sadece fiyat istikrarı anlayışı ile uygulamaması, üretimdeki aşırı dalgalanmalardan kaçınmayı sağlayacak ve makroekonomik istikrarın devamını sağlayacak şekilde daha esnek bir enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulaması daha faydalı olacaktır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik istikrarı sağlama konusundaki başarısını yorumlamadan önce, ekonomik istikrarın tanımı ve göstergelerini ifade etmek gerekmektedir.

#### 2.1.1. Ekonomik İstikrarın Tanımı

İstikrar sözcük olarak, “aynı kararda, biçimde sürme, kararlılık, yerleşme, denge” anlamlarını içermektedir (TDK, 1998: 1108). İstikrar, öngörülebilir bir değişimin yanı sıra değişmezliği de akla getirmektedir. Ekonomik istikrar, ekonominin var olan durumunun korunması, denge koşullarının sağlanması, devresel dalgalanmalardan doğan olumsuzlukların giderilmesi ve bu dalgalanmaların hafifletilmesi olarak ifade edilmektedir (Hançerlioğlu, 2009: 119) Ekonomik istikrar , “ödemeler dengesinde kalıcı bir iyileşme ve yurt içi enflasyon hızında gerileme” olarak da tanımlanmaktadır (Khan ve Knight, 1982: 720).

Ekonomik istikrar, “genel ekonomik faaliyetlerde daralma ve aşırı genişleme gibi bir dalgalanmanın görülmemesi durumunu ifade ederken, ekonomik istikrarsızlık ise, bir ekonomide toplam arzla talep, yatırımla tasarruf, ihracatla ithalat, vergiyle kamu harcaması gibi makro büyüklüklerin dengede olmadığı bir durumu” yansıtmaktadır (Hançerlioğlu, 2009: 73). Ulusal bir ekonomide ekonomik istikrar pek çok koşulun yanı sıra harcama ve gelir arasındaki oransal ilişkiyle de ilgilidir. Ekonomik istikrar, toplam talep ve toplam arz eşitliğinin istikrarı ve düşük enflasyon; merkez bankası hedeflerindeki değişiklik, toplam arz şoklarının değişkenliğindeki azalma ve para



politikasının etkinliğine bağlıdır (Favero ve Rovelli, 2003: 546).

Ekonomik faaliyetlerin, aktörlerin piyasa sürecinde serbest davranışları şeklinde ortaya çıktığı ortamlarda, aktörlerin temel göstergelerinin zaman içindeki seyri ve farklılıklarının önemli boyutta iniş-çıkışlar sergilemeleri ekonomik istikrarsızlığı ifade eder. Ekonomik istikrarsızlık bir ekonomide temel değişkenlerin dengelerinin bozulmuş olmasıdır (Bayraktutan ve Özkaya, 2002: 3).

Ekonomik istikrar için önemli olan değerlerden birincisi fiyat istikrarı, diğeri ise tam istihdam düzeyidir. Ekonomik istikrar, dış ve iç istikrar olarak da ayrıma tabi tutulabilmektedir. Fiyatlar değişmeden üretim ve istihdamın düzenli bir biçimde artması ve gelişmesi iç ekonomik istikrar, dış ödemeler dengesinin korunduğunu ifade eden kavram ise, dış ekonomik istikrardır. Hem iç hem de dış ekonomik istikrarı ayrı ayrı olarak tanımlarsak; bir ekonomide enflasyon oranlarının düşük düzeylerde seyretmesi, bütçe açığının temel makro ekonomik göstergelerde sapma eğilimi bulunmayacak düzeyde seyretmesi, iktisadi büyüme performansının istikrarlı bir trend sergilemesi ve işsizliğin ekonomideki diğer göstergelerin seyrini olumsuz yönde etkilememesi durumu iç ekonomik istikrar kavramı ile ifade edilebilir. İç ekonomik istikrar iç ekonomik istikrarın temel göstergeleri olarak ifade edilen enflasyon, bütçe açığı, iktisadi büyüme, işsizlik gibi temel değişkenlerden her birinin değişim değerinde sapma eğiliminin ve iktisadi birimlerin kararlarını negatif yönde etkileyecek sapma eğiliminin ortaya çıkmaması durumunu ifade eder.

Bir ülkenin sadece içsel göstergelerinin sapma eğilimi göstermemesi tek başına yeterli değildir. Bazen dışsal şoklarda bir değişme söz konusu olduğunda, bu dışsal şoklar içsel göstergeleri de etkileyebilmektedir. Dolayısıyla, ekonomik performanstan söz ederken dışsal göstergelerde son derece önemlidir. Dışsal göstergeler; cari işlemler dengesi, döviz kuru, ihracat/ithalat oranı, sermaye hareketleri, doğrudan yabancı yatırımlardır. Bu göstergelerde ülkenin uluslararası düzeyde güvenilirliğini zedelemeyecek, o ülkedeki yerleşik iktisadi birimlerin kararlarını negatif yönde etkilemeyecek bir sapma eğiliminin ortaya çıkmaması dış ekonomik istikrar kavramı ile ifade edilebilir. Dış ekonomik istikrarın önemi şu şekilde oluşmaktadır. Bir ekonomide

genel ekonomik istikrar veya genel makroekonomik istikrardan söz etmek için içsel ve dışsal istikrarın eş anlı olarak tesis edilmesi lazımdır. Ya da en azından dışsal göstergelerde ortaya çıkacak sapma eğiliminin iç ekonomik göstergelerde istikrarsızlık eğilimini tetiklememesi gerekmektedir. Bir ekonomide hem iç ekonomik istikrar, hem de dış ekonomik istikrar sağlandığında genel ekonomik istikrarın sağlandığı sonucuna ulaşılır.

Ekonomik istikrar bütün ülkelerin gelişmişlik düzeyleri ne olursa olsun temel hedeflerindedir. Siyasal iktidarların en çok öncelik verdiği, seçmenlerin siyasal iktidarların performansını değerlendirirken göz önüne aldığı, uluslararası finansal kuruluşların ekonomik birimlere ve devlete kredi verirken esas aldığı ve kredi derecelendirme kuruluşlarının referans olarak önem verdiği temel değişkenlerdendir. Ekonomik istikrarın aşağıda ayrıntılı olarak ele alacağımız gibi içsel ve dışsal göstergeleri vardır. Bu göstergelerdeki iyileşme eğilimi ekonomik istikrarın sağlandığını gösterir. Temel ekonomik göstergelerde büyük çaplı değişmelerin varlığı, olarak tanımlanan ekonomik istikrarsızlığın var olup olmadığının belirlenmesi temel ekonomik göstergelerin incelenmesi ile mümkün olmaktadır.

### **2.1.2.İçsel Göstergeler**

Ekonomik istikrarın sağlanıp sağlanmadığının belirlenmesinde yararlanılan içsel göstergeler enflasyon, bütçe açığı, iktisadi büyüme, işsizlik gibi ekonomik göstergelerden her biri belirli bir süreç içinde değişim gösteren dinamik öğelerdir.

#### **2.1.2.1. Enflasyon**

Enflasyon fiyatlar genel düzeyindeki devamlı bir artış sürecinin yanında paranın değerinin sürekli olarak düşmesi olarak da ifade edilmektedir. Fiyatlardaki artış sadece birkaç malda değil, ekonomideki tüm mallarda ya da ekonomideki malların büyük bir çoğunluğu için söz konusu olmalıdır.

Fiyat istikrarı, bazı mal ve hizmetlerin fiyatlarında düşüş ve artış olmasına rağmen, tüm fiyatların ortalamasının istikrarlı olduğu durumu ifade eder (Hayami,

2000: 5). Fiyatlar genel seviyesinin kabul edilebilir bir düzeyde süreklilik kazanmasıdır olarak da tanımlanabilir. Fiyat istikrarı ifadesinde önemli olan koşullardan birincisi, “kabul edilebilir seviye” dir. Bu ifade ile vurgulanan seviye gelişmiş ülkeler tarafından düşük enflasyon oranı olarak kabul gören %1 ile %3 arasındaki enflasyon oranıdır. İkinci koşul, “süreklilik”tir. Sadece kabul edilebilir seviyeye ulaşmak yeterli değildir, asıl olan ulaşılan oranların sürdürülebilmesidir (Gül vd, 2006: 6).

İstikrarlı bir makroekonomik yapı içinde değerlendirilen enflasyon oranları, kamu kesiminin ekonomiyi kontrol altında tutma gücünün bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Kamu kesiminin ekonominin kontrolünü kaybettiğini, mali dengenin bozulduğunu ve bütçe açıklarının arttığını yükselen enflasyon oranları göstermektedir. Başarılı istikrar programları ve yapısal düzenlemelerle bozulan mali dengenin yeniden yapılandırılması ve bütçe açıklarının giderilmesi sağlanır. Bu olumsuzlukların giderilmesi büyüme performanslarını genişletmektedir (Durberry vd, 1998: 5).

Bir ekonomi için önemli performans göstergesi enflasyondur. Özellikle yüksek ve istikrarsız enflasyonun söz konusu olduğu dönemlerde uzun vadeli yatırım kararlarını realize etmek çok güçtür. Çünkü, enflasyonun yüksek istikrarsız ve belirsiz olduğu dönemlerde fiyat mekanizmasının veya mal veya hizmet fiyatlarının yatırımcılar için yol göstergeci olma işlemi zafiyete uğrar. Doğrudan yabancı yatırımcılar yatırım yapacakları ülkeyi tercih ederken o ülkenin enflasyon oranlarına bakarlar. Yüksek istikrarsız kronik bir enflasyon oranının seyrettiği ülkelerde uzun vadeli yatırım harcamaları realize edilir. Dolayısıyla enflasyon makroekonomik performans açısından olumsuz bir gelişmedir.

#### **2.1.2.2. Bütçe Açığı**

Bütçe açığı, kamu harcamalarının kamu gelirlerinden fazla olması olarak tanımlanabilir. Kamu hizmetlerinin finansmanı için yeterli kamu gelirlerinin sağlanamaması giderek borç stokunu arttırmıştır. Artan borç stoku faiz ödemeleri dolayısıyla, bütçe harcamalarını arttırarak hem bütçe esnekliğinin azalmasına, hem de ‘bütçe açığı-borç-faiz’ kısır döngüsüne neden olmaktadır (Saatçi, 2007: 91-95).

Hükümetlerin bütçe açıkları konusundaki en önemli problemi, açığın azaltılması

ve böylece de yüksek faiz oranlarının gerek yatırımlar gerekse de ihracat üzerindeki olumsuz etkilerinden kaçınmak üzerinedir (Beck, 1993). Rikardocu Eşdeğerlik Hipotezine göre, eğer hane halkları bütçe açıklarından kaynaklanabilecek gelecekteki vergi artışlarını karşılayacak şekilde tasarruflarını ayarlayabilirlerse, faiz oranları değişmeden kalacağı için bütçe açıklarının reel ekonomi üzerinde herhangi bir olumsuz etkisi olmaz. Fakat geleneksel Keynezyen Açık Ekonomi Hipotezinde bütçe açıkları yurt içi tasarruflardaki artışla finanse edildiği zaman, büyük bütçe açıkları faiz oranlarını arttırır ve böylece de yabancı sermayeyi ülkeye çekerek, yerli paranın diğer ülke paraları karşısında değerlenmesine neden olur. Söz konusu süreç, hazinenin bütçe açıklarını finanse etmek için yerli fonları çekmek amacıyla daha yüksek faizle tahvil satışı yapması ve neticesinde reel faizlerin yükselmesi yönünde baskı yaratır. Hipoteze göre, yüksek derecedeki bütçe açıkları, bütçe açıklarından daha çok gelecek sermaye girişinin büyüklüğüne bağlı olarak reel sektöre akacağı varsayılan fonları kamu kesimine çekerek ve dışlama etkisi yaratarak faiz oranlarını yükseltmektedir (Değirmen ve Elmas, 2008).

Belirli bir dönemde bütçe gelirleri ile giderleri arasında, giderler lehine ortaya çıkan fark olarak tanımlanan bütçe açıkları ile fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artış olarak enflasyon oranı birbirini tetikleyen unsurlardır. Artan bütçe açıklarının finansmanında merkez bankalarının emisyon yoluyla para arzını arttırması da enflasyon oranının artmasına neden olmaktadır. Dolayısıyla her iki değişken karşılıklı olarak birbirini etkilemektedir (Abdioğlu ve Terzi, 2009: 195-196).

Bütçe açıkları, uzun dönemde kapital stokunu azaltmakta, dış borçları arttırmakta ve gelecek nesiller üzerinde bir yük meydana getirmektedir. Böylece şimdiki yaşam standartları yükselirken, gelecek nesillerinki düşmektedir. Ekonomik istikrarın oluşumunda önemli bir gösterge olan bütçe açığının artması açığın parasallaşması veya monetizasyonu yani açığın para basılarak finansmanı enflasyonist etkiler doğurmasına ve bütçe açığı ile birlikte borçlanma talebinin artması, borç faizlerinin artması tehlikesini doğurur (Şimşek, 2005: 2):

### **2.1.2.3. İktisadi Büyüme**

Para Politikasının nihai hedeflerinden biri olan iktisadi büyüme, bir ülkede belirli bir dönemde üretilen nihai mal ve hizmet miktarındaki artışı temsil etmektedir (Czech,

2000: 4). Kişi başına düşen reel gelirdeki artışların da bir ifadesi olan iktisadi büyüme kavramı, temel olarak ekonominin arz yönünü ilgilendiren üretim kapasitesindeki uzun dönemli artışları da tanımlamaktadır. İleri seviyedeki teknolojik ve kurumsal yapılanmadaki gelişim süreci, üretim kapasitesinde meydana gelecek artışlar ile yakından ilgilidir (Kuznets, 1973: 248).

Bir ülkede üretim kapasitesinin genişlemesi sonucu üretim ve dolayısıyla milli gelirin artması olarak tanımlanan iktisadi büyümenin reel ifadesi ise, zenginleşmedir. Zenginlik ise yaşamın kolaylaşması ve hayatın daha yaşanabilir kılınmasıdır. İnsanlık tarihi hayatı daha kolay ve yaşanabilir kılma çalışmasıyla özdeşleştirilebilir. Bu açıdan bakıldığında insanoğlu sürekli bir büyüme çabası içine girmiştir (Özsağır, 2008: 235).

Tüm ülkelerin temel makroekonomik hedeflerinden biri, hızlı bir iktisadi büyüme gerçekleştirmektir. İktisadi büyüme, bir ülkede yaşayan insanların yaşam standartlarını sürekli biçimde yükseltmenin tek yoludur. Beşeri ve fiziki sermaye birikimi, teknolojik gelişme iktisadi büyümeye kaynak oluşturmaktadır. Büyümenin gerçekleştirilebilmesi için bu üç kaynağın birlikte çalışması gerekmektedir (Yılmaz, 2004: 17).

İktisadi büyüme, iki yöntemle gerçekleştirilmektedir. Birincisi, işgücünü veya işgücü verimliliğini arttırarak ülkedeki mevcut işgücünün üretim kapasitesini, kullanım oranını arttırabilmek, ikincisi ise ülkede var olan üretim kapasitesinin arttırılması ile mümkündür (Ekelund ve Tollison, 1994: 485). Doğal kaynaklar, sermaye, beşeri sermaye, teknolojik gelişmeler, sosyal kültürel ve politik ortam ekonomik büyümeyi tayin eden faktörlerdir.

Üretim artışı ya da reel GSYİH'nın bir yıldan ötekine göstermiş olduğu artış eğilimi, makroekonomik performans anlamında son derece önemli bir göstergedir. 10-15 yıl gibi uzun veya orta dönemlerde bakıldığında, eğer ortalama büyüme oranları düşük seyretmiyorsa o ekonominin başarılı olduğu sonucu ortaya çıkar. İstikrarlı çok keskin düşüşler ve çok keskin yükselişler sergilemeyen bir büyüme performansı makroekonomik anlamda pozitif olarak değerlendirilmesi gereken bir olgudur. Makroekonomik anlamda iktisadi büyüme oranının artması önemli olduğu gibi, kişi başına düşen gelirin artışı da önemlidir. İktisadi büyümenin düşmesi ekonominin durgunluğa, resesyona hatta depresyona doğru gitmesi anlamına geleceği için, iktisadi büyümenin düşmesi makroekonomik performansın azalması ya da düşmesi anlamına da

gelmektedir.

#### **2.1.2.4. İşsizlik**

“Çalışma isteği ve yeterliliği olmasına karşın, düzenli ve sürekli gelir sağlayabilecek bir işi bulunmayan kişiler”e, “işsiz” (Altan, 2003: 105), çalışma yaşları arasında olan, çalışmaya engel bir özrü bulunmayan ve çalışma arzusuna sahip kişilerin iş bulamaması durumuna, işsizlik denilmektedir (Seyidoğlu, 2012: 294) İşsizlik, üretim faktörlerinden biri olan “emeğin” tam kullanılmaması durumunu ifade etmek üzere kullanılmaktadır (Biçerli, 2007: 401). Gelişmiş ülkelerde teknolojik ilerleme nedeni ile, az gelişmiş ülkelerde sermaye yetersizliğinden oluşmaktadır.

Klasik iktisat, işsizliği geçici olarak tam istihdamdan sapma olarak tanımlamıştır. İstihdam piyasasındaki geçici aksaklıklar ve şoklardan kaynaklanan işsizlik istikrarı sağlamak için zorunlu bir maliyettir (Wray, 2007). Teorik olarak işsizlik, emek arzı ve emek talebi arasındaki dengesizlikten doğmakta; emek arzının emek talebinden fazla olması ya da emek talebinin emek arzına göre yetersiz kalması durumunu ifade etmektedir (Özdemir vd, 2006: 68). İşsizlik, “mevcut ücret hadlerindeki işgücü arzı fazlası” olarak da tanımlanmaktadır (Elliot, 1997: 466). Toplam talebin yetersizliğinden kaynaklanmakta ve kapitalist bir ekonominin temel özelliğidir. İşsizliği parasal bir olgu olarak tanımlayan Keynesyen toplam talep politikaları 1929 yılında yaşanan Büyük Ekonomik Buhran sonrasında uygulanmaya başlanmıştır. Keynesyen politikaların sona ermesi ile birlikte Klasik iktisat yaklaşımına dönmüş, tam istihdam ve fiyat istikrarının uyumlu olmadığı ana fikrine dayanan Phillips Eğrisi kabul edilmiştir.

Kapitalist ekonomilerde işsizlik yarattığı gelir kaybının oldukça yüksek olması yanında ekonomik ve sosyal maliyetlerinin de yüksek olması nedeniyle önemli bir problemdir. Mal ve hizmet üretim kaybına neden olması ve emeğin verimliliğini, çalışma kabiliyetini düşürmesi nedeniyle işsizliğin ekonomik ve sosyal maliyetleri doğrudan ve dolaylı olarak oldukça yıkıcıdır (Forstater, 2002: 7-9). İşsizlik özellikle iktisadi büyüme performansının düştüğü dönemlerde söz konusu olur. Ekonomi açısından önemli bir maliyet olduğu için, işsizliğin artması makroekonomik istikrarın bozulması anlamına gelir.

#### **2.1.3 Dışsal Göstergeler**

Ekonomik istikrar kavramı, yalnızca istihdam ve fiyat istikrarının sağlanmasını ifade eden ‘ülkenin iç istikrarı’ olarak anlaşılmasına rağmen, ülkelerin ekonomik ilişkilerinin gelişmesi ve bu ekonomik ilişkilerden doğan dalgalanmaların ülkelerin dış istikrarını da etkilemeye başlaması ile cari işlemler dengesi, döviz kuru, ihracat/ithalat oranı ve sermaye hareketleri olmak üzere dış istikrarı ifade eden dışsal göstergeler de söz konusu olmaya başlamıştır.

### **2.1.3.1. Cari İşlemler Dengesi**

Cari işlemler dengesi, ticaret ve transferlerden kaynaklanan nakit akışlarının ve aynı zamanda ekonominin uluslararası finansman ihtiyacının da bir olgusudur. Cari açığın meydana gelmesinde ulusal tasarrufların düşmesi ve ulusal yatırımların artması gibi iki önemli etken bulunmaktadır (Reinhart, 2005: 8).

Fisher’in geliştirdiği modele göre; rasyonel tüketicilerin gelecekte bekledikleri geliri iyi tahmin etmeleri neticesinde, bugün daha fazla tasarruf yaparak daha az tüketim yapmayı tercih etmeleri gelecekte daha fazla tüketim imkanı elde etmelerine sebep olmaktadır. Gelecek zamandaki gelirlerinin azalacağını düşünen tüketiciler buldukları dönemde daha az tüketim yapabilirler, oysa gelecekteki gelirlerinin artacağını düşünen tüketiciler ise daha fazla tüketim yapabilirler (Fisher, 1965: 5). Bu yaklaşımda rasyonel tüketicilerin gelecek ile ilgili beklentileri önem kazanmakta, hane halkının geleceğe yönelik beklentilerine uygun olarak, cari açık ya da fazla verilmesi olarak tanımlanan yaklaşıma göre cari denge, dönemler arası tüketim dalgalanmalarının giderilmesi için kullanılan bir araçtır (Babaoğlu, 2005: 8).

Yüksek büyüme oranları, iç tasarruf açığı ve ulusal paranın aşırı değerli olması ekonomide oluşan cari açığın en önemli nedenleridir. Türkiye’de yatırım malı, teknoloji, hammadde ve ara malı ithalatını arttırdığı için büyüme ile cari açık arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır (Korkmaz, 2005: 52-55).

Gayri safi yurt içi hasıla oranı olarak cari açık hangi sınıra kadar finanse edilmek isteniyorsa, o sınır sürdürülebilir cari açık oranını belirlemektedir. Tüketim ve yatırım harcamalarının, cari denge ve uluslararası yatırım tarafından daha az etkilenmesi cari işlemler hesabının sürdürülebilirliği durumudur. Sürdürülebilir cari açığın sınırının üzerinde bir cari açık oranının bulunması durumunda cari açık sürdürülemez

olmaktadır. Cari açık, döviz kurunda ve/veya faiz oranında bir artışı gerektiriyorsa cari açık sürdürülemez olurken; cari açık bir bölümü borçlanma ile yapılan yatırımın ve tüketimin kısılması gereğini ortaya çıkarıyorsa, cari açık sürdürülebilir olmaktadır (Uygur, 2012: 12-14).

Finansal krizin öncü göstergelerinin en önemlisi, cari dengenin bozulmasıdır. Eğer cari açık artarsa o ülke ekonomisinde finansal kriz tehlikesi ortaya çıkar. Dolayısıyla, finansal kriz yaşayan ülkelerin değerlerine bakıldığında, cari işlemler dengesinin bozulması öncü gösterge veya sinyal olarak değerlendirilmesi gereken bir göstergedir. Özetle şunu vurgulamak gerekir: Ara malı veya yatırım malları gibi mallar açısından dışa bağımlı ülkeler cari açıktan daha fazla zarar görürler. Örneğin, enerji açısından dışa bağımlı bir ülkeden bahsedildiğinde eğer petrol fiyatlarında bir artış trendi söz konusu olursa cari işlemler dengesinde negatif bir gelişme söz konusu olur. Cari açığın artması, makroekonomik performansının bozulacağı yönünde bir sinyal olarak değerlendirilebilir.

### **2.1.3.2. Döviz Kuru**

Makroekonomik istikrarın bir diğer belirleyici ögesi reel döviz kurlarıdır. Makroekonomik dengeleri reel döviz kurunda meydana gelen değişimler ciddi biçimde etkileyebilmektedir. Ülkenin rekabet gücünün, dış ticaret hareketlerinin ve iktisadi büyümenin temel unsuru; ulusal paranın reel olarak değerlendirilmesi veya değer kaybetmesi ile sonuçlanan reel kurdaki değişimlerdir (Uğur ve Vehbi, 2002: 105).

Milli para ile yabancı paralar arasındaki değişim oranı olan döviz kuru (Aren, 1986: 90) bir ülkenin fiyat maliyet yapısını diğer ülkelerin fiyat maliyet yapıları ile ilişkilendirmekte ve piyasalar arasında etkileşimi sağlamaktadır (Kalaycıoğlu, 1983: 11-12). Merkez bankası piyasalarda finansal istikrarı sağlamak amacıyla kur politikasını, döviz kuru hareketlerinin cari işlemler dengesine ve enflasyona etkilerini göz önünde bulundurarak oluşturmaktadır (Berument, 2002: 3). Döviz kuru belirsizliğinin dış ticareti olumsuz etkilemesinin sebebi, firmaların riskten kaçınmalarıdır. Döviz kuru değişkenliğindeki artış firmaların maliyetlerini de arttırdığı için, dış ticaretleri azalır. Çünkü, ticari anlaşma yapılırken döviz kurunun düşük olması ödeme yapılana kadar zaman sürecinde kurun değişmesidir. Kur oranlarının öngörülemez olması, karlar açısından belirsizlik yaratmakta ve dolayısıyla dış ticaretin faydaları azalmaktadır



(Hooper ve Kohlhagen, 1978).

Döviz kurlarındaki büyük oranlı dalgalanmalardan kaynaklanan belirsizlik, ihracatçı firmaların fiyat tespitinde olumsuz rol oynamaktadır. Çünkü ihracatçı firma dış piyasalara mal satımını çok riskli bir ticari faaliyet olarak gördüğü için, bir risk primi yükümlülüğüne girecektir. Dolayısıyla, risk primlerinin fiyatlara yansması dış talebi azalttığı için ticaret hacmini düşürecektir (Bacchetta ve Wincoop, 2000: 215).

### **2.1.3.3. İhracat / İthalat Oranı**

Bir ülkenin dış ticaret açığını ifade eden göstergelerden biri olan ihracat/ithalat oranı bir ülkenin yurtdışına sattığı ürünlerin toplam parasal değerinin, yurtdışından aldığı ürünlerin toplam parasal değerine oranıdır (Hançerlioğlu, 2009: 193).

İhracat/ithalat oranı dışsal bir gösterge olarak değerlendirilmelidir. İhracat/ithalat oranının artması yani ithalatın artması dış ticaret açığının artması anlamına gelir. Dış ticaret açığının artması makroekonomik performansın olumsuz gidişi olarak yorumlanır. Çünkü dış ticaret açığının artması beklentileri olumsuz yönde etkiler. Dış ticaretin de cari işlemler dengesinin bir alt kalemi olması cari açığın artması anlamına gelir. Dolayısıyla ithalat eğiliminde bir artış söz konusu olduğunda ihracat/ithalat oranı artacaktır. Bu da ekonomik performansın olumsuz gidişi demektir. Burada yapılması gereken temel nokta şudur: İhracatın artırılarak ihracatın ithalatı karşılama oranı yükseltilmelidir. Aksi takdirde, bu rasyonun artması makroekonomik anlamda performans düşüklüğü anlamına gelir.

### **2.1.3.4. Sermaye Hareketleri**

Kısa vadeli sermaye hareketleri girişi her zaman olumlu olarak değerlendirilmeyebilir. Fakat uzun vadeli yatırım amaçlı yani doğrudan yabancı sermaye hareketleri makroekonomik anlamda pozitif bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Çünkü makroekonomik anlamda doğrudan yabancı yatırımların sermaye hareketlerinin artması knowhow yani yeni üretim yapma bilgi ve becerisinin transferi istihdamın artması, iktisadi büyümenin artması anlamına gelir. İktisadi büyümenin artması da makroekonomik anlamda pozitif bir gelişme olarak değerlendirilebilir. Dolayısıyla, bir ülke ekonomisinde portföy yatırımlar gibi kısa vadeli yatırımlar değil, uzun vadeli

yatırımların artması önemlidir. Çünkü kısa vadeli yatırımlar düşük faiz makasından yararlanıp, yüksek faiz geliri elde etme amacıyla ülkeye gelmiş sermaye hareketleridir. Dolayısıyla bu tip sermaye hareketleri makroekonomik anlamda kalıcı iyileşmeler sağlamazlar. Kısa vadeli finansman açıklarını gidermek amacıyla yarar sağlarlar.

Uzun dönemli makroekonomik performansın pozitif istikamette gelişmesi, yani iktisadi büyüme performansının artması, işsizliğin daralması, istihdam hacminin artması, teknolojik gelişmelerin içselleşmesi ve gelişmesi, teknoloji transferi için doğrudan yabancı sermaye yatırımlarının artması anlamına gelir. Özellikle, üretim sektöründe ülkemizin üretim kapasitesini artırarak gelen doğrudan yabancı yatırımların makroekonomik performansının iyileşmesi anlamına gelir. Özellikle, fiyat istikrarının yakalandığı dönemlerde belirsizlik ortamını sevmedikleri için yabancı sermaye yatırımları o ülkeyi daha fazla tercih ederler. Fiyat istikrarının bozulduğu dönemler belirsizliğin arttığı dönemler olduğu için belirsizlik ne kadar minimize olursa enflasyon ne kadar düşük oranlarda seyrederse, doğrudan yabancı yatırımlar o kadar artış trendi sergiler.

## **2.2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN FİYAT İSTİKRARINA ETKİSİ**

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin diğer para politikası stratejileri gibi, temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Yani enflasyonun uzun vadeli kalıcı bir şekilde düşük düzeylerde seyretmesini sağlamaktır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, bir para politikası stratejisi olarak enflasyona ilişkin hedefler koyar ve bunlara ulaşmayı taahhüt eder. Nokta hedef ya da band ağırlık hedef olur. Bu stratejinin doğası gereği fiyat istikrarının sağlanması birincil bir amaçtır. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan ülke deneyimlerine baktığımız zaman (Yeni Zelanda, Kanada v.b. ve diğer gelişmekte olan ülkeler gibi) enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş sürecinin başlamasıyla beraber ve bu sürecin uygulanmasından sonra enflasyon oranlarında ciddi bir düşme trendi ortaya koyduğu gözlenmektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, tek başına bile, fiyat istikrarının sağlanması için yeterli bir koşuldur. Bu stratejiye geçtikten sonra fiyat istikrarı da kalıcı, daha uzun vadeli bir şekilde tesis edilmiş olur. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarını sağlarken veya enflasyon hedeflemesi stratejisine geçerken finansal yapının

güçlendirilmesi, merkez bankasının bağımsızlığı, parasal otoritenin güvenilirliği gibi bütün bu yeniden dizayn süreçlerinin hepsi enflasyonu kalıcı şekilde düşürmek ve fiyat istikrarını sağlamak için uygun koşulu sağlarlar.

## **2.3.ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN EKONOMİK İSTİKRARA ETKİSİ**

### **2.3.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Reel Etkileri**

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin reel etkileri, enflasyon hedeflemesi stratejisinin büyümeye ve işsizliğe olan etkileri şeklinde ifade edilebilir.

#### **2.3.1.1. Büyümeye Etkisi**

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde (Akyazı ve Ekinci, 2009: 7);

- Fiyat istikrarı hedefinin tesis edilmesi, yani enflasyonun düşük oranlara düşmesi,
- Para politikasının güvenilirliği,
- Mali otoritenin güvenilirliği,
- Enflasyonun uzun dönemde kalıcı olarak düşmesi yönünde olumlu beklentiler,
- Bu politikayı uygulama niyetinin iç ve dış piyasada oluşturmuş olduğu olumlu beklentiler oluşacaktır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin niyeti veya uygulama sonucunun ortaya çıkardığı düşük enflasyon ortamı uzun vadeli yatırım harcamalarının gerçekleşmesine yol açmaktadır. Aynı şekilde fiyat istikrarının sağlandığı dönemlerde doğrudan yabancı yatırımların da artmasına neden olmaktadır.

Enflasyon oranlarının düştüğü fiyat istikrarının sağlandığı dönemlerde enflasyon belirsizliğinin azalması, enflasyon oynaklığının düşmesi ve enflasyonun öngörülebilirliğinin artması iktisadi kararların realizasyonunda iktisadi kararlar uygulanırken, uzun vadeli yatırımlar gerçekleştirilirken enflasyon artık birinci bir değişken olarak göz önüne alınmaz. Dolayısıyla, bireyler daha uzun vadeli yatırım planlarını realize etmeye başlarlar. Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan

ekonomilerde enflasyon belirsizliğinin azalması nedeniyle, uzun vadeli yatırım harcamaları artacağı için, iktisadi büyüme performansının etkisi ölçülebilir. 2008 global krizinin Dünya piyasasına yansımalarını göz ardı ederek ülke deneyimleri enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde iktisadi büyüme performansının arttığı, büyüme belirsizliğinin azaldığı, büyüme oynaklığının ortadan kalktığı ve dolayısıyla makro ekonomik performansın yükseldiği sonucunu göstermektedir (Erdoğan vd, 2010: 116).

### **2.3.1.2. İşsizliğe Etkisi**

Fiyat istikrarı, bütçe açığı, büyüme gibi temel makroekonomik göstergeleri birbirinden ayrı olarak düşünmek mümkün değildir. Makroekonomik göstergelerin en önemlisi işsizliğin azalması veya tolere edilebilir bir işsizlik oranıdır. Diğer makro ekonomik göstergelerin istikrarını zedelemeyecek, iktisadi birimlerin beklentilerini negatif olarak değiştirmeyecek, politika yapıcıların itibarını sarsmayacak, daha da önemlisi sosyal patlamalara yol açmayacak işsizlik oranlarının sağlanması bütün ekonomilerin temel hedeflerinden biridir.

Bir ekonomide fiyat istikrarı varsa, kamu borç stoku göstergeleri oranı düşükse, bütçe açığı düşükse ve ılımlı, istikrarlı bir büyüme performansı varsa bunun ortaya çıkarabileceği en önemli dışsallık (pozitif dışsallık) işsizliğin azalmasıdır. Büyüme performansının zayıf olduğu, istikrarsız olduğu, oynak olduğu bir ekonomide işsizlik oranları yüksek olacaktır (Kartal, 2011: 80).

2008 finansal krizi neticesinde, büyümedeki keskin düşüşler ve resesyonist eğilimlerin kalıcı olması işsizliği arttıran temel bir dinamiktir. Büyüme ve işsizlik arasında doğrudan doğruya bir ilişki vardır. 2008 Ekonomik krizi göz ardı edildiğinde bu stratejiyi uygulayan ülke deneyimlerine bakıldığında, işsizlik üzerinde de dolaylı bir pozitif etkinin ortaya çıktığını beklemek gerekmektedir.

### **2.3.2. Mali Disipline Etkisi**

Kamu borç stokunun GSYİH'ya oranının, kamu kesimi borçlanma gereğinin GSYİH'ya oranının, faiz dışı fazla /GSYİH'nın istikrarlı hale gelmesi mali disiplinin sağlandığını göstermektedir (Budina ve Vinjbergen, 2008:119). Enflasyon hedeflemesi stratejisinin mali disipline etkisi; enflasyon hedeflemesi stratejisinin bütçe açığı /

GSYİH'ya etkisi, enflasyon hedeflemesi stratejisinin borç faiz ödemelerine etkisi, enflasyon hedeflemesi stratejisinin borç vadelerine etkisi, enflasyon hedeflemesi stratejisinin borç stoku /GSYİH'ya etkisi, enflasyon hedeflemesi stratejisinin kamu kesimi borçlanma gereği /GSYİH oranına etkisi olarak ifade edilmelidir.

Bütçe açığını ortaya çıkaran parametrelerden birisi de enflasyondur. Fiyat istikrarının olmadığı ülkelerde bütçe açığı artar. Kamu harcamalarını borçlanma ve para basarak finanse edilebilir veya vergilerle finanse edilebilir. Borçlarla finanse edildiği varsayıldığında, eğer bir ekonomide fiyat istikrarı yoksa veya enflasyon varsa enflasyonist dönemlerde bütçe açıkları finanse edilirken, kamu kesimi borçlanma senetlerinin faiz oranları görece olarak yüksektir. Enflasyon risk primlerinin ilave edilmesinden dolayı reel anlamda yüksek faizlere sahip borç senetleri ortaya çıkar. Yüksek enflasyon ülkelerinde yüksek faizlerle borçlanma veya yüksek faizli borçlanma senetleri ile borçlanma politikası yürütülür (Ceylan, 2010: 389)..

Yüksek faizlerle borçlanıldığında borç faiz ödemeleri bütçede bir kalem olduğu için, maliyeti bütçede görülür. Enflasyondan dolayı faiz oranları ne kadar yüksekse bütçede faiz ödemelerine yansımaları o kadar yüksek olacaktır. Dolayısıyla, bütçe açığı genişleyecektir. Fiyat istikrarı hedefi, dolaylı bir mekanizmayla bütçe açığını genişletici bir etki ortaya çıkarır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, borç stoku/ GSYİH oranını da olumsuz yönde etkiler. Enflasyonist dönemlerde hem borçların faizi yüksek olacaktır. Ve hem de vadesi kısa olacaktır. Yüksek faiz ve kısa vadeli borçlar, borç stoku / ulusal gelir oranının artması anlamına gelir. Enflasyon düştüğü ve fiyat istikrarı sağlandığında fiyat istikrarının sağlanması beraberinde daha düşük faizlerle borçlanma ve daha uzun vadelerle borçlanma olgusunu ortaya çıkaracağından dolayı borç stoku/ ulusal gelir oranı da gerileyecektir.

### **2.3.3. Cari İşlemler Dengesine Etkisi**

Mal ve sermaye hareketlerinin uluslararası alanda dağılımında meydana gelen dengesizlikler zamanla kaygı verici bir ekonomik sorun haline dönüşebilmektedir. Dünyanın bir tarafında yatırım, üretim, istihdam, büyüme ve sermaye birikimi artarken, diğer tarafında tüketim, sermaye açığı ve borçlar

artmaktadır. Küresel ekonomik eğilim her ülkeyi bir şekilde etkilese de ortaya çıkan dengesizliklerden yoğun olarak pay alan ve dünya ekonomisinde ağırlığı olan ülkelerdeki yansımaları daha güçlü olmaktadır. Dengesizliklerin bir tarafında cari açığı giderek artan ABD, diğer tarafında cari fazlası artan Almanya, Japonya, Çin ve petrol ihracatçısı ülkeler ön plana çıkmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin cari işlemler dengesine etkisini de net bir şekilde ölçmek söz konusu olamaz. Ancak, en azından bütçe açığı ile cari açık ilişkisini ilişkilendirmek lazımdır. İkiz Açık Hipotezi kavramı ile izah edilebilir. Bütçe açığı arttında, yüksek faiz oranları söz konusu olacaktır. Yüksek faiz oranları nedeniyle, kısa vadeli sermaye hareketleri artacaktır. Kısa vadeli sermaye hareketlerinin artması, ülkede döviz bolluğunun artması yani döviz rezervlerinin yüksek olması, ulusal paranın aşırı değer kazanması anlamına gelir. Ulusal paranın aşırı değer kazanması ise, bizim mallarımızın yabancılar için daha pahalı olması anlamına geldiğinden dolayı ihracat azalacaktır. İhracatın azalması dış ticaret dengesinin bozulması anlamına gelir. Dış ticaret dengesi de cari açığın bir bileşeni olduğundan dolayı, dış ticaretin artması cari işlemler dengesinin genişlemesine yol açar.

Yüksek enflasyon dönemlerinde ortaya çıkan yüksek bütçe açıklarının yol açacağı yüksek faizlerden dolayı, cari açık sorunlarının azaltılması veya en aza düşürülmesi enflasyon hedeflemesi stratejisinin olumlu bir yansıması olarak değerlendirilmelidir. Ancak şunu söylemek gerekir ki, gelişmekte olan ülkelerde cari açık sorununun giderilmesini sadece enflasyon hedeflemesi stratejisi ile ilişkilendirmek iyimserlik olur. Çünkü bu ülkelerde sermaye malları, petrol gibi ara malları daha çok başka ülkelerden ithal edilir. Cari açık sorununu tetikleyen temel dinamik ara malları ve sermaye malları ithalatı yönünde dışa olan bağımlılıktır (Altınel, 2008). Bu da olayın ayrı bir başka yönüdür. Fakat, cari açık bütçe açığı temelinde yapılan tahlil, bütçe açığının minimize edilerek, cari açığın daraltılmasına pozitif bir katkı yaptığını işaret etmektedir.

#### **2.4.ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN GÜÇLÜ**

## YÖNLERİ

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin güçlü yönleri şeffaflığın artması ve hesap verebilirlik ilkesinin etkili bir şekilde işlemesi, iktisadi konjunktüre uygun esnekliğe sahip olması, mali disiplinin iyileşmesi, iktisat politikasından sorumlu kurumlar arasında işbirliğinin sağlanması şeklinde sıralanabilir (Kahn ve Parrish, 1998:7; Mishkin, 1997:22).

### 2.4.1. Şeffaflığın Artması ve Hesap Verebilirlik İlkesinin Etkili bir Şekilde

#### İşlemesi

Kamuoyu ile iletişim kurularak yürütülen bir strateji olması, enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamalarının etkinliği açısından önemli bir özelliktir. Enformasyonun kamuoyu ile paylaşılması enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde gözlenen bir uygulamadır. Politika uygulamalarının başarısının hükümet, parlamento ve kamuoyu ile kurulacak etkili bir iletişim stratejisine bağlı olması, enflasyon hedeflemesi stratejisinin ayırt edici özelliğidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde merkez bankası tarafından yayınlanan dokümanlar sayesinde iktisadi birimler ile etkili bir iletişim kurulmaktadır. Parasal otoriteye, enflasyon raporu ile politika uygulamaları konusunda bilgi veren diğer yayınlar aşağıdaki olanakları sağlar (Mishkin ve Savastano, 2002: 63):

- Parasal otorite, enflasyon raporu ile geçmiş ve gelecek dönem enflasyon parlamentosuna ilişkin görüşlerini kamuoyu ile paylaşır.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin rasyonelleri dahil para politikasının hedefleri ve sınırları açıkça ilan edilebilir. Parasal otorite önceden ilan edilen hedeflere ulaşma konusunda “ne ölçüde” başarılı olabileceğine ilişkin bilgileri iktisadi

birimlere aktarmış olmaktadır.

- Enflasyon hedefinin sayısal değeri ayrıntılı bir şekilde anlatılabilir.
- Cari ekonomik koşullar esas alınarak hedeflenen enflasyon oranına nasıl ulaşılabileceği açıklanabilir.
- Hedeflerden sapma gerekçeleri ayrıntıları ile izah edilebilir.

Merkez bankasının, enflasyon hedefini açıkça ilan ederek iktisadi birimler ile etkili bir iletişim bağı kurması, piyasalara gerçek niyetini açıklaması anlamına geldiği için kurumun şeffaflık düzeyini artırmaktadır. Politika uygulamalarının etkinliği açısından, enflasyon belirsizliğinin azalması, son derece önemlidir. Çünkü, çok uzun vadeli tasarruf ve yatırım kararlarını enflasyonun belirsizliği negatif yönde etkiler. Ayrıca finansal piyasaların yanı sıra emek piyasalarındaki sözleşmelerin enflasyon riski esas alınarak görece olarak kısa vadeli bir perspektif ile bağtlanmasına yol açar (Bernanke ve Mishkin, 1997: 20).

Parasal otoritenin şeffaflık düzeyinin artması, para politikası uygulamalarında gözlenen gecikme sürelerinin kısalması ve enflasyon belirsizliğinin azalmasına, neden olur. Fiyat ve ücret kararlarının istenilen sürede etkilenmesi, politika etkinliği açısından son derece önemli olduğu gibi para politikalarının şeffaf bir şekilde uygulanması sonucudur (DeBelle, 1997: 5). Ayrıca, enflasyon hedefinin kamuoyuna açık bir şekilde ilan edilmesi, hedefe ulaşma açısından şeffaflık sağladığı gibi uygulama sonuçlarına ilişkin olarak merkez bankasının sorumluluğunu da arttırmaktadır (Kahn ve Parrish, 1998: 7).

#### **2.4.2. İktisadi Konjonktüre Uygun Esnekliğe Sahip Olması**

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin para politikası için “sınırlandırılmış ihtiyarilik”



kısıtına bağı olarak oluşturulmuş bir çatı olması sebebiyle ve enflasyon hedeflemesinin para politikasının ekonomik koşullara uygun kullanılması olanağını ortadan kaldırmadığı için katı bir uygulama olarak değerlendirilmemesi gerekir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 116).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, hedeflerin genellikle orta vade için tanımlanmış ve kısa dönemli sapmaların kabul edilebilir olmasından dolayı alternatif rejimlere kıyasla daha esnek bir strateji sunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi merkez bankalarına uzun vadede enflasyonla mücadele itibarlarına zarar vermeden, orta vadeli gelişmelere tepki verme imkanı sağlamaktadır (Schaechter vd, 2000: 43).

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde enflasyon hedefinin ölçümünde esas alınan endeksin içeriğine ilişkin düzenlemeler ve hedefi askıya alma durumlarına ilişkin önceden belirlenmiş kaçınma şartları da para politikasının ekonominin maruz kaldığı şoklara karşı son derece etkili önlem almasını mümkün kılmaktadır (Almeida ve Goodhart, 1998: 63-66).

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde merkez bankalarının gelecek dönem enflasyon hedefine ulaşmak üzere para politikasını ihtiyari bir şekilde kullanma olanağının fazla olması, kredibilite açısından sakıncalı bir durum olarak görülebilir. Ancak enflasyon hedeflemesi stratejisi şeffaflık ve hesap verebilirlik kriterlerine uygun bir strateji olması sebebiyle, iktisadi istikrarın sağlanmasında kredibilite kaybına yol açmadan esnek davranma olanağı sağlamaktadır (Schmidt-Hebbel ve Tapia, 2002: 128). Stratejinin terk edilmesi tehlikesi, parasal büyüklüklere ilişkin hedeflerden sapıldığında ortaya çıkabilir. Gelişmekte olan ülkelerde içsel ve dışsal şoklara maruz kalma olasılığı daha yüksek olduğu için, esnek politika uygulama olanağının varlığı, bu ülkeler açısından gereklidir. Gelişmekte olan ülkelerde ani ve görece büyük şoklardan dolayı ciddi iktisadi krizlerin ortaya çıkması

olağan bir durumdur. Politika uygulayıcıların, kalıcı hasarlara yol açan krizlerin önlenmesi ya da etkilerinin hafifletilmesi için çok katı kurallar ile sınırlandırılmaması gerekir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi konusunda çalışma yapan iktisatçılardan bazıları, enflasyon hedeflemesi stratejisinin sadece enflasyonu esas alan bir strateji olması nedeniyle ekonomik istikrarın sağlanması açısından yeterli olmayacağını ileri sürmüşlerdir. Bu iktisatçılara göre, enflasyon hedeflemesi sadece enflasyonu esas alırken hasıla düzeyini ve hasıla oynaklığını göz ardı etmiştir (Debelle, 1999: 20-22).

### **2.4.3. Mali Disiplinin İyileşmesi**

Bütçe açıklarının azaltılması, bütçe açığının ulusal gelire oranının düşürülmesi ve kamu harcamalarının denetim altına alınması gibi politikalar söz konusudur. Eğer, bir ülke enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamak istiyorsa öncelikle mali baskınlığın yani kamu açıklarının monetizasyonu, para basarak finansman gereğinin veya ihtimallerinin minimize edilmesi gerekir. Dolayısıyla, bu yönde adımların atılması bir önkoşuldur. Bu ön koşullar yerine getirildiği ölçüde enflasyon hedeflemesi stratejisi başarılı olur. Daha düşük enflasyon oranlarının hedeflenmesi normal faiz oranlarının veya reel faiz oranlarının düşmesi anlamına gelir. Reel faizlerin düşmesi, borçlanmanın daha düşük maliyetlerle yapılması anlamına gelir. Borç stokunun azalması da, mali disiplinin sağlanması ve borçların çevrilebilmesi anlamına gelmektedir (Masson vd, 1997: 6).

Diğer para politikası stratejilerinde olduğu gibi, enflasyon hedeflemesi stratejisi de para ve maliye politikası uygulamalarına bir disiplin getirerek, zaman tutarsızlığı problemine yol açan nedenleri zayıflatmaktadır (Mishkin, 2000c: 105). Hedeflemenin başarıya ulaşması açısından para ve maliye politikalarının birbirleriyle uyumlu olması, oldukça önemlidir.

### **2.4.4. İktisat Politikalarından Sorumlu Kurumlar Arasındaki İşbirliğinin Artması**

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygularken merkez bankasının gerçekleştireceği uygulama ve politikaları kamunun bilgisine sunmak ve iletişim kurmak için raporlar yayınlar, süreli yayınlar hazırlar. Yayınlanan raporlar ve süreli yayınlar merkez bankasının politika taahhütlerini kamuya duyurması merkez bankasının özelde enflasyon hedefine ulaşmada, genelde ise etkinliğini arttırmada avantajlar sağlar (Woodford, 2001: 17-20).

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulamasına karar verildikten sonra, bütçe açıklarının azaltılması yönünde başarılar sağlanmasına rağmen yerel hükümetlerin, belediyelerin v.s. yükümlülükleri devam ettiği için merkez bankalarının yerel yönetimlerden bağımsız olarak para politikasını yönetmeleri zor olmaktadır (Yay, 2006).

## **2.5. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN ZAYIF YÖNLERİ**

Enflasyonu tahmin ve kontrol gücü, mali disiplinin sağlanması açısından ortaya çıkan yetersizlikler ve dolarizasyon olgusu enflasyon hedeflemesi stratejisinin zayıf yönlerini oluşturmaktadır.

### **2.5.1. Enflasyonun Tahmin ve Kontrol Gücü**

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının etkinliğinin sınırlı olduğu ve enflasyon oranının tahmin edilebilirlikte güçlük yarattığı görüşü üzerine çıkarılan sonuçlar şunlardır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 21): Birincisi, enflasyon tahmin edilebilirliğinin istatistiki ölçümlerinin para politikasına karşı duyarlı olmasıdır. Karşılaşılan şoklar ve enflasyonist baskılar sebebiyle para politikası uygulayıcıları 1970'li yıllarda güçlük yaşamışlardır. İkincisi, para politikasının yürütülmesinde ara değişkenlerin kullanılması için, hedef değişkenlerin tahminindeki güçlükler bir gerekçe oluşturamaz. Para arzı artışı gibi, bir ara hedefin

kullanılması ancak ara hedef, hedef değişkenin tahminiyle ilgili tüm bilgiyi içeriyorsa kullanılabilir. Uygulama açısından bakıldığında, hedef değişkeni tahmin etmek ya da kontrol etmek güç olsa bile, bir ara hedef kullanarak herhangi bir gelişmenin elde edilmesi mümkün olmayacaktır.

Nominal GSYİH'nın fiyatlara olduğu kadar çıktıya da ağırlık vermesi, para otoritelerinin enflasyonun kendisinden çok nominal GSYİH'nın artış oranının hedeflenmesinin daha rasyonel olacağı görüşünü paylaşmalarına sebep olmaktadır. Ekonomileri etkileyen şoklar, nominal gelir hedefleri enflasyonun kendisinin hedeflenmesine ilişkin tartışmalara neden olmaktadır (Oktar, 1998: 57-58). Hedefin nominal GSYİH olması durumunda, projelenmiş reel çıktı artışındaki bir azalma, merkez bankasının enflasyon hedefinde otomatik olarak bir artış demektir. Nominal GSYİH artışını istikrarlı kılmaya yönelik politikalar daha olumlu ekonomik sonuçlar yaratabilir (Goodhart, 1995: 18).

### **2.5.2.Mali Disiplinin Sağlanması Açısından Ortaya Çıkan Yetersizlikler**

Enflasyon hedeflemesi stratejisi mali disiplinin sağlanması yönünde yetersiz kalabilir. Sağlam bir mali yapı ve istikrarlı bir finansal sistem enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olmasını sağlar. Enflasyon hedeflemesi stratejisi gelişmekte olan ülkelerde maliye politikasının disiplinini sağlamada veya mali baskınlıktan korunmada yetersiz kalabilmektedir. Mali açıkların yüksek düzeylerde seyrettiği ekonomilerde enflasyon hedeflemesi stratejisinin devamlılığı tehliye düşmektedir. Çünkü, hükümetlerin sorumsuz fiskal politikalar izlemesi ve kamu açıkları nedeniyle monetizasyon veya devalüasyon uygulamalarına gitmesi yönünde enflasyonda artış söz konusu olur ve bu durum enflasyon hedeflemesi stratejisinin çökmesine yol açabilmektedir (Mishkin, 2000c: 106-107).

### **2.5.3. Dolarizasyon Olgusu**

Dolarizasyon sorununun ciddi seviyelere ulaştığı ekonomilerde, iktisadi birimlerin bilançolarında önemli bir şok yaşanmasının sebebi, yerel para biriminin değer kaybı yaşaması ile iktisadi birimlerin yükümlülüklerinin yerel para birimi cinsinden değerinin varlıklarının değerinden daha fazla artmasıdır. Bu durum ekonomik daralmaya, şirket iflaslarına ve finansal sistemin zayıflamasına da neden olmaktadır (Levy- Yeyati, 2006: 72).

Gelişmekte olan ülkelerde diğer para birimleri karşısında yerli para biriminin değer kaybetmesi halk açısından “milli haysiyet” unsuru olarak değerlendirilmektedir. Yerli para biriminin değer kaybetmesi yerleşik ülke vatandaşlarının kendilerini gelişmiş ülke vatandaşlarına kıyasla daha korkak hissetmelerine sebep olmaktadır. Kamuoyu ve politikacılar uluslararası ticarete rekabet gücünü arttırıcı bir unsur olarak değerlendirdikleri kendi ülkelerinin para biriminin değer kazanması için para politikasının değiştirilmesi yönünde merkez bankasına baskı yaparlar. Dolayısıyla, ekonomi açısından yerli para biriminin değer kaybetmesi merkez bankasının başarısız olduğu görüşünün öne çıkmasına sebep olmaktadır (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2000: 25-30). Bu başarısızlığın sebebi, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasında zorluklara hedef olan dolarizasyon olgusudur.

## **2.6. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN ETKİNLİĞİNİ SINIRLAYAN KISITLAR**

Mali baskınlık derecesi, dışsal şokların sıklığı, finansal yapı, ekonomik ve siyasi istikrar, zayıf kurumsallaşma düzeyi siyasi hükümetlerin enflasyonist politika tercihi enflasyon hedeflemesi stratejisinin etkinliğini sınırlayan kısıtlardır.

### **2.6.1. Mali Baskınlık Derecesi**

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde para ve maliye politikaları dolaylı da olsa etkileşimde olduğundan, uygulamadaki maliye politikalarının para politikasının ana hedefi olan fiyat istikrarını sağlama amacını destekler bir niteliği olması gerekmektedir. Dolayısıyla, bu stratejinin uygulanabilmesi için merkez bankasına bağımsızlık tanınmalı, bu bağımsızlığın işlevselleştirilebilmesi ile beraber ekonomide “mali baskınlık” olmamalıdır.

Merkez bankaları toplam talep koşullarını ve enflasyonu kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek etkilemeyi amaçlamaktadır. Merkez bankasının açık ekonomilerde faiz oranlarını artırmasının, yerli para cinsinden varlıklara talebi artırarak döviz kurunun değerlenmesine yol açacağı ve böylece enflasyonda düşüşe neden olacağı öngörülmektedir. Yatırımların riskten kaçma eğilimlerinin yüksek olduğu bir ortamda ve döviz cinsinden ya da döviz endeksli borç stokunun bulunduğu ortamlarda faiz oranlarının artması, borç yükünü daha da ağırlaştırarak borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları oluşturmaktadır. Olası faiz artışı risk primini yükselterek, iktisadi birimlerin yerel hükümete borç verme isteklerini azaltarak sermaye çıkışlarına neden olmaktadır (Blanchard, 2004: 25-30).

Gelişmekte olan ülkelerde hükümetlerin aşırı borç yükünün olması gibi nedenlerle senyoraj gelirlerine başvurma eğilimleri yüksektir. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerde mali baskınlık önemli bir sorundur. Gelişmiş ülkelerde senyoraj/ GSYİH oranı %1, gelişmekte olan ülkelerde ise, %2-3 arasındadır. Mali baskınlığın göstergelerinden bütçe açığı/GSYİH oranı ile finansal piyasalardaki sıklık (düşük M2 / GSYİH oranları), zayıflık ve finansal piyasalardaki kırılganlığında yüksek oranlarda seyretmesi para politikasının etkinliğini sınırlamaktadır (Masson vd, 1998: 34-35).

Yüksek borç yüküne sahip olan bir ekonomide merkez bankası enflasyonun hedeflerin üzerine çıkmasına tepki olarak faiz oranlarını yükselttiği zaman, maliye politikalarının faiz dışı bütçe fazlasını yeterince aktaramaması durumunda kamu borç stoku kontrolden çıkarak daha fazla fiyat artışı gerekebilmektedir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde kullanılan politika araçları bazen aksi yönde sonuçlara yol açabilmektedir (Sims, 2004).

Hükümetler harcamalarının gelirlerini aşan kısmını finansal piyasalardan borçlanarak karşılamaya çalışırlar. Kamu borcunun yüksek olduğu ülkelerde bu durum özel sektöre verilebilecek kredi miktarının azalmasına neden olur. Böyle bir durumda aktarım mekanizmasının faizler genel düzeyi ve kredi piyasası kanalları doğrudan, kredi beklentiler kanalı ise dolaylı olarak etkinliklerini kaybettikleri için para politikası talep ve enflasyon üzerinde yeterince etkili olamaz. Kamu borç stoku faizlerinin yüksek olması, vadelerinin kısa olması nedeniyle borç sürdürülebilirliğinin güçleşmesi nedeniyle enflasyon hedeflemesi stratejisini sürdürme olanağı olmamaktadır. Mali baskınlık ve

borç sürdürülebilirliğinin söz konusu olup olmaması durumunda (Woodford, 2001: 43-50; Blanchard, 2004: 28);

- Ülkenin uluslararası piyasalarda güvenilirliği azalır.
- Ülkenin borç bulması durumunda borçların yeniden yapılandırılması güçleşir.
- Borçların sürdürülememesi demek, ülkenin bir anlamda iflas etmesi anlamına gelir.
- Vade priminde keskin dalgalanmalara yol açarak temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları ile piyasalardaki orta ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkiyi zayıflatması mali baskınlığın aktarım mekanizması üzerindeki bir diğer etkisidir.
- Para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin kısa ömürlü ve öngörülemez olması nedeniyle mali baskınlığın sorun teşkil ettiği ekonomilerde maliye politikaları daha etkili olur.

Dolayısıyla bu koşullarda enflasyon hedeflerini tutturmak, enflasyonla mücadele etmek çok güç hale gelecektir. Yüksek enflasyon yaşamış ülkelerde sadece para politikasına güvenilemez. Para ve maliye politikası ayrılmaz biçimde çalıştırılmak zorundadır.

### **2.6.2. Dışsal Şokların Sıklığı**

Dışsal baskınlık, gelişmekte olan ülkelerde faiz oranlarının ve enflasyon oranlarının ani sermaye çıkışları sebebiyle oynak bir seyir izlemesi ve bu durumun enflasyon hedeflerine ulaşılmasını güçleştirmesidir. Ekonominin temelleri güçlendirilerek, döviz kuru dalgalanmaya bırakılarak dışsal baskınlığın önlenmesi ya da azaltılabilmesi sağlanabilir. Gelişmekte olan ülkeler, dünya piyasalarına yeterince entegre olamamaları ve finansal piyasalardaki zayıflıkları nedeniyle dışsal şoklara maruz kalmaktadır (Fraga vd, 2004).

Türkiye gibi ara malları ve yatırım malları ithalatı açısından dışa bağımlı olan ülkelerde dışsal bir konjonktür söz konusu olduğunda, örneğin petrol fiyatları arttığında veya petrol üreten ülkelerde bir siyasal kaos, kargaşa ortaya çıktığında, bu

fiyat artışı doğrudan doğruya ara malları ithal eden ülkelere yansyacaktır. Bu durum ithal enflasyon olarak tanımlanmaktadır. Örneğin, Türkiye'nin petrol satın aldığı veya ithal ettiği veya doğalgaz satın aldığı ülkede bir siyasal kaos bir finansal kriz ve benzeri içsel şoktan dolayı o ülkenin fiyatlarında bir artış meydana geldiğinde bu fiyat artışları ithalat yapan ülkenin fiyatlarına geçiş yapacaktır (Birkan, 2012: 80). Dolayısıyla, dışsal şokların bölgesel olması veya global olması da önemlidir. Mesela 2008 finansal küresel krizi global bir şoktur. Bütün ülkeleri Avrupa ülkeleri, Amerika, gelişmekte olan ülkeler olmak üzere hepsini kapsama altına almış olan bir finansal krizdir. Bu son finansal kriz döneminde global bazda, bütün dünya bazında toplam talep daralmasının yaratmış olduğu resesyonist eğilimler, durgunluk eğilimleri ve büyüme hedefinin öncelikli olmasına dayalı bir para politikası stratejisi uygulamak gerekir eğiliminde bazı tartışmalar ortaya çıkarmıştır. Bu tartışmalardan yola çıkarak, bazı ekonomistler veya bazı politika yapıcılar enflasyon hedeflemesi stratejisinden vaz mı geçsek sorusunu tartışmaya başlamışlardır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinden vazgeçmek iktisadi büyüme performansını artırmayacaktır. Çünkü yüksek enflasyon deneyimi yaşamış ülkelerde, enflasyonla mücadele politikasından vazgeçmek enflasyonun daha yüksek oranda artmasına yol açacağı için büyüme hedefini öncelikli yapmak yerine şöyle bir politika önerisi geliştirilebilir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi esnek bir politikadır. İktisadi koşullara uygun olarak enflasyon hedefleri revize edilebilir veya gevşetilebilir. Enflasyon hedefinden bir sapma söz konusu olduğunda, bir dışsal şok veya finansal kriz bir sapma kaynağıdır. Politika yapıcılar bu sapma kaynağını kamuoyu ile paylaşabilirler. Şu an Türkiye ekonomisinde enflasyon oranlarındaki istikrarsızlık veya diğer makroekonomik göstergelerdeki istikrarsızlık dışsal şok kaynaklıdır. Bu dışsal şoka yönelik, spesifik olarak iktisat politikası geliştirebilir. Bu bilginin kamuoyu ile paylaşılması enflasyon hedeflemesi stratejisinden vazgeçilmesini gerektirmemektedir. Ancak, temel bir tartışma konusu olan enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı için finansal istikrar hedefi de gözetilebilir. Finansal istikrar hedefinin gözetilmesi her iki hedefin birbirlerini tamamlayan süreçler olması nedeniyle enflasyon hedeflemesi stratejisinden vazgeçmek anlamını ortaya çıkarmamaktadır.

### **2.6.3. Finansal Yapı**

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin etkinliği finansal piyasaların güçsüzlüğü ve aktarma mekanizmasının etkinliğinin zayıflamasıyla azalmaktadır. Finansal piyasaların



düzenlenmesi ve denetlenmesine yönelik reformların yapılması ve sağlam finansal kurumların oluşturulması gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi politikasına geçiş planlanırken gerekli olan önkoşullardır (Kara ve Orak, 2008: 47).

Bankacılık sektörü olmak üzere bir ekonomide finansal kurumlar ve finansal sistemin güçlü ve sağlam olması gerekmektedir. Eğer finansal sistem güçlü değilse, dışsal şoklara karşı kırılgan bir yapı sergileniyorsa enflasyon hedeflemesi stratejisi önünde ciddi bir kısıt oluşturur. Örneğin, bankacılık sektörünün zayıf olması, risklere karşı savunmasız olması durumunda dışsal bir şok finansal yapının çökmesine yol açacaktır. Türkiye ekonomisinde 2001 yılında yaşanan finansal kriz irdelendiğinde, o dönemde Türk bankacılık sektörünün ve Türk finansal sisteminin güçlü olmaması Türkiye ekonomisinin önemli sorunlar ile karşı karşıya kalmasına, finansal sistemin çökmesi ve dolayısıyla reel sektörün de sıkıntılı bir dönem geçirmesine yol açmıştır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülke deneyimlerine bakıldığında, bu stratejiyi başarıyla uygulayan ülkelerde finansal yapı, finansal sistem ve finansal kurumlar son derece güçlü ve sağlamdır. Türkiye ekonomisinde 2001 finansal krizinden sonra, bankacılık sisteminde yenilik ve yapılan reformlar; örneğin, Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu, BDDK gibi kurumların kurulması bankaların bağlı buldukları holdinglere kaynak aktarmasının önündeki engeller ortadan kaldırıldığı için, Türkiye 2008 küresel finans krizinden güçlü finansal yapısından dolayı önemli ölçüde etkilenmemiştir.

Enflasyon oranlarının ılımlı düzeyde seyretmesi için ve bu stratejinin başarısı için, finansal yapının güçlü olması gerekmektedir. Finansal yapı konusunda son dönemlerde, fiyat istikrarı hedefinden vazgeçelim finansal istikrar hedefini önceleyelim şeklinde ciddi bir tartışma söz konusudur. Finansal istikrar ve fiyat istikrarı birbirinden kopuk süreçler değildir. Fiyat istikrarından taviz verildiğinde, enflasyon oynaklığının artması durumunda finansal istikrarı zedeleyici bir ortam ortaya çıkacaktır (Sinclair, 2000: 377). Dolayısıyla, fiyat istikrarı ve finansal istikrar birbirini tamamlayan, birbirini bütünleyen süreçler olduğundan dolayı her iki hedefi de birlikte sürdürmek, birlikte öncelemek Türkiye ekonomisi koşulları ile tutarlılık göstermektedir.

Dolayısıyla, son finansal krizden sonra Dünya ölçeğinde tedirgin olan kısa vadeli fon hareketleri bizim gibi ülkelere doğru bir giriş eğilimi ortaya koymuşlardır. Türkiye

ekonomisi özellikle son finansal krizden sonra atıl kalan fonları doğrudan yabancı yatırımlar şeklinde ülkemize girişini sağlayacak yapısal, kurumsal, siyasal koşulları sağlarsa Türkiye’de doğrudan yabancı yatırımlardan daha fazla pay kalacak bir altyapı oluşturabilirse, global bazda atıl kalan ve tedirgin olan doğrudan yabancı yatırımlar ülkeye daha fazla geleceklerdir. Bu şekilde gelen doğrudan yabancı yatırımlar Türkiye’nin teknolojisi, döviz rezervi gibi istihdam ve büyümesini de olumlu etkileyeceklerdir. Doğrudan yabancı yatırımların yapacağı başka bir katkı da, cari açığın kaliteli finansmanını sağlamaktır (Ekinci, 2005: 13).

Yabancı yatırımların bir ülke ekonomisine girerken, o ülke ekonomisinde enflasyon oranlarının düşük düzeyde tesis edilmesinin sağlanması, bu ülkenin cazibesini arttıracaktır. Dolayısıyla, finansal istikrar hedefiyle beraber fiyat istikrarı hedefini sürdürmekte fayda vardır. Bu stratejiden vazgeçmek doğru değildir. Finansal kriz sürecinden çıkışın kesin olduğu dönemde ve resesyonist eğilimlerin kırılmaya başladığı ortamda bu stratejinin bir anda çöktürülmesi veya gözden çıkartılması ekonomide henüz yerleşiklik kazanmamış iktisadi birimlerin güvenilirlik olgusunu zaafiyete uğratacaktır. Acaba yeni bir finansal kriz mi geliyor şeklinde bir kaygı ortaya çıkacaktır. Dolayısıyla, Türkiye’de uzun yıllardır uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin terkedilmesi güvenilirlik olgusunu zedeleyebilir.

Temas edilen bir başka nokta, bu stratejiyi ısrarla uygularken son finansal krizden sonra özellikle özellikle Dünya ölçeğinde Türkiye’de genişletici iktisat politikası uygulanmasıdır. Örneğin, para arzı arttırılarak, kısa vadeli faizler düşürülmüştür. Parasal genişleme stratejisinin benimsendiği dönemde, bir mali genişleme söz konusu olmuştur. Kamu harcamaları arttırılmış, vergi oranları düşürülmüştür. Genişletici para ve maliye politikası uygulamaları bir ekonomide enflasyonist eğilimleri tetikleyici unsurlar barındırır. Finansal kriz sürecinden, Dünya’nın ve Türkiye’nin çıktığı bu dönemde genişletici para ve maliye politikaları uygulamalarının enflasyonist eğilimleri tetiklemesinin söz konusu olması muhtemeldir. Dolayısıyla, bu tip eğilimleri kırmak amacıyla enflasyon hedeflemesi stratejisinin sürdürülmesinde ayrı bir fayda vardır.

#### **2.6.4 Ekonomik ve Siyasal İstikrar**

Siyasal istikrar, enflasyon hedeflemesi stratejisinin belki de en önemli koşuludur

denebilir. Çünkü, bu stratejinin uygulanmasında parasal otorite ile siyasal otorite birlikte hareket ederler. Stratejiye geçişin duyurulması sürecinde parasal otorite ve siyasal otorite çoğu zaman birlikte ortak sorumluluk üstlenerek kamuoyuna bunu duyururlar. Dolayısıyla, sadece parasal otoritenin güvenilirliği değil, aynı zamanda siyasal istikrar da son derece önemlidir. Çünkü parasal otoritenin güvenilirliği söz konusu olmasına karşın, bir siyasal istikrarsızlık veya siyasal belirsizliğin söz konusu olduğu durumda enflasyon hedeflemesi stratejisinin sürdürülmesi mümkün değildir. Parasal otorite ve siyasal otorite birlikte sorumluluk üstlendiği için, her iki kurumunda güvenilirliği son derece önemlidir.

Siyasal istikrarsızlık eğilimlerinin söz konusu olduğu dönemlerde veya siyasal belirsizliğin gözlemlendiği ekonomilerde, ekonomide iktisadi birimlerin uzun vadeli yatırımlar yapması çok güç olur. Doğrudan yabancı yatırımlar siyasal istikrarı önemserler ve siyasi belirsizlik olan ülkeyi tercih etmezler. Siyasi istikrarsızlığın söz konusu olduğu dönemlerde, en çok etkilenen diğer değişken faiz oranlarıdır. Faiz oranlarının artması ekonomide sadece yatırım harcamalarını azaltmak ile kalmaz, aynı zamanda eksik faiz oranları kamusal borçlanma senetlerinin faizlerinin de artması anlamına gelir ki, bu kamu borç stoku/ ulusal gelir oranının artması ve borç servisinin yani borç geri ödemelerinin güç olması ve devletin bütçesinin faiz bütçesi haline gelmesi anlamına yani fiskal baskınlığın artması anlamına gelir (Eren ve Bildirici, 2001). Dolayısıyla, siyasal istikrarsızlığın olduğu ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisinin sürdürülebilmesi imkânsızdır. O zaman, siyasal istikrar enflasyon hedeflemesi stratejisi için bir önkoşuldur.

Siyasal istikrarsızlığı güçlü, karar verebilen, uluslararası piyasalarda güvenilirliği yüksek bir hükümetin iktidar olması önemlidir. Türkiye ekonomisi açısından olaya bakıldığında, Türkiye’de 1990’lı yıllarda koalisyon hükümeti döneminde makroekonomik göstergelerde ciddi bir istikrarsızlık söz konusu olmuştur. Bu dönemde, borçların sürdürülebilirliği, fiskal baskınlık olgusu, kamu borçlanma senetlerinin faizi yüksektir, vadesi kısadır. Koalisyon hükümetlerinin işbaşına geldiği dönemlerde iktisadi istikrarsızlığın artması ve iktisadi istikrarsızlıktan dolayı sık aralıklarla seçime gitme olgusunun da ortaya çıkması nedeniyle siyasi istikrarsızlık ekonomide geleneksel hale gelmeye başlamıştır. Öyleyse, Türkiye ekonomisinde 1980-2011 dönemindeki siyasal hayata bakıldığında 1983-1987 ve 2002’den sonra tek parti

iktidarı döneminde gerek fiskal baskınlığın düşük olması, kamu borç stoku / ulusal gelir oranının düşük olması, faiz oranlarının reel olarak değer kaybetmesi, özellikle 2002 yılından sonra doğrudan yabancı yatırımların artması gibi hususlar siyasi istikrarın beraberinde iktisadi istikrarı da sağladığı sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Dolayısıyla, Türkiye ekonomisinde 2002 yılından sonra tek parti döneminde enflasyon oranlarının düşük düzeylerde seyretmesi ve fiyat istikrarının tesis edilmesi gerçeği görüldüğünde şöyle bir sonuç ortaya çıkabilir. Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçerken temel koşul olan düşük enflasyon oranlarının tutturulması, tek parti hükümetinin ve güçlü bir hükümetin işbaşında olması fiyat istikrarı ortamını sağlayarak enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı bir şekilde yürütülmesine katkı sağlamaktadır. Siyasi istikrarsızlığın ortaya çıkarmış olduğu belirsizlik ortamı enflasyon hedeflemesi stratejisinin ortadan kaldırılması veya talip olunmasına yol açan en temel değişkendir.

#### **2.6.5. Zayıf Kurumsallaşma Düzeyi**

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanırken para politikasının etkinlikle ve bağımsızca yönetilebilmesi hususunda da zayıflıklar mevcuttur. Tahmin yapılması, modellerin kurulması, transmisyon mekanizmasının eksiksiz saptanabilmesi aşamaları karmaşık bilgiyi gerektirmektedir. Bu nedenle, politika uygulanırken merkez bankaları teknik bilgi eksiklikleri ve veri yetersizlikleri yaşayabilirler. merkez bankalarına araç bağımsızlığının sağlanması, vergi gelirlerini artıran ve senyorej gelirlerine ihtiyacı azaltan geniş bir kamu kesimi, reformunun yapılması ve finansal bankacılık kesiminin yeniden yapılandırılması için geçiş / hazırlık süreci gibi reformların yapılması ile enflasyon hedeflemesi politikası uygulanırken karşılaşılan zorlukların bertaraf edilebileceği düşünülmektedir (Yay, 2006: 3-17).

Birçok gelişmekte olan ülkede merkez bankasının enflasyon tahminlerini üretmeye yönelik beşeri ve teknik altyapı eksikliğinin bulunması, enflasyon tahminlerinin gerçekleşen enflasyondan önemli ölçüde farklılaşmasına neden olabilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon tahminlerinin sık sık revizyona tabi tutulması, enflasyonun kontrol altına alınmasını güçleştiren ve para politikasının etkinliğini azaltan belirsizliklerden dolayıdır. Gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankalarının enflasyon tahminlerine ilişkin risk unsurlarını kamuoyu ile açık olarak paylaşması, tahminlerden sapma durumundaki itibar kaybını azaltmak için önemlidir

(Knight, 2007: 33-40).

### **2.6.6. Hükümetlerin Enflasyonist Politika Tercihi**

İstihdam ve enflasyon arasındaki tercihte hükümetlerin istihdamı artırma pahasına yüksek enflasyona razı olması enflasyonun oluşum nedenlerindedir. Emek piyasasında ücretler hükümetin mevcut enflasyondan daha yüksek bir enflasyon oluşturacaklarını düşünerek daha yüksek ücret talep etmeleri nedeniyle istihdam ve enflasyon arasındaki tercihte, istihdam arzulanan düzeyde olmadığı gibi yüksek enflasyonda dinamizm kazanmaktadır. İstihdam artışı yüksek ücret yerine üretimi artırır, üretim artışı yüksek ücreti karşılamaz, dolayısıyla istihdam artışı ve yüksek beklentilere dayalı olarak enflasyon artış gösterir. Enflasyonun oluşum nedenlerinden diğeri, hükümetlerin senyoraj geliri elde etme pahasına katlandıkları yüksek enflasyonun yerli paradan kaçma eğilimi meydana getirmesidir. Hükümetler ödemeler dengesindeki açıkları kapatmak, ithalatı azaltmak ve ihracatı arttırmak için yüksek enflasyonla yerli paranın yabancı paralar karşısında devalüe edilmesine sebep olurlar İç borç stokunun yüksekliğinden dolayı izlenen genişletici para politikası enflasyonu oluşturan başka bir nedendir. Enflasyonun bir diğer oluşum nedeni, hükümetlerin günün gereklerine uygun parasal politikaları tercih ederek para politikası gibi önemli bir araç üzerinde etkisini kaybetmek ve otoritesini merkez bankasıyla paylaşmak istememesidir. Hükümetler enflasyonist politikaları istihdamı artırmak, kamu kesimi gelirlerini arttırmak, ödemeler dengesinde iyileşme sağlamak, mali piyasalarda istikrarı temin etmek, reel hedeflere ulaşmak ya da reel değişkenlerle ilgili sorunları çözebilmek amacıyla izlemektedirler (Malatyalı, 1998: 48-50).

Politik karar alıcılar ile merkez bankasının amaçlarının farklı olması merkez bankasının bağımsızlığı ile enflasyon arasındaki negatif ilişkinin temel nedenidir. Merkez bankası ile hazinenin amaçlarının farklı olması yani birinin fiyat istikrarı, diğerinin politik iktidara bağlı olması ve politik iktidarın izlediği politikaları sık sık değiştirmesi, politik iktidarın zaman tercihlerinin merkez bankasının zaman tercihlerinden daha güçlü olarak gerçekleşmesi bu durumu yeterince açıklamaktadır. Ayrıca hükümet, senyoraj gelirlerine daha kolay ulaşabilmek için merkez bankasının bağımsızlığına da meyilli değildir (Onur, 2008: 138).

### **2.6.7. Maliye Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi İlişkisi**

Gelişmiş ya da gelişmekte olan pek çok ülkede yüksek kamu açıklarının ortaya çıkması, bu açıkların giderek artması ve süreklilik arz etmesi politika yapıcılarının açık finansmana başvurmaya aşırı düşkün olduğu yönünde yaygın bir endişeye yol açmıştır. Politik çarpıklıkların mali sonuçları hakkında giderek artan farkındalık, kamu kesimi açıklarını sınırlamak için, iradi maliye politikalarının kurallarla sınırlandırılmasına yönelik kurala dayalı önerileri ortaya çıkarmıştır (Corsetti ve Roubini, 1996:408).

Mali kuralların uygulanmasının altında yatan temel neden, bugünkü ve gelecekteki hükümetlerin disiplinli maliye politikası önlemlerini uygulamaya istekli olmamaları ya da bu önlemleri uygulama yeteneklerinin olmamasıdır (Mihaljek ve Tissot, 2003:22). Mali kurallara başvurmanın bir diğer nedeni, mali disiplini güçlendirme amacıdır. Mali kuralların kullanılması genellikle mali performansın güçlendirilmesi ile ilişkilendirilmektedir. Mali kuralların varlığı ve mali performansın iyileşmesi durumunda hükümetlerin genellikle mali dürüstlüğe doğru bir tutum değişikliği içine girdikleri ifade edilmektedir. Mali kuralların ihtiyatlı maliye politikasına yaptıkları katkı, kuralların uygulanmasına yönelik önerileri desteklemektedir (OECD, 2008: 65; IMF, 2009:3).

Mali kuralları, makroekonomik istikrarı sağlamanın temel araçlarından biri olarak nitelendirmek de mümkündür. Devletin açık finansman için borçlanmasını, merkez

bankası ya da diğer kaynaklara başvurmasını bütçe açığı, borçlanma ve harcamaya yönelik sınırlamalar önleyici niteliktedir. Merkez bankasından borçlanmaya getirilen sınırlama para basmanın enflasyonist etkilerini sınırlar, aynı zamanda borç stokunun artış hızını yavaşlatır borç gideri ödemeleri sonucu piyasaya girecek ilave satın alma gücü dolayısıyla ortaya çıkabilecek olumsuzlukları da azaltır (Moreno, 2003:6-7).

Mali kuralların bir diğer faydası, uzun dönemli mali sürdürülebilirliği başarmayı ve devam ettirebilmeyi teşvik etmesidir. Mali sürdürülemezlik makroekonomik istikrarsızlığa neden olmakta, hükümetlerin maliye politikasını bir politika aracı olarak kullanma yeteneğini zayıflatmaktadır. Zayıf mali sürdürülebilirlik hükümetleri zorunlu olarak yüksek risk primiyle borçlanmaya yöneltmektedir. Kısa dönemde istikrar için risk oluşturan bu durum, borç sorununu daha da kötüleştirmekte ve kamu finansmanının uzun vadeli sürdürülebilirliğini tehdit etmektedir (Binay, 2003:257).

1990'lı yıllarda, fiyat istikrarının sağlanmasında para ve maliye politikalarının etkinliği yaklaşımı çerçevesinde; bazı varsayımlar altında, uzun dönem fiyat düzeyini ve enflasyonu belirleyen ana unsurun para miktarı değil mali açıklar ve bu açıkların getirdiği kamu borç stoku olduğu, bu durumda enflasyonu kontrol etmek için para politikasının ve merkez bankası bağımsızlığının yeterli olmadığı, hatta bazı koşullarda bu durumun sorunları dahi artırabileceği, enflasyonun kontrol edilmesinde özellikle faiz politikasının önemli olduğu, ancak mali dengenin bu bakımından bir ön koşul niteliğinde olduğu ifade edilmiştir. 1990'lardaki bu tartışmalar çerçevesinde, birçok batı ülkesinde uygulamada olan döviz kuru hedeflemesi stratejisi terk edilerek enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmiştir (Uygur, 2001:11-12). Enflasyon hedeflemesi stratejisi sadece para politikasının değil, aynı zamanda, maliye politikalarının da hesap verebilirliğini ve disiplinini artırmaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olması, öncelikle sağlam bir mali yapı ile birlikte istikrarlı bir finansal sisteme bağlıdır.

Artan bütçe açıkları para otoritesini bugün para basarak cari dönemde enflasyonla mücadele etme veya bugün borçlanarak yarın enflasyonla mücadele etme arasında bir tercihte bırakacaktır. Ancak, hangi yöntem belirlenirse belirlensin sonuçta enflasyon artacağından para politikasının maliye politikası tarafından sınırlandırılması söz konusu olacaktır. Bütün bunlardan hareketle, fiyat istikrarını gerçekleştirmek

isteyen bir para otoritesinin başarısının genel anlamda maliye politikasının disipline edilmesine özel anlamda ise bütçe disiplinin sağlanmasına bağlı olduğu söylenebilir (Demirhan, 2002:110-111).

### **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

#### **ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİ UYGULAYAN**



## **GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE ÖRNEKLERİ**

### **3.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİ UYGULAYAN ÜLKE ÖRNEKLERİ**

1990'lı yıllardan önce sanayileşmiş ülkeler arasında makroekonomik istikrarı sağlayabilmek için sıklıkla tercih edilen para politikalarından biri, döviz kuru hedeflemesi stratejisidir. Diğer para politikalarının sakıncalı yönlerine maruz kalmaları ve sabit kur rejimlerinde yaşanan başarısızlıklar ve bu politikalarla istedikleri başarıyı sağlayamayan bazı sanayileşmiş ülkeler, alternatif bir strateji olarak enflasyon hedeflemesi stratejisini kullanarak fiyat istikrarını sağlamada başarılı olmuşlardır.

Yeni Zelanda'da ilk defa 1990 yılında uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi stratejisi, önceleri gelişmiş ve sonra gelişmekte olan pek çok ülke tarafından da benimsenmiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyonu düşürmeye öncelik vermesi ve parasal otoritenin hem etkin hem de bağımsız olmasını gerektirmesi benimsenmesinde önemli rol oynayan özellikleridir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerdeki belli başlı özellikler şunlardır (Akyazı, 2004: 125-132): Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin birincil öncelikli amacı fiyat istikrarıdır. Merkez bankasının başlıca amacı, istihdam ve üretim amaçları ile çatışmamak koşulu ile fiyat istikrarı amacını sağlamaktır. Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmeden önce, ülkeler kamu açıklarını ya hiç finanse etmemeleri ya da sınırlı bir şekilde finanse etmeleri ve sahip oldukları para politikası araçlarını kullanmada tam bir serbestiye sahip olmaları yönünde yapılan düzenlemeler çerçevesinde, merkez bankalarının tam bağımsızlığını sağlamaktadırlar.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi para politikasında ve makroekonominin genel

yapısında güvenilirliği sağlamada bir araç olarak kullanılmaktadır. Fiyat istikrarının sağlanması için yürütülen iktisat politikaları hakkında kamuoyunda oluşabilecek yanlış algılamaların önlenmesi amacıyla merkez bankası ve hükümet belirlenen enflasyon hedefini kamuoyuna açıklar ve merkez bankalarının hesap verebilirliği gerçekleştirilir. Böylece şeffaflık en üst düzeye çıkarılır. Şeffaflığın sağlanabilmesi için, para politikası ve enflasyon raporu, basın bildirimleri, hedefin tutturulamaması durumunda maliye bakanına veya devlet başkanına yazılan ve kamuoyuna açıklanan mektup, para politikası komitesinin yapmış olduğu toplantıların tutanakları ve enflasyon tahminlerinin yayımlanması gibi birçok yöntem kullanılmıştır.

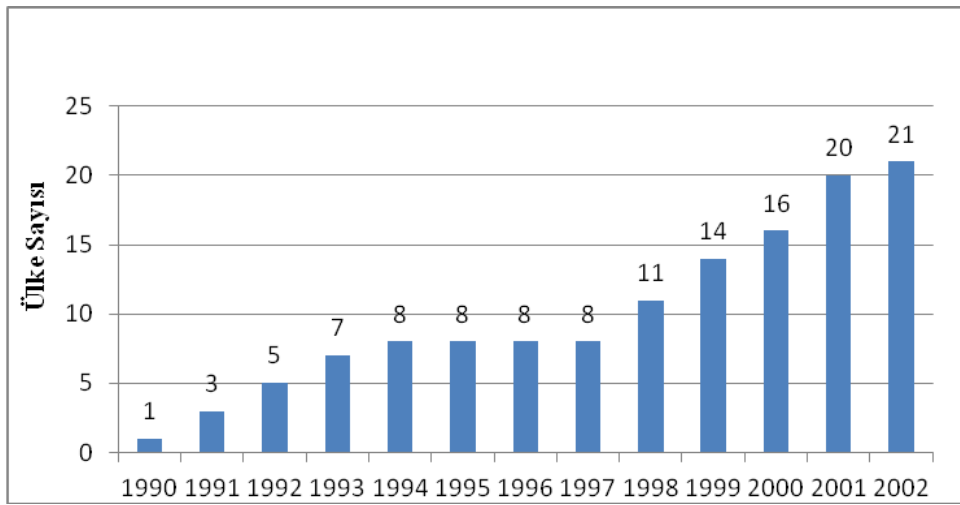
**Tablo 3.1: Ülkelerin Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini Uygulamaya Başladıkları Tarihler**

ÜLKELER	ÜLKELERİN ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNE GEÇTİKLERİ TARİHLER
Yeni Zelanda	Mart 1990
Kanada	Şubat 1991
İngiltere	Ekim 1992
İsveç	Ocak 1993
Finlandiya	Şubat 1993
Avustralya	Nisan 1993
İspanya	Ocak 1995
İsrail	Haziran 1997
Çek Cumhuriyeti	Ocak 1998
Polonya	Ekim 1998
Brezilya	Haziran 1999
Kolombiya	Eylül 1999
Şili	Eylül 1999
Güney Afrika	Şubat 2000
Tayland	Mayıs 2000
Güney Kore	Ocak 2001
Meksika	Ocak 2001
İzlanda	Mart 2001
Norveç	Mart 2001
Macaristan	Haziran 2001
Filipinler	Ocak 2002
Peru	Ocak 2002
Türkiye	2002 (örtük enf.hed.) 2006 (açık enf. hed.)
	114
Endonezya	2005
Romanya	2005
Slovakya	2005

**Kaynak:** Roger, 2010: 47

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde sabit döviz kuru uygulanmamakla birlikte, dalgalı veya esnek döviz kuru sistemi geçerli olmaktadır. Ülkelerin tamamında hedeflenen enflasyon oranı kamuoyuna ilan edilmektedir. Bu stratejiyi uygulayan ülkelerde serbest piyasa şartlarına uygun para politikası araçları kullanılmaktadır. Merkez bankaları, kısa dönem faiz araçlarını enflasyon ve üretimin seyrine göre, para politikası araçlarından açık piyasa işlemleri ile ayarlayabilmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan hiçbir ülke, stratejiyi uygulamaktan kaynaklanan başarısızlığı nedeniyle stratejiyi uygulamaya son vermemiştir.

**Grafik 3.1: Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini Uygulayan Ülke Sayısı**



**Kaynak:** Akyazı, 2004: 115

Tablo 3.1 ve Grafik 3.1’de Dünya’da ilk olarak 1990 yılında Yeni Zelanda ile başlayan enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş sürecinin 2005 yılına kadar devam ettiği gözlenmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin ilk uygulamaya başlayan ülke Yeni Zelanda olmuştur. Tablo 3.4’ün sıralamasına bakıldığında Türkiye’nin 23. Sırada yer aldığı, Slovakya’nın 2005 yılında stratejiyi uygulayan son ülkeden biri olduğu izlenmektedir. Grafik 3.1’de enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülke sayısının 1996 yılından sonra hızla arttığı, 2002 yılı itibariyle sayının 21’e yükseldiğini anlamak mümkündür.

### **3.1.1. Gelişmiş Ülke Örnekleri, Gerekçe Ve Performans**

Gelişmiş ülkelerde uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi bazı ortak özellikler içermektedir (Masson vd, 1997: 18-21): Enflasyon hedeflemesi stratejisi, sabit kur stratejisinin başarısızlığa uğramasının ardından uygulanmaya başlamıştır. Enflasyon hedeflemesi programını uygulamaya koyan tüm gelişmiş ülkelerin başlangıç enflasyonu %10'dan düşük seviyelerdedir. Bağımsız merkez bankası, para politikasının maliye politikasına baskınlığı tüm gelişmiş ülkelerin ortak özelliğidir. Gelişmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisi, para politikasının kredibilitesini sağlamak görevini üstlenmiştir. Bazı ülkelerde ise, sorumluluğu merkez bankası ve hükümet birlikte üstlenmiştir. Enflasyon ileriye dönük hedeflenerek, enflasyon üzerinde oluşabilecek dışsal şoklar elimine edilmeye çalışılmıştır. Enflasyon hedeflerinin belirlenmesinde ülkeler genelde TÜFE'yi baz almıştır.

#### **3.1.1.1. Yeni Zelanda**

Yeni Zelanda, enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanırken çıkartılabilecek derslerin zenginliği açısından da ilk örneği oluşturmaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasında tecrübeli ülke olarak bu stratejiyi uygulamaya devam etmektedir.

Yeni Zelanda'da uygulanan para politikası enflasyonu düşürmek ve faiz oranlarını kontrol etmeye yönelik olarak uygulanmıştır. 1985 yılında dalgalı kura geçen Yeni Zelanda, para politikasını da parasal büyüklük hedeflemesi şeklinde uygulamaya başlamıştır. Finansal piyasalarda liberalizasyon sadece tek parasal büyüklüğü hedeflemeyi zorlaştırmıştır. Bu sebeple, Yeni Zelanda Merkez Bankası (RBNZ) önemli ekonomik göstergeleri takip etme yolunu tercih etmiştir. Bu göstergeler içerisinde faiz oranları, parasal büyüklükler, kurlar, GSYİH, büyüme oranları ve enflasyon beklentileri gibi temel makroekonomik değişkenler yer almaktadır. Para otoritesi, özellikle faiz oranları ve kurlara odaklanarak büyüme ve enflasyon hedeflerine ulaşmayı amaçlamıştır. 1986 ve 1987 yıllarında büyüme oranlarında azalma meydana gelmiş ve bu politikada başarı sağlanamamıştır. 1988 ve 1989 yıllarında enflasyon oranlarında

düşüşler sağlanmış olmasına rağmen enflasyon, hedeflerin ve OECD ortalamalarının üzerinde kalmıştır (Usta, 2003: 23).

Yeni Zelanda'da enflasyon hedeflemesi programı iki aşamadan oluşmaktadır. 1984 yılının ikinci yarısından 1987 yılına kadar birinci aşama, hükümetin düşük enflasyonu hedeflediği; 1987 yılının ikinci yarısından 1990 yılına kadar süren ikinci aşama ise, fiyat istikrarı hedefinin merkez bankasının nihai hedefi haline getirildiği dönemdir. Tek hedefi fiyat istikrarı olan merkez bankası için yeni düzenlemeler yapılmıştır (Fischer, 1995: 35-36).

Programın birinci aşamasında, 1984 yılındaki seçimler sonrası para politikasında enflasyon odaklı politika izlemeye başlayan RBNZ, aynı zamanda uygulamaya konulan ekonomik programın hedefinin gerçekleştirilmesine yönelik uygulamalara başlamıştır (Shervin, 1998: 261). Hükümet ve merkez bankası arasında yapılan Politika Hedef Anlaşması olarak tanımlanan kontrat içinde, nihai amacın fiyat istikrarı olduğu, başkanın enflasyonun seyrine ilişkin olarak yılda iki defa rapor vermesi zorunluluğu ve beş yıllık dönem sonunda enflasyon hedef bandında meydana gelebilecek sapmalar nedeniyle görevden alınabilmesi hususları yer almaktadır (Mc.Callum, 1996: 3).

Yeni Zelanda'da, enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarıya ulaşabilmesi için gerekli altyapının oluşturulması konusunda öne sürülen bir başka önemli adım, 1994 yılında imzalanan "Mali Sorumluluk Yasası" dır. Bu yasa, mali politika üzerinde politik disiplin sağlamak amacıyla oluşturulmuştur (Bale ve Dale, 1998: 112).

Enflasyon hedeflemesi öncesinde %5'in üzerinde olan enflasyon oranı, uygulanan sıkı para politikasının sonucunda 1992 yılının sonunda %2'nin altına inmiştir. Mali disipline özellikle 1994 yılından itibaren daha fazla önem verilerek fiyat istikrarı güvence altına alınmaya çalışılmıştır. Fakat bu dönemde derin bir resesyon ve hızla yükselen işsizlik, enflasyonun düşmesinin maliyeti olmuştur. Bu nedenle, hedef bandı 1996 yılı sonunda %0-3 olarak değiştirilmiştir (Mishkin, 2000c: 522).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde Yeni Zelanda'nın uyguladığı para politikasının ana hatları şu şekilde özetlenebilir (Fischer A., 1993: 12-13; Brash, 2002: 100-103; Archer, 1997: 4-6; Karasoy vd, 1998: 43-44): Yeni Zelanda'da açık enflasyon hedeflemesi benimsenmiştir. Yeni Zelanda'da merkez bankası TÜFE yerine

çekirdek enflasyonu hedeflemesi uygulamıştır. Tüketici fiyatlarındaki enflasyonun bağımsız bir kurum niteliğinde olan istatistik kurumu tarafından açıklanması bu stratejinin başarısını arttırmıştır. “RBNZ Başkanı, para politikasının oluşturulmasında ve araçlarının kullanılmasında tam bağımsızlığa sahip olmalıdır” kuralı ile para politikası uygulamalarında bağımsızlık sağlanmıştır. RBNZ başkanı, para politikasını belirlerken ve uygularken amaç bağımsızlığı yoktur, araç bağımsızlığına sahiptir. RBNZ yasası ile birlikte izlenen hedef değişken politika uygulamalarında şeffaflık sağlanmıştır. Uygulanan politikaların şeffaflığının sağlanabilmesi ve uygulama sonuçları hakkında kamuoyunun bilgilendirilmesi amacıyla, merkez bankası her altı ayda bir para politikası raporu hazırlamakla zorunlu kılınmıştır. Fiyat istikrarına ulaşılması için para politikasının nasıl uygulanacağına dair sunulan raporlar hesap verebilirlik ilkesini desteklemektedir. Maliye bakanının ve merkez bankasının görev ve sorumlulukları ayrılmıştır ve merkez bankasına maliye bakanının doğrudan müdahalesi ortadan kaldırılmıştır. Merkez bankası enflasyon hedefinin tutturulmasından tek başına hükümete karşı sorumludur.. Başarısız olunması durumunda, hükümetin merkez bankası başkanını görevden alma yetkisi bulunmaktadır. Siyasi otoritenin banka üzerindeki baskıları RBNZ yasasının yürürlüğe girmesiyle, büyük ölçüde engellenmiş ve özerk bir yapıya kavuşturulmuştur. Yasa da, merkez bankası hükümetin uyguladığı genel ekonomi politikası ile ters düşmemek kaydıyla nasıl bir para politikası izleyeceği konusunda özerktir.

**Tablo 3.2: Yeni Zelanda'nın Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Genel Çerçevesi**

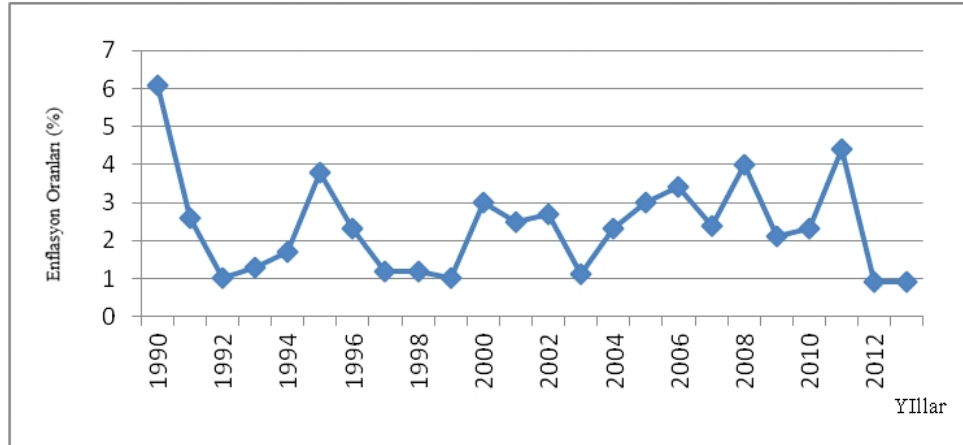
Yeni Zeland	Enflasyon Projeksiyonları	Ara Göstergeler	Operasyonel Hedef	Politika Araçları
a	* 2-3 yıla kadar	* Döviz Kuru * Enflasyon Tahminleri * Üretim Boşluğu * Para ve Kredi Büyüklüğü	* Parasal Koşullar Göstergesi	* Nakit Ödeme Dengesi

**Kaynak:** Kennedy, 2000: 111

Tablo 3.2 Yeni Zelanda'nın enflasyon hedeflemesi stratejisini 2-3 yıllık bir enflasyon projeksiyonu ile döviz kuru, enflasyon tahminleri, üretim boşluğu, para ve kredi büyüklüğünü ara gösterge olarak kullandığı; operasyonel hedefinin parasal koşullar göstergesi olarak belirlendiğini ve politika aracının nakit ödeme dengesi olduğunu ifade etmektedir.

Yeni Zelanda, gerek ulusal düzeyde yaşadığı içsel şoklar (örneğin, Yeni Zelanda’da 1996-1997 döneminde yaşanan kuraklıktan sonraki yıl tarımsal üretimde önemli ölçüde daralma görülmüştür) ve gerekse dünyada yaşanan bazı krizlerden dolayı (örneğin, 1997 yılındaki Doğu Asya Krizi Yeni Zelanda’nın ihracatını hem değer hem de hacim olarak önemli derece de etkilemiştir) yaşadığı dalgalanmalara rağmen başarılı denebilecek bir performans göstermiştir (Drew, 2002: 508-509).

**Grafik 3.2: Yeni Zelanda’da Yıllık Enflasyon Oranları**



**Kaynak:** IMF, World Economic Outlook Database 2013

Yeni Zelanda enflasyon hedeflemesi konusundaki deneyimlerini iki döneme ayırmıştır. 1987-1991 yılları arası enflasyon %0-2 oranında hedeflenirken çift haneli rakamlara düşmüştür. Nominal faiz oranları düşmüş ve işsizlik oranı artmıştır. 1992 yılından günümüze kadar olan dönemde, büyümedeki keskin artışa işsizlik oranındaki düşme eşlik etmiştir. Enflasyonist baskıların hafiflemesi ve büyümenin yavaşlaması ile parasal koşullar dengeye gelmeye başlamıştır. Grafik 3.2, 1990-2013 yılları arası enflasyon oranlarının nasıl seyrettiğini göstermektedir. 1990 yılında %6 olan enflasyon oranı, 2013 yılında %1’lerin altına düşmektedir. Uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin sonucunda 1990’lı yıllarda enflasyon seviyesi döviz kuru ve reel faiz oranları 1970 ve 1980’li yıllardan daha düşük oranda gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler Yeni Zelanda’nın enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel kazanımlarını temsil edebilir.

1970’li yıllarda Yeni Zelanda yüksek enflasyon süreci ile mücadele edebilmek için ücret ve fiyat kontrollerini, 1980’lerin başında ise ücretler üzerinde kapsamlı bir dondurma işlemi de dahil olmak üzere bir dizi reform paketi uygulamıştır. Enflasyon

hedeflemesi stratejisine geçilmesi ile birlikte şeffaflık şartlarına uygun bir ortam yaratılmıştır (Sherwin, 1998).

### **3.1.1.2.Kanada**

Kanada'da 1988 yılından itibaren fiyatlar hızlı bir şekilde yükselmeye başlamış, 1990 yılına gelindiğinde ise ekonomi politik istikrarın bozulması, borç stokunda ortaya çıkan büyük artış ve para politikasının güvenilirliğinin kaybolmasından kaynaklanan tam bir durgunluk içine girmiştir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmaya başladığı 1991 yılına kadar 3 yıl süreyle Kanada Merkez Bankası (BC) uzun vadedeki amaçlarının fiyat istikrarını sağlamak olduğu hususunda halkı etkileyebilmek için bir kampanya yürütmüştür (McCallum, 1996: 30). Enflasyonu doğrudan hedefleyen merkez bankası o dönemdeki katı enflasyonist beklentileri kırmayı hedeflemiştir. Devalüasyon, kur politikasında değişiklik veya ara hedef olarak para arzlarının gözetilemeyeceği gibi bazı ülkelerde gözlenen radikal politika değişiklikleri yapılmamıştır (Karasoy vd, 1998: 39).Kanada'da enflasyon hedeflemesi stratejisine önemli bir anti enflasyonist baskının uygulanmasından sonra geçilmiştir (Mishkin, 2000b: 17).

Kanada, 1991 yılı Şubat ayında, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayacağını resmi olarak ilan etmiştir (Athanasios ve Wieland, 2000: 1355). Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanırken, enflasyon hedefleri bir nokta değil bir band olarak belirlenmiştir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 14). Enflasyon hedeflemesi stratejisinin benimsenmesi ile 1995 yılı sonuna kadar hedef aralığı 1-3 arasında belirlenmiştir. Enflasyon hedefleri geniş bir aralık içinde belirlenirken, gıda ve enerji fiyatları ile dolaylı vergilerin etkileri gibi beklenmedik arz şoklarıyla yeterince mücadele edebilmeye olanak sağlayacağı düşünülmüştür (Bank of Canada, 2001: 11).

BC, enflasyon hedeflemesi stratejisini hükümet ile anlaşarak ve hükümetin sözlü desteğini alarak girmiştir ve ülkede herhangi bir siyasi krizin çıkması durumunda enflasyon hedeflemesi uygulamasına son verilecektir. BOC'nın enflasyon beklentisini ortadan kaldırmak konusunda istekli olduğunu göstermek amacıyla da enflasyon hedefleme stratejisi seçilmiştir (Bernanke vd, 1999: 117).

BC ve başkanının hedefi gerçekleştirme konusunda sorumluluğu hükümetten çok



kamuya karşıdır. Bankanın hükümete doğrudan hesap verme zorunluluğu yoktur. Hedefin tutturulamaması durumunda görevden alınması gibi bir yaptırım söz konusu değildir. BC, uygulamada sadece faiz oranlarını belirlemektedir. Enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesiyle ilgili politikaların belirlenmesinde tek başına yetkili değildir. Fakat para politikasının yürütülmesinde araçların belirlenmesi hususunda tarafsız bir operasyonel bağımsızlığa sahip bulunmaktadır (Mishkin ve Posen, 1997: 51-52).

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı, BC faaliyetlerini, finansal piyasa iştirakçileri ve genel kamu için anlaşılır hale getirmektedir. Kamuya sağlıklı bilgi akışı sağlayan Para Politikası Raporu, niceliksel olarak enflasyon tahminleri vermekle birlikte, bankanın enflasyon projeksiyonlarını niteliksel olarak da tarif etmektedir (Kahn ve Klara, 1998: 7). Tablo 3.3’de Kanada’nın politika aracı olarak gecelik faiz oranlarını ve operasyonel hedefinin parasal koşullar endeksi olduğu görülmektedir.

**Tablo 3.3: Kanada’nın Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Genel Çerçevesi**

Kanada	Enflasyon Projeksiyonları	Ara Göstergeler	Operasyonel Hedef	Politika Araçları
	* dahili*	* Üretim Boşluğu * M2 + M1 * Ücretler	* Parasal Koşullar Endeksi	* Gecelik Faiz Oranı

**Kaynak:** Kennedy, 2000: 111

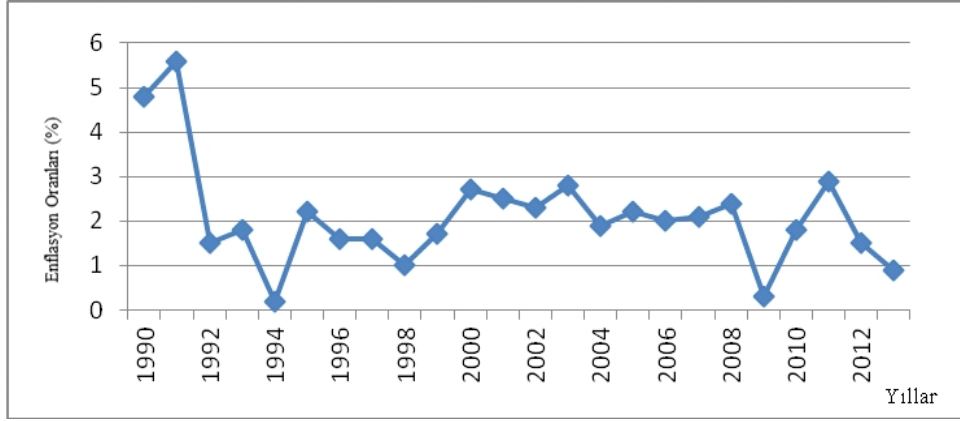
Kanada’da uygulanan esnek politika fiyat istikrarını sağlamada ve sürdürmede engel teşkil etmemiş, BC’ya kamuoyu ile kurulan iletişimin olumlu gücü ve şeffaflık sebebiyle hedeflerin tutturulamaması durumunda bile yaptırımlar uygulanmamıştır. Kredibilitenin devamlılığı, nedenlerin doğru şekilde kamuoyuyla paylaşılmasıyla sağlanmıştır (Bernanke vd, 1999: 144). Kanada’nın enflasyon hedeflemesi deneyiminin önemli bir özelliği kamuoyunun bilgilendirilmesi anlamına gelen şeffaflık ilkesine bağlılıktır (Mishkin ve Posen, 1997: 52). BC’nın, “Parasal Koşullar Endeksi (MCI)” olarak bilinen bir kavramı, para politikasının yönetiminde, faiz oranları yerine operasyonel hedef olarak kullanması, Kanada’da uygulanan enflasyon hedeflemesi yaklaşımının farklı bir diğer özelliğidir (Thiessen, 1996: 14-15). Parasal koşullar endeksinin temel amacı; kamuya ve bankaya açık bir ekonomide toplam talebi etkileyen iki temel para politikası kanalının varlığını hatırlatmaktır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 26).

BC, enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısını sağlamak amacıyla gerekli kurumsal yapının oluşturulması için, 1991 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasına karar vermesiyle sadece hedef stratejilerini yönlendiren birim olmanın yanı sıra kısa ve orta dönem ekonomi yönetiminin de sorumlusu haline gelmiştir (Grant, 1997: 207). BC tarafından uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin kredibilitesini attıran ve şeffaflığı sağlayan diğer özellikler şunlardır (Karasoy vd, 1998: 40-41): Merkez bankası enflasyon hedeflemesinin uygulanmasından sorumludur. Enflasyon hedeflemesinde referans olarak gıda, enerji ve dolaylı vergileri hariç tutan bir “temel enflasyon” hedefi belirlenmiştir. 1993 yılında merkez bankası, enflasyon hedeflemesine ilişkin politikaları ve sonuçları içeren raporun periyodik yayınlanması kararını almıştır. 1994 yılından itibaren yenilenmiş olarak yıllık raporun ve 1995 yılından itibaren 6 ayda bir Para Politikası Raporu’nun yayınlanması kararlaştırılmıştır. Maliye bakanı ve başkanın her hafta toplantı yapması zorunluluğu bulunmaktadır.

Kanada’da 1991 yılından enflasyon hedeflemesi yaklaşımının uygulanmaya başlamasından 2014 yılına kadar olan dönemde, enflasyon hedeflerinin para politikası için etkili bir nominal çapa sağladığını söylemek mümkündür. Para politikasının, enflasyonun düşük, istikrarlı ve tahmin edilebilir bir düzeyde tutulmasına odaklanması, iyi işleyen bir Kanada ekonomisine önemli bir katkı sağlamıştır (Bank of Canada, 2001).

Kanada’da 1991 yılı Şubat ayında enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmaya başlamasından önceki 20 yıllık dönemde (1971-1991) ortalama enflasyon oranı %7’nin üzerinde, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmaya başlamasından sonraki (1991-2000) dönemde oranı ise ortalama enflasyon oranı %2 olmuştur. Grafik 3.3’de 1998 yılında TÜFE’deki artışın bir önceki yıla göre %1 olarak gerçekleşmesi ile 1999, 2000, 2001 yıllarında petrol ve enerji fiyatlarındaki artış dolayısıyla enflasyon oranlarının %1.7, %2.7, %2.5 olarak gerçekleştiği ifade edilmektedir. 2002 ve 2011 yılları arasında %2-2.9 aralığında değişen oranlarda seyreden enflasyon, 2013 yılında %1’lerin altına inmiştir.

### **Grafik 3.3: Kanada’da Yıllık Enflasyon Oranları**



**Kaynak:** IMF, World Economic Outlook Database 2013

Kanada'da düşük, istikrarlı bir enflasyon hedefi ile sürdürülebilir üretim ve istihdamı maksimize edecek ayrıca esnek kur altında para biriminin dış değerini koruyan bir enflasyon hedeflemesi stratejisi oluşturulmuştur. Enflasyon oranındaki düşüş hedeflerle tutarlı ve kısa sürede elde edilmiştir. Düşük istikrarlı ve öngörülebilir enflasyon hedefleyen bir para politikası ve borç / GSYİH oranında önemli bir düşme amaçlayan bir maliye politikası başarılı bir şekilde uygulanmıştır. Sonuç olarak, 1991 yılından itibaren Kanada'da uygulamaya konulan enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulama sonuçları bu tercihin yanlış bir tercih olmadığını ortaya koymaktadır (Dodge, 2002).

### 3.1.1.3. İngiltere

Bretton Woods sisteminin çökmesinden sonra 1970'lerin büyük bir dönemi boyunca İngiltere, yüksek düzeyde enflasyona ve bütçe açıklarına sahiptir (Allen, 2000). 1976 yılında enflasyonun %30'a yakın bir düzeye yükselmesi ile enflasyonun azalması için gereken ekonomik göstergelerinde düzelmesi gerektiği görüşü ön plana çıkmış ve İngiltere IMF'nin desteğini alarak Haziran 1976 yılında parasal hedefleme stratejisine geçmiş ve hedef olarak *M3* artış oranı kullanılmaya başlanmıştır. Parasal ve mali konular arasındaki koordinasyonun sağlanması ve enflasyon ile parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin güvenilir olması parasal hedefleme stratejisine geçişin asıl nedenidir (Bernanke vd, 1999: 148).

İngiltere'nin enflasyon oranının yüksek seviyelere ulaştığı 1990 yılının Ekim ayında Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM)'na dahil olmasıyla birlikte para arzında bir daralma ve yüksek seviyelerde seyreden enflasyon oranında bir düşme eğilimi olmuştur. 1992 yılında ERM'nin özünü teşkil eden Almanya'nın uyguladığı sıkı para politikasına ve sterlin-mark paritesinin sabit olmasına ait politikaya ters düşünce İngiltere'nin üyeliği 16 Eylül 1992 tarihinde askıya alınmıştır (Malatyalı, 1998: 30).

1992 Eylül ayındaki spekülasyon sermaye hareketleri nedeniyle sterlin %10'un üzerinde devalüe edilmiş, İngiltere küresel çapta kredibilite sorunu yaşamıştır. Hükümet tercihini ERM'den ayrılmaktan yana kullanırken kredibilite kaybı büyük olmuştur. Para politikası uygulayıcılarının sterlini desteklemek için faiz hadlerini arttırma yönündeki isteksizlikleri, ERM'ye bağlılıklarının çok güçlü olmadığına göstergesi olarak kabul edilmiştir. (Mishkin and Posen, 1997: 58). İngiltere ERM'dan çıkışa bir tepki olarak para politikasında açık, sayısal bir enflasyon hedefinin belirli bir dönem dahilinde gerçekleştirilmesine yönelik ilanına, şeffaflığa ve hesap verebilirliğe dayanan enflasyon hedeflemesi yaklaşımını benimsemiştir (King, 2002: 470). İngiltere'de enflasyon hedeflemesi yaklaşımında para politikasının ana hedef değişkeni olarak ipotek faiz ödemelerinin dışarıda tutulduğu, Perakende Fiyat Endeksi (RPIX) seçilmiştir (King, 1997).

Faiz ayarlamaları sonucu fiyat endeksindeki olası hareketler düzeltilerek temel enflasyonun trendi izlenebilmektedir. İngiltere'de enflasyon hedefleri ilan edildikleri tarihten itibaren geçerli kılınmıştır (Kahn ve Parrish, 1998: 30). RPIX 1993 Kasım ayında %2.5 hedefine ulaşmış ve bu düzeyi 1995 yılının başına kadar sürdürebilmiştir. Merkez bankasının enflasyonist baskılarının oluşmaya başladığını söyleyerek, merkez bankasının faiz oranlarına ilişkin önlemlerini maliyenin kabul etmemesi ve faiz oranlarında belirli bir artışı savunmasına karşın, maliyenin bunda direnmesi sonucunda ekonomideki büyüme garanti altına alınmış, işsizlik oranları düşürülmüş fakat RPIX enflasyon oranı artışa geçmiştir. Kamuoyuna somut olarak ilan edilen hazine ve merkez bankası arasındaki görüş farklılığı 1996 yılında da devam ederken gelişmeler neticesinde merkez bankası öngörülerinde haklı çıkarak, bankanın pozisyonu güçlenmiştir. 1997 yılında merkez bankasının bağımsızlığını kazanmasıyla birlikte enflasyon beklentilerinde düşüşler yaşanmıştır (Bernanke vd, 1993: 168-169). Tablo

3.4 İngiltere Merkez Bankası'nın (BE) uygulamış olduğu enflasyon hedeflemesi stratejisinin genel çerçevesi operasyonel hedefi, enflasyon projeksiyonları, ara göstergeleri, politika araçları hakkında bilgi vermektedir.

**Tablo 3.4: İngiltere'nin Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Genel Çerçevesi**

İngiltere	Enflasyon Projeksiyonları	Ara Göstergeler	Operasyonel Hedef	Politika Araçları
	* 2 yıla kadar	* Üretim Boşluğu * Enflasyon Beklentileri * MO , M4	* Tek Gösterge Yok	* Repo Oranı

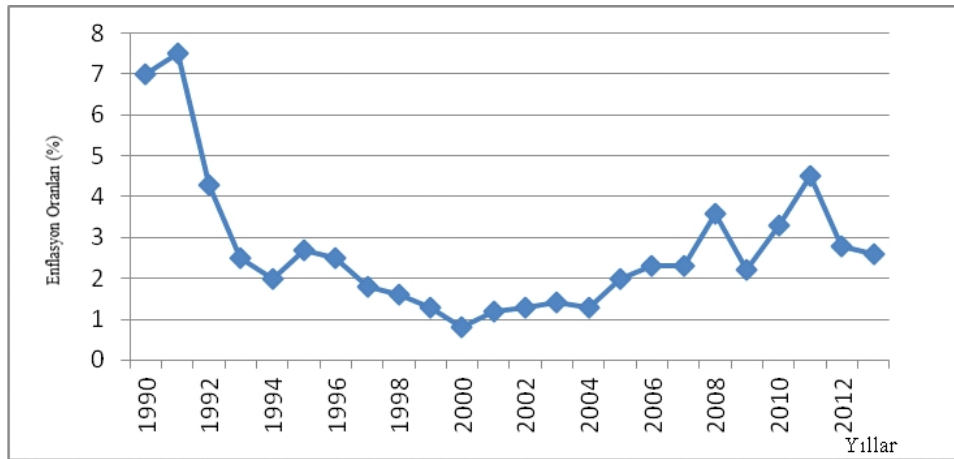
**Kaynak:** Kennedy, 2000: 111

İngiltere'de 1997 yılına kadar hükümetin yönlendirdiği ve enflasyon hedeflerini koyduğu süreçte şeffaflığın sağlandığı söylenemez. Şeffaflığın eksik olması, yapılan taahhütlerdeki gerçekliği ve kısa dönem politik önceliklerin para politikasını nasıl etkileyeceği konusunda bazı belirsizlikler yaratmıştır. BE, diğer ülkelerin merkez bankalarına kıyasla güçsüz pozisyona sahip olmasına rağmen, kamuoyuyla kurduğu iletişim becerisinden dolayı fiyat istikrarının sağlanmasında etkin bir rol oynamıştır (Bernanke vd, 1999: 170).

BE başkanının, hedeflerin tutturulamamasından sorumlu tutularak buna ilişkin bir yaptırımın uygulanması söz konusu değildir. İngiltere'de enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı süreçte BE'nin operasyonel bağımsızlığı yönünde de önemli adımlar atılmıştır. Maliye bakanlığının çok önemli durumlarda, merkez bankasının faiz ve döviz kuruna ilişkin uygulamalarına müdahale edilebilmesi temin edilmiştir. Hükümetin, ulusal çıkarların gerektirmesi halinde, bunlara ilişkin düzeltmeler yapabileceği ifade edilmiş, bu duruma ilişkin koşullar veya söz konusu müdahaleye ilişkin prosedürün detaylı biçim de belirlenmesinden kaçınılmıştır.

İngiltere'de BE para politikası üzerinde yasal bir otoriteye sahip olmadığı gibi, bu dönemde bankanın görevi, para politikası hakkında önerilerde bulunabilmek ve maliye bakanlığının vermiş olduğu direktifleri uygulamaktır (Mishkin, 2004: 19). Hükümet ile BE arasında performans sözleşmesi olmadığı için, merkez bankası uygulama sonucuna göre bir yaptırım altında değildir. BE olası bir sapmanın ortaya çıkması halinde kamuoyunu ve hükümeti sonuca neden olan sebeplerle ilgili olarak bilgilendirmekle yükümlüdür (Oktar, 1998: 89).

**Grafik 3.4: İngiltere’de Yıllık Enflasyon Oranları**



**Kaynak:** IMF, World Economic Outlook Database 2013

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlandığı dönemden ilk 6 yıl içinde sterlinin döviz kuru hareketleri yüksek oranlı olmasına rağmen, enflasyon genel olarak istikrarlı bir seyir izlemiştir. Grafik 3.4'ten görüldüğü gibi, enflasyon oranının % 2.5 hedefine yaklaşması, enflasyon hedeflemesi stratejisi deneyiminin iyi olduğunu göstermektedir. İngiltere’de enflasyon düşük düzeyde ve istikrarlı bir biçimde sürmüştür.

İngiltere’de enflasyon beklentilerinin tespitinde ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulaması öncesinde yeni sorunlar ile karşı karşıya kalınmasına rağmen makroekonomik istikrarın sürekliliğinde başarılı bir enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmıştır ( Hammond , 2012).

#### **3.1.1.4. İsveç**

İsveç Merkez Bankası (Riksbank), 1985 yılının bahar döneminde döviz kuru bandındaki daralmayı %2.5’den %1.5’a çekmiş, İsveç’in AB’ye giriş için 1990 yılında başvuruda bulunması İsveç kronuna olan güveni arttırmış ve faiz oranlarında bir azalma yaşanmıştır. Almanya’nın sıkı para politikası sonucu, faiz oranlarını arttırması, 1991 yılında AB’yi ve dolayısıyla İsveç’i sıkıntıya sokmuş ve ülke resesyona girmiştir. 1991-1993 yılları arasında ekonomi yaklaşık % 5 oranında daralmıştır. Bu resesyona, 1930’lu yılların başlarından itibaren İsveç’te görülen en büyük ve etkisi en uzun süren resesyona olmuştur (Demirhan, 2002: 29).

İsveç, 1914-1922 ve 1931-1933 dönemleri dışında 1873 yılından itibaren sabit

döviz kuru kullanmıştır. Riskbank, 8 Ekim 1982 tarihinde İsveç kronunu %16 devalüasyon yapmak zorunda kalmış ve 1985 yılına kadar İsveç kronunu etkileyen birçok spekülasyon etkinin önüne geçemeyince 1992 yılı Kasım ayında dalgalı kur rejimine geçme kararı almıştır. Riksbank, dalgalı kur rejimine geçmeden önce uzun yıllar sabit kur rejimi altında, para politikasında nihai hedef olan fiyat istikrarını, döviz kurunu nominal çapa olarak kullanarak sağlamaya çalışmıştır. Para politikasında oluşan belirsizliği önlemek amacıyla dalgalı kur rejimi sonrası alternatif politika arayışlarına girilmiştir. Riksbank, 15 Ocak 1993 tarihinde enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulama kararı almıştır (Svensson, 1995). 1995 yılından itibaren, tüketici fiyat endeksindeki yıllık artış bu hedefe göre +/- %1’lik bir manevra alanı bırakılarak, %2 olarak belirlenmiştir. Bu strateji, hükümet parlamento ve halk tarafından büyük destek bulmuştur (Sveriges Riksbank, 2008). Enflasyon hedeflemesi stratejisinin resmen ilan edilerek uygulanmaya başlanmasıyla birlikte Riksbank TÜFE enflasyon hedefini 1995 yılı ve sonrası her yıl için %1-3 bandında belirlemiştir.

1993-1995 yılları arasındaki dönemde Riksbank, enflasyon beklentisini kırmak için enflasyon tahminleri dışında düzenli olarak enflasyon raporları ve enflasyon beklentileri yayınlamaya başlamıştır. Tahvil yatırımcılarının enflasyon beklentilerinde enflasyon %4’den %3’e gerilemiştir. Riksbank 1996-1997 yılları arasında uygulanan politikaların kamuoyu tarafından daha iyi takip edilmesi için, enflasyon tahminlerini “Enflasyon Raporu” adıyla yayınlamaya başlamıştır. Tahvil yatırımcılarının yıllık enflasyon beklentilerinin, 1997 yılı sonunda %3’den %2.5’a düşmesi, uygulanan politikanın kredibilitelerini arttırmıştır. 1998 yılından sonra da uzun dönem enflasyon beklentisinin %2’nin altına düşmesini sağlamıştır (Berg, 2000: 23).

İsveç’in enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulama sebepleri (Temel, 2007: 90): Uzun yıllar uygulanan sabit döviz kuru politikasının başarısız olması ve Riksbank’ın fiyat istikrarını sağlaması için yeni bir politika arayışı içine girmesi ve Uzun yıllar elde edilen ve bir program çerçevesinde yürütülen para politikasının iç ve dış şoklara karşı cevap vermede önemli olduğunun bilinmesi ve bu nedenle yeni dönemde bir programa ihtiyaç duyulmasıdır.

**Tablo 3.5: İsveç’in Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Genel Çerçevesi**

İsveç	Enflasyon Projeksiyonları	Ara Göstergeler	Operasyonel Hedef	Politika Araçları
-------	---------------------------	-----------------	-------------------	-------------------

	* 1-2 yıla kadar	* Enflasyon Beklentileri * Üretim Eğrisi * Üretim Boşluğu	* Tek Gösterge Yok	* Repo Oranı
--	------------------	---	--------------------	--------------

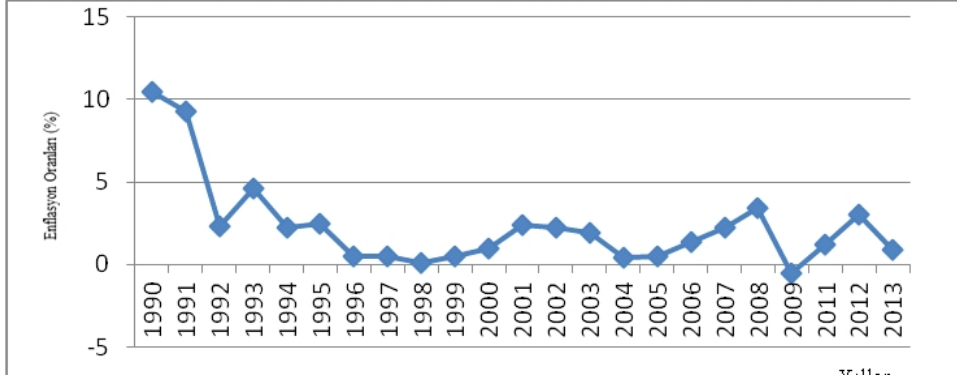
**Kaynak:** Kennedy, 2000: 111

İsveç uygulamış olduğu enflasyon hedeflemesi stratejisinde enflasyonun düşürülmesinde belirlenen hedeflere ulaşmada başarı sağlamıştır. TÜFE enflasyon hedefi 1996 yılında beklenenin altında gerçekleşerek 1994 yılında %2.4, 1995 yılında % 2.5, 1996 yılında %0.49 ve 1997 yılında %0.46 olarak gerçekleşmiştir. Dolaylı vergilerin artırılması ve sübvansiyonların azaltılması nedeniyle 1994 yılında enflasyon oranı yüksek çıkmıştır. Riksbank'ın bağımsızlığına ilişkin olarak 1993 yılından önce başlatmış olduğu kurumsal reform önerisinin 1 Ocak 1999 yılında yapılan yasa değişikliği ile sağlanması, İsveç'in enflasyon hedeflemesi stratejisinde başarısını etkileyen birinci faktördür. Yasa değişikliği ile, Riksbank uygulamış olduğu para politikasından sorumlu hale gelmiştir (Berg, 2000: 32). Tablo 3.5'te gözlendiği gibi İsveç politika aracı olarak repo oranını; ara gösterge olarak enflasyon beklentileri, üretim eğrisi ve üretim boşluğunu kullanmaktadır.

1992 yılından itibaren İsveç'te uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi enflasyonun düşmesini sağlarken, büyüme oranlarının %2.5-3 oranında artmasına neden olmuştur. Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlandığında Riksbank'ın izlemiş olduğu şeffaf politikanın kredibilitésini arttırarak enflasyon beklentilerinin düştüğünü gözlemlemekteyiz. 1998 Haziran dönemi için ÜFE enflasyon tahmini % 16'dan 1999 Mart-2000 Mart dönemi için %1.4'e gerilemiştir. Aynı dönem için temel enflasyon tahmini değişmemiş ve %1.8 olarak belirlenmiştir.

### **Grafik 3.5: İsveç'te Yıllık Enflasyon Oranları**





**Kaynak:** IMF, World Economic Outlook Database 2013

İsveç'te 1990 yılında %10.5 civarında olan enflasyon oranı Grafik 3.5'te görüldüğü gibi 1994 yılından sonra %2.5-3 arasında seyretmiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlaması ile birlikte %0.9 oranına kadar düşmüştür.

### 3.1.2. Gelişmekte Olan Ülke Örnekleri, Gerekçe Ve Performans

Gelişmekte olan ülkelerin içsel ve dışsal şoklara maruz kalmaları, 1980'li yılların ikinci çeyreğinde enflasyon oranlarını azaltmaya yönelmelerine sebep olmuştur (Mohanty ve Klau, 2001: 2). İlk kez 1990 yılında resmi olarak ilan edilip, uygulanmaya başlamasından sonra enflasyon hedeflemesi stratejisini gelişmiş ülkeler ile birlikte gelişmekte olan ülkelerde uygulamış ve olumlu performans sergilemişlerdir.

Gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelere kıyasla teknik ve kurumsal alt yapıyı kurmakta; mali kurumların zayıf olması, bu kurumların hükümeti denetleme ve ihtiyatlı düzenlemelerini içermesi, parasal otoriteye düşük güvenilirlik, para ikamesi, yüksek dolarizasyon ve sermaye girişlerinin azalması sebebiyle güçlük çekmektedirler (Mishkin, 2004: 3).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin gelişmekte olan ülkelerdeki uygulanabilirliği ve performansını tartışmak, gelişmiş ülkelere göre daha fazla zorluk arz etmektedir. Çünkü gelişmekte olan ülkelerdeki ekonomik, sosyal ve siyasi altyapı gelişmiş ülkelere göre daha farklıdır. Olumsuz yöndeki bu farklılıklar da en başta ekonomik uygulamaların başarısını etkilemektedir. Bu olumsuzlukları birkaç noktada toplamak

mümkündür (Scarлата, 2002: 169; Alparslan ve Erdönmez, 2000: 27-29):

- Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik ve finansal yapılarının birbirlerinden farklı olması sebebiyle, bu ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisi, enflasyon ılımlı seviyelere indirilip kapsamlı reformlar gerçekleştirildikten sonra uygulanmıştır.
- Gelişmekte olan ülkelerde büyüme ve istihdam yaratma, uluslararası ticarete rekabet edebilme gücü ve mali piyasalarda istikrarın sağlanması gibi hedef ve koşulların gerçekleştirilmesi gerektiği için devletin ve merkez bankasının para politikasının tek amacının fiyat istikrarı olduğu yönünde karar birliğine ulaşmalarını güçlendirmektedir. Başka herhangi bir hedefin gözetilmesi söz konusu değildir. Oysa gelişmekte olan ülkeler tek bir hedefe odaklanmaktan ziyade, bir çok hedefi aynı anda gerçekleştirme gayretindedirler. (Büyüme oranının yükseltilmesi, döviz kuru istikrarının sağlanması, istihdam seviyesinin artırılması vb. gibi) Bu durum, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasıyla hükümetin hedefleri arasında bir çelişki yaratmaktadır.
- Uygulama da karşılaşılan bir diğer sorun, gelişmekte olan ülkelerdeki hükümetlerin yüksek düzeyde seyreden iç borç stoklarıdır. Aynı anda birçok farklı hedefi birden gerçekleştirmeye çalışan hükümetler bu hedefleri gerçekleştirmek için oldukça ciddi boyutta finansmana gerek duymaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelerdeki hükümetlerin bu finansman gerekliliklerini karşılayabilmek için oldukça sık bir şekilde başvurduğu yollardan biri de, büyük boyutlarda iç borçlanmaya gidilmesidir. Bu, ekonomideki mali baskınlığın da artmasına neden olmaktadır.
- Hükümetin finans açığını kapatmak için yaygın bir şekilde kullandığı ve mali baskınlığa neden olan bir diğer yöntem de, senyoraj gelirleridir. Gelişmekte olan ülkelerde vergi toplamada karşılaşılan zorluklar ve bu konudaki yasal boşluklar, vergi gelirlerinin ciddi bir biçimde azalmasına neden olmaktadır. Bununla beraber, siyasi yapının istikrarsızlığı ve gelir dağılımının bozukluğu bu ülkelerde senyoraj gelirlerine başvurulmasının en önemli nedenleridir. Gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankası kaynaklarını kullanmadaki sınırlayıcı etmenlerin azlığı, hükümetleri bu kaynağı kullanma yönünde daha fazla teşvik etmekte ve

uygulamaya dönüşmesine katkıda bulunmaktadır.

- Mali üstünlük ve zayıf mali altyapı geliştirmekte olan ülkelerde bağımsız bir para politikasının uygulanmasında güçlüklerle karşılaşılmasına sebep olmaktadır. Bu zorlukların üstesinden gelmek için merkez bankasının araç bağımsızlığının sağlanması, vergi gelirlerini artıran ve senyorejeli gelirlerine bağımlılığı azaltan geniş tabanlı bir kamu kesimi reformu yapılarak bankacılık ve mali sistemin yeniden yapılandırılması gerekmektedir.
- Genellikle finansal sistemin geçmişinden kaynaklanan, geliştirmekte olan ülkelerdeki bankacılık sisteminin kırılabilirliği de önemli bir sorun teşkil etmektedir. Bankacılık sisteminin sağlıklı bir yapıya sahip olmasının en önemli nedeni de, gene bu ülkelerdeki mali baskınlığın yoğunluğu ve siyasi istikrarsızlıktır.
- Geliştirmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi ve para politikasının etkilerinin değerlendirilmesi ile ilgili kabul görmüş analitik bir çerçevenin olmaması, para politikasının uygulanmasını güçleştirmektedir.
- Geliştirmekte olan ülkeler enflasyon ve fiyat endeksini etkileyen çeşitli arz şoklarıyla karşılaşabildikleri için, enflasyon hedeflemesinin uygulanmasında enflasyon hedefi seviyesi ve enflasyon göstergesi olacak endeksin seçimine ilişkin sorunlar gündeme gelmektedir.
- Optimum enflasyon oranı ile ilgili bir görüş birliği bulunmamasına rağmen, geliştirmekte olan ülkelerde enflasyon hedefinin gelişmiş ülkeler için kabul edilecek orandan daha yüksek bir aralık için belirlenmesi gerektiği düşünülebilir.
- Geliştirmekte olan bazı ülkelerin ortalama %30 ve üzerinde yüksek enflasyon oranına sahip olması, hedeflemenin ön koşullarını yerine getirilmeden hedeflemeye başlanmasını zorlaştırmaktadır
- Geliştirmekte olan ülkelerde yabancı para cinsinden aktif ve pasiflerin oranının büyük olmasına bağlı olarak merkez bankası döviz kurlarındaki dalgalanmalara

karşı çok dayanıklı değildir. Ve özellikle ulusal parası dolar endekslenmiş ülkelerde, döviz kuru şoklarına karşı ihtiyatlı düzenlemelerin bulunmaması enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasını güçleştirmektedir. Enflasyon hedeflemesinin en önemli koşulu, enflasyon hedefi dışında başka bir hedefin belirlenmemesine rağmen gelişmekte olan ülkelerde yukarıda bahsedilen sebeplerden dolayı döviz kuru dışında nominal ücret ve kamu fiyatları da para politikası çapası olarak görülmektedir

- Para aktarma mekanizmasının çoğu ülkede ya hiç mevcut olmaması ya da istikrarsız bir şekilde işlemesi nedeniyle doğru veriler elde edilememekte dolayısıyla para politikasının etkilerinin belirlenmesi ve enflasyonun tahmin edilmesi güç olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere mali liberalizasyon ve sermaye hareketlerinden kaynaklanan sorunlarla karşılaşmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan gelişmekte olan ülkeleri başarılı olarak nitelerken, 1990'lı yılların sonundan itibaren, Dünya genelinde emtia fiyatlarının göreceli olarak istikrarlı bir seyir izlediği, ekonomik büyümenin yükseldiği, gelişmekte olan ülkelere sermaye akımlarının arttığı, elverişli küresel ekonomik koşulları da göz ardı etmemek gerekir. Buna karşın, 2007 yılı ortalarında ABD'deki finans piyasalarından başlayarak yayılan, ABD ve Avrupa'da bazı finans kuruluşlarının batmasına neden olan finansal türbülans ve emtia fiyatlarındaki artış ile dünya genelinde enflasyon artışı söz konusu olmuştur. Bu durumda, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan gelişmekte olan ülkelerin ne derece başarı kaydedebilecekleri konusu önemli bir husustur. Tablo 3.6, 13 ülkenin 5 yıllık süreler itibariyle enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası dönemler ortalama enflasyon oranlarını göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelere enflasyon hedeflemesi öncesinde ortalama enflasyon oranı %18.77 iken, enflasyon hedeflemesi sonrasında % 6.89'a düşmüştür. Ülkelerin verilerine bakıldığı zaman enflasyon hedeflemesi stratejisine

geçildikten sonra, 5 yıl öncesi ortalama enflasyon oranlarının yükselmediği görülmektedir. Ortalama enflasyon oranları dünya genelinde azalma eğilimi göstermesine rağmen, ortalama enflasyon oranlarının enflasyon hedeflemesi uygulamadan önce ve uygulandıktan sonraki açık fark ve bu durumu tek bir ülkenin dahi bozmaması, bu politikanın gelişmekte olan ülkelerde enflasyonu düşürmede başarılı olduğunu göstermektedir (Akyazı ve Ekinici, 2009:11-12).

**Tablo 3.6: Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini Uygulayan Ülkelerin Ortalama Enflasyon Oranları**

Ülke	EH Öncesi 5 yıl	EH Sonrası 5 yıl
	Ortalama Enflasyon	
Brezilya	11.53	8.39
Çek Cum.	9.15	4.66
Filipinler	6.25	5.38
G. Afrika	6.68	5.13
İsrail	18.52	11.36
Kolombiya	20.45	8.33
Kore	4.98	3.49
Macaristan	15.20	5.89
Meksika	22.74	8.43
Peru	63.52	12.57
Polonya	26.76	7.31
Şili	19.43	14.00
Tayland	5.14	1.68
<b>Ortalama</b>	<b>18.77</b>	<b>6.89</b>

Kaynak: Akyazı ve Ekinici, 2009: 11-12

### 3.1.2.1. İsrail

Kuruluş yılından bugüne sorunlu bir coğrafya olan Ortadoğu'da sürekli çatışma

Dolayısıyla, İsrail ekonomi politikaları siyasi gerginliklerden etkilenen ve bunun olumsuzluklarını yaşayan bir ülkedir. İsrail ekonomisini bütçe ve cari işlemler dengesi açıkları iç ve dış borçların artması sürdürülemez bir noktaya getirmiştir. Bu nedenle İsrail’de zaman zaman enflasyon çift haneli rakamlara ulaşmış ve hiperenflasyon tehlikesi baş göstermiştir. 1985 yılında enflasyonu düşürmeye yönelik kapsamlı istikrar programı uygulama kararını hükümet ilk aşamada programda dış yardımların artmasını sağlarken, ücretler ve bazı seçilmiş fiyatlar dondurulmuş ve kur sabitlenerek nominal çapa olarak kullanılmaya başlanmıştır. Uygulamaya alınan program ile enflasyon kısa süre içinde %15-20 seviyelerine inmiştir.

İsrail’in iki haneli enflasyon oranını hedeflemesi, döviz kuru ve enflasyon oranı olarak iki resmi hedefin belirlenmesi, siyasi ve ekonomik şoklara açık olması gibi koşullara sahip olması bu ülkenin enflasyon hedeflemesi deneyimini önemli hale getirmektedir. Lübnan savaşının 1980-1985 yılları arasında getirdiği maliyetler, yüksek miktardaki sosyal güvenlik harcamalarından kaynaklanan aşırı mali baskılar ile hem kamunun hem de özel kesimin yabancılara olan borçları İsrail ekonomisinde hiperenflasyona neden olmuştur (Bernanke vd, 1999: 209).

Uzun yıllar yüksek enflasyon ile yaşayan ve enflasyon oranının %450’ye ulaşması ile hiperenflasyon tehlikesi ile karşı karşıya kalan İsrail ekonomisinin, 1985 yılı temmuz ayında enflasyonu düşürmeye yönelik kapsamlı bir istikrar programı uygulama kararının alınması ile programa destek veren hükümet, ilk aşamada programa dış yardımın artmasını sağlarken, ücretler ve seçilmiş olan bazı fiyatlar dondurulmuş ve kur sabitlenerek nominal çapa olarak kullanılmaya başlanmıştır (Bufman vd, 1995: 170).

Uygulanan istikrar programı ile kamu harcamalarının azaltılmasına karar verilmiştir. Döviz kuruna dayalı bu programın ilk yılında İsrail şekelinin değeri dolara, ikinci yıl içinde G-7 ülkelerinin paralarından oluşan bir sepete sabitlenmiştir. % 400’lerde oluşan enflasyon oranı, programın ikinci yılında %20’lere indirilmiştir. 1987-1991 yılları arasında %16 ile %20 arasında değişen değerler olan enflasyon oranı ile sabit kur rejiminde şekelin değer kazanmış, İsrail’in dış ticareti olumsuz yönde etkilenmiştir. 1987 ve 1989 yıllarında devalüasyon yapılarak kur %3’lük bant içinde dalgalanmaya bırakılmış 1990 yılında yapılan devalüasyonla kur bandı %5’lere çıkarılmıştır (Alparslan ve Erdönmez, 2000: 18). Enflasyon oranını dünyada gelişmiş

ülkelerin düzeyine çekebilmek amacıyla 1992 yılında İsrail'de enflasyon hedefleme stratejisi hareketli döviz kuru stratejisi ile uygulanmaya başlamıştır (Leiderman ve Bufman, 2000: 70-71).

İsrail iki nominal çapa kullanmak amacıyla 1991 yılı Aralık ayında, 1992 yılına ilişkin enflasyon hedefini %14-15, kur bandını %9 olarak ilan etmiştir. 1992 yılında uygulamanın ilk sonuçlarına göre, enflasyonun hedeflenmiş olan %14-15 oranının altında %9.4 olarak gerçekleşmesi, uygulanan politikaya olan güvenilirliği arttırmıştır. İsrail ekonomisinde, bu dönemde önemli gelişmeler olmuştur (Bufman vd,1995: 173-175):

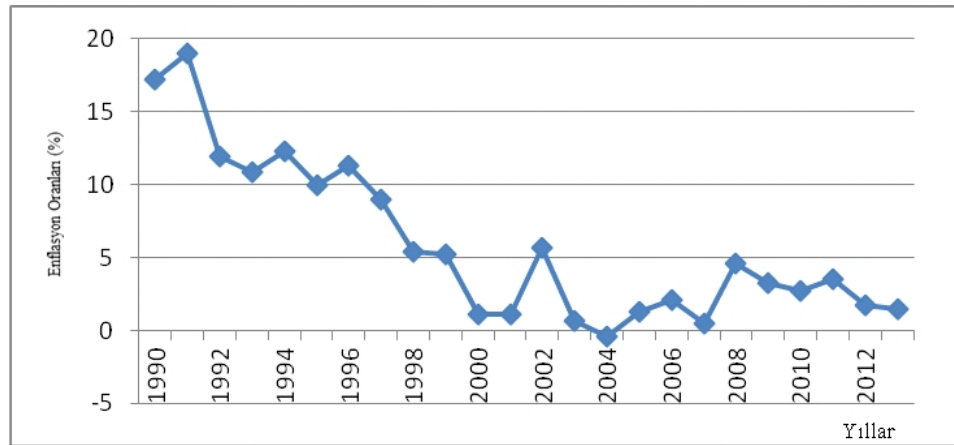
- 1992 yılında güz dönemi ile artan iş gücü üretimi arttırırken iş gücü maliyetinin düşmesi üretim maliyetlerinin düşmesine olumlu yansımış,
- Sıkı maliye politikası ile bütçe açığı %7'den %3.5'a inmiş,
- İthalat fiyatları gerilemiş ve İsrail ekonomisi dış rekabete açılmış ve
- 1991 sonrası kısa bir dönem sıkı para politikası, İsrail para birimi olan shekelin üzerindeki spekülasyon baskıyı hafifletmeye çalışmıştır.

1993 yılında enflasyon hedefinin aşılmasının sebebi, yılın ikinci yarısında İsrail'deki barış görüşmeleri nedeniyle yükselen konut fiyatları ve artan iyimser beklentilerin etkisiyle, likit varlıklara talebin artması sonucu para arzındaki genişlemedir. İsrail'de para politikasının aşırı genişlemesinin önüne geçebilmek için faiz oranlarının artmasının bir sonucu olarak, 1994 yılından itibaren kısa vadeli sermaye girişi artmıştır. Bu durum, İsrail Merkez Bankası'nın (BI) uluslararası rezervlerini arttırmış ve döviz kuru artışını düşürme yönünde bir baskıya neden olmuştur. BI, bu durumu giderebilmek için piyasalardan döviz alma yoluna gitmiştir. Para arzının artması, enflasyon hedeflerinin tutturulması amacıyla çelişince döviz kuruna ilişkin hedef bandının eğimi %6 olarak bırakılmış fakat alt limit %6'dan %4'e çekilmiş üst limit de %14'den %28'e genişletilmiştir. Mayıs 1998'de bu bandın üst limitinin %30'a kadar çıkması karara bağlanırken, bu gelişmelerin İsrail'in mali sektör liberalizasyonunun tamamlanması sürecinde merkez bankasına, sermaye akımlarına karşı esneklik kazandırması amaçlanmıştır (Malatyali, 1998: 43-44).

İsrail’de ücret anlaşmaları ve finansal anlaşmalar TÜFE’ye göre yapıldığı için, para otoriteleri enflasyon hedefinin belirlenmesinde TÜFE’yi kullanmayı tercih etmişlerdir. BI başkanının danışmanlığında Maliye Bakanı hedefin belirlenmesinde görevlendirilmiştir. BI, enflasyon ve para politikalarındaki gelişmeleri 1998 yılından itibaren aylık raporlar halinde yayınlamıştır (Usta, 2003: 32).

Grafik 3.6’da İsrail’in 1991 yılında %19 seviyesinde olan enflasyon oranını enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesiyle, 1992 yılında %11.9 düzeyine düşürdüğünü görmekteyiz. İthalat fiyatlarının düşmesi ve dış ticaretin serbestleşmesinin yurt içi fiyatları olumlu etkilemesi uygulamanın başarı sağlamasının nedenlerindedir. Reel ücretlerin arttırılmasıyla meydana gelen mali genişleme ve kamu harcamalarındaki artış sebebiyle, 1996 yıllarında hedeflenen enflasyon gerçekleştirilememiştir. Diğer yıllarda başarı sağlanmıştır.

**Grafik 3.6:** İsrail’de Yıllık Enflasyon oranları



**Kaynak:** IMF, World Economic Outlook Database 2013

Enflasyon hedeflemesi stratejisini çift haneli rakamlarda uygulamaya başlaması aynı anda resmi olarak enflasyon ve döviz kuru oranı için hedefler oluşturması sebebiyle, İsrail enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan ülkeler arasında farklı bir konumdadır. Bu nedenle, yüksek enflasyon geçmişine sahip bir ülke olan İsrail’de enflasyon hedeflemesi stratejisi uygularken ilk aşamada döviz piyasasına müdahale edilmiştir.

### 3.1.2.2. Brezilya

Brezilya’nın 1980’lerin başında girdiği enflasyon süreci 1980’lerin sonunda ve



1990'ların başında hiperenflasyona dönüşmüştür. Hiperenflasyon sürecini sonlandırmak isteyen Brezilya, 1994 yılında döviz kuruna dayalı; devlet teşekküllerinin özelleştirilmesi, gümrük vergilerinin azaltılması ve tarife dışı engellerin kaldırılması suretiyle ticari serbestleşmenin geliştirilmesi gibi bir dizi ekonomik uygulamaya konulan reformu da kapsayan bir program ortaya koymuştur (Demirhan, 2002: 111).

Brezilya Temmuz 1994 yılında enflasyonu düşürmek amacıyla uygulamaya koyduğu sabit döviz kuru çapasına dayalı istikrar programı ile üç yıldan kısa bir süre içerisinde enflasyonu üç haneli rakamlardan tek haneli rakamlara indirmiştir. Bu program çerçevesinde yapısal reformlar yapılmış, kamu kurumları özelleştirilmiş, ithalat vergileri düşürülmüş ve yükümlülüklerini yerine getirmeyen finansal kuruluşlar tasfiye edilmiştir. Döviz kuruna dayalı olarak başlanan programın en önemli başarısı 1 Haziran 1994 yılında %910 olan enflasyon oranını 1998 yılı sonunda %2'lerin altına düşürmesidir (Nicias, 2000: 132).

Brezilya'da 1994 yılı ortalarında başlayan stabilizasyon sürecinde yıllık enflasyonun, başarılı bir şekilde tek haneli rakamlara indirilmesi süreci, ekonomik reformları içeren geniş çaplı bir programı kapsıyordu. Bu bağlamda kamu sektörünün boyutu küçültülerek telekomünikasyon, kimya, bankacılık ve madencilik gibi sektörlerde özelleştirmeler yapılmıştır (Bogdanski vd, 2000). Uygulanan program KİT'lerin özelleştirilmesi gibi geniş ekonomik reformları içermesi nedeniyle olumlu sonuçlar vermiştir.

Brezilya'nın enflasyon hedeflemesi stratejisine uyumu, 1999 yılının başında Brezilya Merkez Bankası'nın (CBB), spekülatif atakların döviz rezervleri üzerine baskısı sonucu ulusal parasının değerini %50 oranında düşürmesi ve ardından ulusal parayı dalgalanmaya bırakarak döviz kuruna dayalı para politikası çapasının sonlandırılmasıyla başlamıştır (Giavezzi vd, 2005: 8).

1994-1998 döneminde Brezilya hükümeti, yabancı sermayeyi çekmek için faiz oranlarını yüksek tutmuş, özelleştirmelere başvurmuş ve değerli kur politikasını sürdürmüştür. Ekonomi politikasının temel amacı, enflasyonu düşürmek olmuştur; fakat değerli kur politikası cari açığın ve net kamu borç stokunun artmasına yol açmıştır. 1990'ların Meksika'sında ve Arjantin'inde olduğu gibi Brezilya'nın makroekonomik istikrar stratejisi ağırlıklı olarak yabancı sermaye girişinin

devamlılığına bağımlı hale gelmiştir. 1997 Asya krizi ve 1998 Rusya krizi nedeniyle Brezilya'nın uluslararası finansal pozisyonu daha da kırılganlaşmıştır. 1998 yılı sonunda cari açığın gayrisafi yurtiçi hasılaya oranı %4.5 düzeyine ulaşmış ve merkez bankası rezervlerinin azalması kur rejiminin sürdürülmesini imkansız hale getirmiştir (Barbosa-Filho, 2008). 1994-1998 yılları arasında reel büyüme %3.4 atarken 1997 yılında işsizlik oranı yükselmeye başlamıştır. Ancak Asya Krizi ve ardından Rusya'nın moratoryum ilan etmesi Brezilya'daki güven ortamının sağlanmasını engellemiştir (Central Bank of Brazil, 2000: 87-88).

Brezilya'da hem uluslararası krizlerin etkisi hem de ekonomik istikrarın sağlanamaması nedeniyle, 1 Temmuz 1999 yılında enflasyon hedeflemesi stratejisine geçme kararı alınmıştır. Enflasyon hedeflemesinin uygulanmasına ilişkin olarak politikanın merkez bankası tarafından yürütülmesi, hedeflerin iki yıllık dönemler halinde ilan edilmesi ve merkez bankasının uygulamış olduğu politikaların sonuçlarının üç aylık rapor halinde yayınlanması kararlaştırılmıştır (Alparlan ve Erdönmez, 2000:31).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanma sebebi, enflasyon üzerindeki kontrolü yeniden kuracağı beklentisi yanında bu stratejinin para birimindeki devalüasyondan kaynaklanan belirsizliği elimine edeceği düşüncesidir. Faizi ve döviz kurunu etkileyen beklentilerin kontrol altında tutulması, CBB'nın fiyat istikrarını gerçekleştirecek parasal otorite olarak güvenilirliğini inşa etmesi ile gerçekleşmiştir (de Mendonca ve Ferreira, 2009: 69).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanma sürecinde, merkez bankasının bağımsızlığı sağlanmıştır. Para Politikası Kurulu oluşturulmuş ve para politikasına enflasyon hedefine ulaşabilmek için politika araçlarını seçme özgürlüğü verilmiştir (Blejer vd, 2000: 314).

Brezilya enflasyon hedeflemesi stratejisini IMF'nin yönlendirmesi ve desteği altında uygulayan ilk ülke olmuştur (Blejer vd, 2000: 322). 1 Temmuz 1995 tarihinde enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyen Brezilya'da 21 Temmuz 1999'da kararnamenin yürürlüğü girmesiyle de resmen geçiş sağlanmıştır. Yürürlüğe giren kararnamenin maddeleri ve Brezilya'daki enflasyon hedeflemesi stratejisinin özellikleri şöyle sıralanabilir (Alves ve Areosa, 2005: 5): Enflasyon hedeflemesi stratejisi açık bir şekilde uygulanmaya başlanacak ve öyle devam edecektir. Tüketici fiyat endeksindeki

değişimlere dayanacaktır ve fiyat endeksi maliye bakanının vereceği teklifle Ulusal Para Konseyi tarafından seçilecektir. CBB'ye hedefleri gerçekleştirmek için gerekli olan sorumluluklar verilmiştir. Hedeflenen enflasyon oranının gerçekleşmesi durumunda, CBB Başkanı başarısızlığın nedenlerini, hedeflenen düzeye ulaşmak için neler yapılacağı ve ne kadar zamana ihtiyaç duyulduğu gibi konuları maliye bakanına yazdığı açık mektup aracılığıyla açıklayacaktır. CBB, ilgili gelişmeleri içeren 3 aylık raporlar yayımlayacaktır.

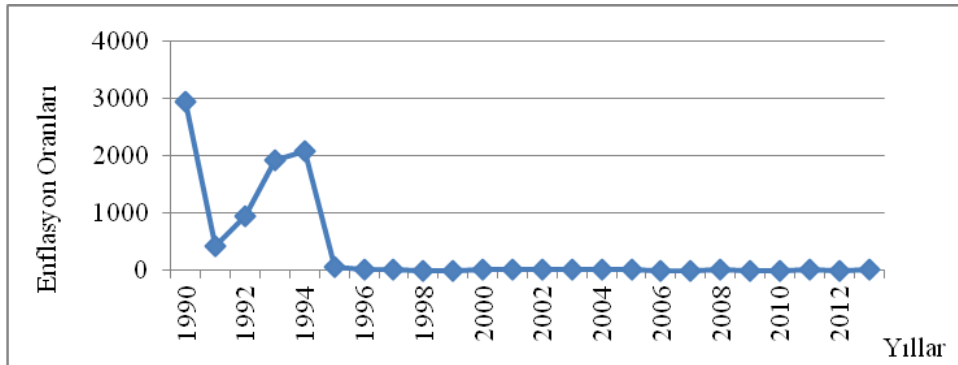
1999 yılında yaşanan tüm olumsuzluklara rağmen, Brezilya enflasyon hedeflemesi stratejisinde başarı sağlamış ve buna paralel olarak diğer makroekonomik göstergelerde de düzelme görülmüştür. %8 olan enflasyon hedefi %8.94 olarak gerçekleşmiş, faiz oranları %19 seviyesine gerilemiş ve bunların sonucu olarak ekonomi %0.75 oranında büyümüştür. 2001 ve 2002 Arjantin krizleriyle birlikte yaşanan spekülasyon atakları ve Brezilya'daki başkanlık seçimi nedeniyle döviz kurları hızla yükselirken enflasyon oranlarını da beraberinde arttırmış ve enflasyon oranı enflasyon hedeflemesi dönemindeki en yüksek seviyesine 2002 yılında ulaşmıştır. 2003 yılında döviz kurları düşmeye başladığında enflasyon artışında azalma başlamıştır. Enflasyon hedefleri, 1999 yılından itibaren giderek azalan bir trend izlemiştir. Ancak ortaya çıkan ekonomik gelişmeler nedeniyle 2003 yılı için enflasyon hedefi Haziran 2002'de %4'e ve Haziran 2003'te de %8.5'a yükselmiştir. Enflasyondaki yavaşlamaya ve hedefin yükseltilmesine rağmen, enflasyon oranı 2003 yılında da tolerans aralığının üzerinde gerçekleşmiştir (Carare ve Stone, 2003: 18).

Brezilya'da uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısını etkileyen olumlu faktörler şunlardır: İlk dönemde güvenilirlik açısından TÜFE'nin seçilmesi çok uygun olmuştur. Ayrıca kamuoyunun merkez bankasının kararlarını anlamaları, izlemeleri ve tahmin edilen ve gerçekleşen enflasyon arasındaki farklılıkları bilmeleri için gerekli adımlar atılmış ve şeffaflık sağlanmıştır. CBB başkanına gerçekleşmeyen hedefler için maliye bakanlığına rapor verme zorunluluğu getirilmiştir. Brezilya finansal piyasalarının yeterince derin olması kamu borçlanmasını kolaylaştırmıştır ve merkez bankasının kamu kesimini fonlamak gibi bir zorunluluğu olmamıştır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi Brezilya'da merkez bankası ile piyasalar arasındaki iletişimi güçlendirmiş, para politikasının şeffaflığını artırmış ve krizler

sırasında enflasyonun kontrolden çıkmasını önlemiştir. Ayrıca, dışsal olumsuz şoklar ve piyasalarda güven bunalımının gözlemlendiği dönemlerde, enflasyon hedeflemesi stratejisinin ciddi sorunlarla karşılaşabileceğini göstermiştir (Yükseler, 2005b: 15).

**Grafik 3.7: Brezilya'da Yıllık Enflasyon Oranları**



**Kaynak:** IMF, World Economic Outlook Database 2013

Grafik 3.7, Brezilya'nın 1980'lerin sonunda %3000 oranında karşı karşıya kaldığı hiperenflasyon sürecinin, 1992-2013 yılları arası %900'lerden %2'lerin altına düşürmeyi başardığını göstermektedir. Brezilya'da enflasyon hedeflemesi stratejisi makroekonomik istikrarın oluşumunda önemli bir rol oynamıştır. 1999 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanırken güvenilirliğin inşasında ve kurun oynaklığı konusunda zorluklar ile karşı karşıya kalınmıştır. Enflasyonist şoklara rağmen, enflasyon oranı düşük bir seviyede muhafaza edilmiştir. Uygulanan para politikası ile şeffaflığın öneminin artması fiyat istikrarına bağlılık bilincinin gelişmesine katkıda bulunmuştur. Brezilya deneyimi, enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde başarılı olmuştur (Minella vd, 2003).

Brezilya'daki enflasyon hedeflemesi stratejisinin şeffaf bir yapıya sahip olmasına, hesap verebilir politika anlayışının yerleşmesine, merkez bankasının operasyonel bağımsızlığa sahip olmasına verilen önem uygulanan politikanın başarılı olmasında oldukça etkilidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi özelliklerinin gerçekleştirilmeye çalışılması ve alt yapının zamanında oluşturulması ile ekonomi de önemli derecede iyileşmeler yaşanmış ve ekonominin genel yapısı istikrara kavuşmuştur.

### 3.1.2.3. Şili

Gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya

başlayan ilk ülke Şili' dir (Corbo ve Schmidt-Hebbel, 2002: 41). Liberal ve gelişmiş bir finansal üretime sahip olan Şili, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmeden önce enflasyon oranını makul bir düzeye indirmekle birlikte merkez bankasının bağımsızlığına yönelik yasal bir düzenlemeyi tamamlamıştır (Alparslan ve Erdönmez, 2000: 31).

1970'li yıllarda üç haneli rakamlara kadar ulaşan enflasyon rakamları ile mücadele eden Şili'de 1979 yılında enflasyonun aşamalı olarak düşürülmesi amaçlanmış ve döviz kuru hedefi kabul edilmiştir. 1982-1983 yılında finansal piyasaların gelişmemiş olması nedeniyle sermaye akımlarındaki artışlar özel kesim harcamalarındaki artışları beslemiş, böylece ödemeler dengesi ve bankacılık krizleri ortaya çıkmıştır. 1983 yılında çıkartılan merkez bankası yasası enflasyon hedeflemesi stratejisinin alt yapısını hazırlamıştır. Bu yasa ile Şili Merkez Bankası'na (CBC) bağımsızlık verilmiş ve Merkez Bankasının temel amacının fiyat istikrarı olduğu kabul edilmiştir (Mishkin ve Posen, 1997: 75).

Şili'de enflasyon hedeflemesi rejimi iki safhaya ayrılmıştır (Altıntaş, 2002: 89-91): Birinci safha, yüksek enflasyon oranından %3 enflasyon sürecine geçilen, 1990 Eylül'ünden 1999 Eylül'üne kadar devam eden dönemi kapsamaktadır. Enflasyondaki azalma aşamalı olarak gerçekleşmiş, kısa ve orta vadede ekonomik büyüme dikkate alınmıştır. Geniş bir band içerisinde dalgalanan nominal döviz kuru ve cari işlemler açığına ilişkin hedefler yer almıştır.

Eylül 1999'da başlayan ikinci safhada, döviz kuru bandı terkedilmiştir. Esnek döviz kuruna geçilmesi döviz kurunun piyasa güçleri tarafından belirlenmesi ve enflasyon hedeflemesinin güçlenmesini sağlamıştır. Para politikası aktarım sürecinde enflasyon, toplam harcama-gelir açığı, üretim artışı, döviz kuru artışı, işsizlik oranı, parasal ücret artışı, finansal politika şartları, piyasa faiz oranı ve vadeleri dikkate alınmıştır (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2000: 61-62).

CBC, para politikasının durumu para politikası uygulamalarının şeffaf olmasına önem vermiştir. Ve enflasyon tahminlerinin hedeften farklılığı ile ilgili açıklama yapmak zorundadır. İlan edilen hedefe yönelik para politikası uygulamaları haftalık olarak merkez bankası tarafından değerlendirilmekte ve yılda üç kez para politikası raporu yayınlanmaktadır (Mishkin, 2000a: 11).

Şili, enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanırken hedef indeksi olarak TÜFE' yi kullanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi ilan edildiği tarihten, 1994 yılına kadar taahhüt altına alınmış katı hedef değil, ulaşılması hedeflenen resmi enflasyon tahmini uygulanmıştır. 1994 yılında enflasyon oranının %10'un altına çekilmesiyle ilan edilen hedef taahhüt altına alınmış, 1995 yılı itibariyle nokta hedef uygulanmıştır (Mishkin ve Savastano, 2002: 52; Corbo ve Schmidt-Hebbel, 2002: 42). 2002 yılından itibaren nokta hedef uygulaması yerine, aralık hedef uygulanmaya başlanmıştır (Schmidt-Hebbel ve Tapia-a, 2002: 127). Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulamaya başlaması ile birlikte CBC'nin güvenilirliği artmış ve fiyat istikrarı amacına ulaşmaya başlamıştır.

CBC, özetlemek ve sınırlandırmak gerekirse enflasyon hedeflemesi rejimini Şili ekonomisinin dışsal reel şoklardan zarar görme eğilimine sahip olması, yurt içi fiyatlarının endekslemeye bağlı olarak oldukça katı bir yapı arz etmesi, 1960 ve 1980'li yıllarda olumsuz ekonomik sonuçlar doğuran bir sabit döviz kuru deneyimi, başlangıçtaki enflasyonun ılımlı sayılabilecek seviyede olması, sabit döviz kurunun ihracat artışı olumsuz etkileyebileceğine yönelik yaygın düşüncenin olması gibi nedenlerden dolayı benimsemiştir (Morendo, 2001: 40).

Şili'de fiyat istikrarının sağlanmasında enflasyon hedeflemesi stratejisi oldukça etkili olmuştur. Enflasyondaki düşme zamana yayıldığı için üretim ve istihdam da istikrarsızlık yaşanmamıştır. Para politikasının mali disiplin ve yapısal tedbirlerle desteklenmesi yanında enflasyon hedefinin başlangıçta geniş bir bant olarak belirlenmesiyle enflasyon hedefinin tutturulamaması riskinin azaltılması, hedeflerinde enflasyon ile birlikte kademeli olarak düşürülmesi ve nokta hedefe kadar ulaşılması,

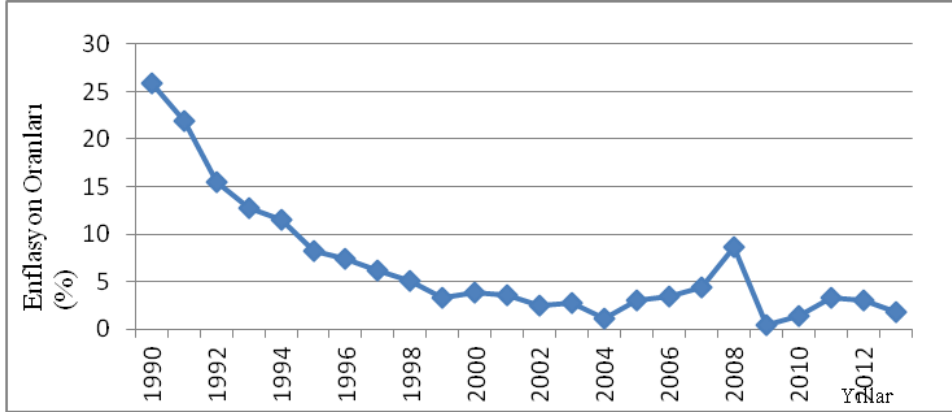
merkez bankasının kamuoyuna yaptığı açıklamalarla güveninin sağlanması bu başarı da önemli rol oynayan faktörlerdir (Landerretche vd, 1999). Şili ekonomisinde büyük mali açıkların olmaması, mali sektörün sıkı denetim ve düzenlemelere tabi tutulması ve enflasyon hedeflerinin zaman içinde kademeli olarak sıkılaştırılmış olması Şili'nin enflasyon hedeflemesi stratejisindeki başarısını etkileyen diğer unsurlardır.

Dalgalı döviz kuru sisteminin kabul edilmesi, piyasa güçleri tarafından döviz kurunun belirlenmesine fırsat vermiş ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin güçlenmesini sağlamıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejilerinde ileri düzeyde istatistik ve analitik modeller kullanılmaya başlanmıştır. Büyümeye ilişkin veriler para politikası raporunda yayınlanmıştır. Para politikası raporunda finansal piyasalar, toplam talep gelişimi, iş piyasaları hakkında cari gelişmeler aktarılmıştır. Para politikasının genel yapısı ve kararları ayda bir toplanılan ve enflasyonun genel trendini analiz eden üyeler tarafından verilmektedir (Garcia, 2001).

Şili' de uygulanan enflasyon hedefleme stratejisi diğer ülkelerde uygulanan politikalarından şu noktalarda ayrılmaktadır (Altıntaş, 2002: 90): Şili, fiyat istikrarı sağlama programında aşırı ölçüde aşamalı yaklaşımı benimsemiştir. 1990 yılından başlayarak 1999 yılına kadar her Eylül ayından bir sonraki yılın enflasyon oranı, bir önceki yılın enflasyon oranından daha düşük olarak belirlenmiştir. Enflasyon uzun dönem boyunca aşama aşama düşürülmüştür. Şili'de 1999 yılının Eylül ayına kadar sürünen ve geniş döviz kuru bandı uygulanmış, sermaye girişlerinin sağlanması açısından dış rezervlerin birikimine yönelik düzenlemeler ve kontroller yapılmıştır.

Şili'de enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmaya başlaması ile birlikte fiyat istikrarında başarı sağlandığı ve aşamalı olarak enflasyonun iki haneli rakamlardan tek haneli rakamlara düşürülmüştür. Grafik 3.8'de 1989 yılında %20 seviyesinde olan enflasyon oranının 2013 yılında %1.8 seviyesine düşürüldüğü gözlenmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulamaları, 1970'li ve 1980'li yıllarda başlatılan yapısal reformların ülkeye giren yabancı sermayeyi teşvik etmesi ve büyümeyi destekleyici çalışmalar ile enflasyonun kontrolü için gerekli ortam oluşturulmuştur.

**Grafik 3.8: Şili’de Yıllık Enflasyon Oranları**



**Kaynak:** IMF, World Economic Outlook Database 2013

Şili’deki en önemli düzenleyici reform 1986 yılında Kasım ayında yasalaşan “Genel Bankacılık Yasası”dır. Şili’deki finansal piyasalar hem aracılar hemde düzenleyiciler serbest sermaye piyasalarının operasyonları hakkında önemli boyutta tecrübe kazanmışlardır. Reformlar ile finansal sistemin bankacılık dışında kalan alanlarında da modernizasyon gerçekleştirilmiştir (Cifuendes vd, 2002: 93-95).

Şili’de enflasyon hedeflemesi stratejisi deneyiminin sonunda yüksek enflasyonun düşürülmesi sürecinde, enflasyon hedeflemesi nominal bir çapa rolünü yerine getirmiş, aktif para politikası konjunktürel dalgalamaların önlenmesinde başarılı olunmasını sağlamış ve

aktif para politikasının uygulanması cari işlemler açığı amacının gerçekleştirilmesini sağladığı gibi, finansal kırılganlığın göstergesi olan reel döviz kurları, ihracat ve büyüme parametrelerinin izlenmesine olanak sağlayarak reel döviz kuru dengesinin sürdürülmesini de sağlamıştır (Morendo, 2000: 595-600).

#### **3.1.2.4. Meksika**

1980’li yılların ortalarından itibaren Meksika ekonomisinde başlayan yapısal değişim ve reform sürecinde istikrarlı büyüme hedeflenmiştir. 1994 yılında para politikası uygulamasında döviz kuru stratejisinin korunması ancak zayıf bankacılık sisteminin etkilenmemesi koşuluna bağlı kılınmıştır. Ancak, Meksika parası pesonun aşırı değer kazanması ekonomik dengeleri bozmuştur. 1990’lı yıllarda finansal



serbestleşme ve büyük sermaye girişleri ile birlikte oluşan kırılmalara ilave olarak 1994 yılında ekonomide yaşanan iç ve dış şoklar, döviz kuru baskı altında iken Aralık 1994’de bir ödemeler dengesi krizi ve finansal krize yol açmıştır. 1994 Meksika krizini tetikleyen en önemli ekonometrik parametreler aşırı değerlenmiş bir döviz kuru, buna bağlı olarak gelişen dış ticaret açığı ve döviz rezervlerindeki azalmadır. 1994 yılında ortaya çıkan kriz üç boyutludur (Altamirano, 2000: 30): Cari açığın büyük boyutlarda olması ve kısa dönemli sermaye girişleriyle finanse edilmesi, kamu ve özel sektörün dış yükümlülüklerinin çok fazla olması, mali krizle birlikte bankacılık krizinin meydana gelmesidir.

Meksika 1988 yılından itibaren uygulamaya başladığı döviz kuru hedeflemesi ile 1980’li yıllar boyunca yıllık %100 ve üzerinde olan enflasyon oranını 1994 yılına kadar tek haneli rakamlara indirmiştir. 1994 yılı, döviz krizinin yaşanması ve ulusal paranın değer kaybetmesi ile sonuçlanmış, 1995 yılında enflasyon oranı yıllık %50’lere yükselmiştir (Mishkin, 2000b: 8).

1994 yılı sonunda Meksika’da ortaya çıkan bankacılık krizini Ulusal Bankacılık ve Menkul Kıymetler Komisyonu yönetmiştir. Bu birimin kısıtlı bütçeye sahip olması nedeniyle, önemli kararlar merkez bankası ve maliye bakanlığına bırakılmıştır (TBB, 2001: 4-5). 1994 yılı sonunda yaşanan kriz ile döviz kuru nominal olarak %100’ün üzerinde değer kaybına uğramış, üretimdeki azalma tehlikeli boyutlara ulaşmıştır. Meksika hükümeti dalgalı kur rejimini sürdürülebilir olarak görmüş ve uygulamaya geçirmiştir (TBB, 2001).

Meksika’nın fiyat istikrarını sağlamadaki başarısı kademeli bir şekilde para politikası uygulamalarına yön veren reformlarla gerçekleşmiştir. İlk reform, dalgalı döviz kuru stratejisinin başarılması, Meksika Merkez Bankası’nın (BM) yaşanan krizle birlikte sarsılan güvenilirliğinin yeniden inşa edilmesinde önemli olmuştur. İkinci reform ise, 1990 yılında para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesine geçişi ve bu bağlamda yer alan yasal ve kurumsal düzenlemeleri gerçekleştirmiş olmasıdır. (Knight, 2005: 35)

- Para politikasının birinci amacının fiyat istikrarı olmasına uygun bir şekilde düşük ve sabit enflasyon oranı hedefi önceden ilan edilmiştir.

- BM'nin bağımsızlığı güçlendirilmiş ve BM'na para politikası araçlarını kullanma serbestliğinin tanınması ile söz konusu araçlara finansal piyasalar ve özel sektör ajanlarına yol gösterme önceliği belirlenmiştir.
- BM şeffaflığı ve hesap verebilirliği arttıran düzenlemelere yer vermiştir. Merkez bankası üç ayda bir enflasyon raporları yayınlamıştır. Para politikası, politikaları oluşturma kurulu kararlarını kamuoyuna duyurarak düzenlemeye karar vermiştir. BM hesap verebilirliğin gereği olarak kamuoyu ile sürekli iletişim halindedir.

1995 yılında belirlenen hedefler ile birlikte hedeflerin gerçekleştirilmesine yönelik olarak daraltıcı para ve maliye politikası araçları kullanılması, hükümetin 52 milyon dolarlık dış kaynak sağlama, bankacılık ve mali sektör ile ilgili bazı düzenlemeler yapılmasına yönelik program hazırlanması şeklinde bazı önlemler alınmıştır (Carnstems ve Werner, 2000b: 81). Alınan önlemlere rağmen 1995 yılında para programı enflasyonda istikrarı sağlayamamıştır ve kademeli olarak enflasyon hedeflemesi stratejisine geçme kararı alınmıştır (Alparslan, 2001: 36). 1995 yılından sonra uygulanan daraltıcı para politikası ve mali disiplini sağlama çabaları 1995 yılında % 50'nin üstünde olan enflasyon oranını 1998 yılında %18 düzeyine indirmiştir (Carnstems ve Werner, 2000). 1996 yılından itibaren merkez bankası para politikası üzerinde etkin olabilmek için kademeli olarak net uluslararası rezervler, net iç varlıklar ve yıllık enflasyon rakamı olmak üzere kademeli bir enflasyon hedeflemesi stratejisi benimsenmiştir.

Benimsenen para politikası sistemi ve uygulanan ihtiyatlı maliye politikası enflasyonun 1995 yılında %52 seviyesinden son otuz yılın en düşük seviyesine inmesine katkıda bulunmuştur (Chiquiar vd, 2010: 3070). Meksika'da 1998 yılından itibaren para politikası daha ileriye dönük hale gelmiş, belirlenen enflasyon hedeflerinin tutturulması yönünde daha fazla çaba harcanır hale gelmiştir (Alejandro, 2001: 43). Döviz kuru hedeflemesi altında yürütülen anti enflasyonist politikaların başarısız olması ve finansal krizle sonuçlanmasının ardından 1999 yılının sonunda dalgalı kur rejimi benimsenmiştir (Berg vd, 2003: 19).

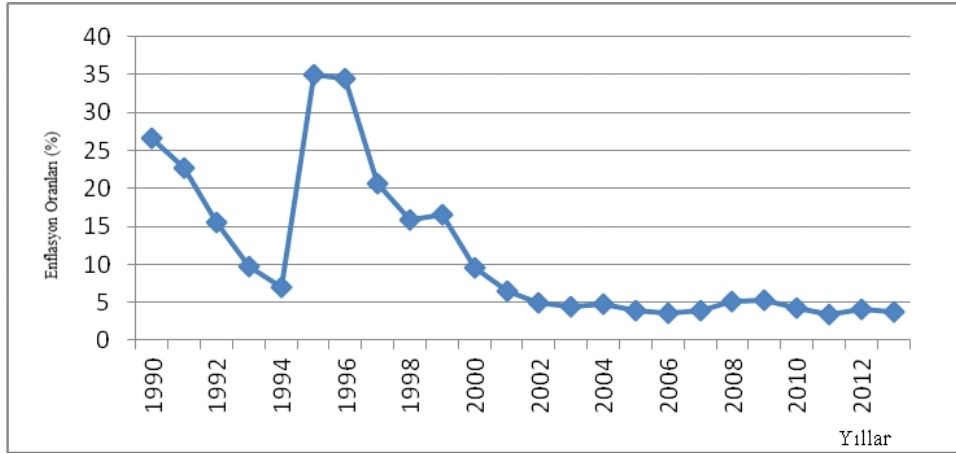
1998 yılından itibaren enflasyon hedeflemesinin para politikası uygulamasındaki rolü güçlendirilmiş ve şeffaflık arttırılmıştır. Bu çerçevede 2000 yılından itibaren üçer

aylık dönemlerle enflasyonist sürecin analiz edilmesi, para politikası uygulamalarının açıklanması ve enflasyona dair öngörülerin paylaşılması amacıyla enflasyon raporları yayınlanmaya başlanmıştır. Her yıl için enflasyon hedefi belirlenmiştir. Nihai hedef olan %3 seviyesine aşamalı olarak yakınsama politikası benimsenmiştir (Schmidt -Hebbel ve Werner, 2002).

BM günlük parasal tabanı para politikası aracı olarak kullanmaktadır. Enflasyon hedeflerini belirlerken şeffaflığı arttıran bir unsur olarak TÜFE'yi tercih etmektedir. BM enflasyon hedeflerini hedef (+/- %1 tolerans aralığında) olarak belirlemekte ve stratejiye başladığı tarihten itibaren enflasyon raporu yayınlamaktadır (Corbo ve Schmidt-Hebbel, 2003: 47).

Meksika 1990'lı yıllarda yaşadığı derin ve ciddi krizlere, yüksek dış borçlanma ve enflasyon oranlarına rağmen uygulamaya konulan enflasyon hedeflemesi stratejisi sayesinde düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarına ulaşması açısından başarılı sayılabilir.

**Grafik 3.9:** Meksika'da Yıllık Enflasyon oranları



**Kaynak:** IMF, World Economic Outlook Database 2013

Grafik 3.9’da Meksika’da 2000 yılına kadar enflasyon çift haneli rakamlar şeklinde gerçekleşmiştir. 1996 yılından 2013 yılına kadar tek haneli rakamlara düşen enflasyon aynı zamanda belirtilen dönemde istikrara da kavuşmuştur. 2003 yılından itibaren nokta hedef anlayışının yerine hedef aralığı yaklaşımının kabullenilmesi ile enflasyon oranları için  $3 \pm 1$  olarak hedeflenmiştir. 2003, 2005, 2007 ve 2008 sonrası yıllarda hedef aralıkta gerçekleşen enflasyon oranları geri kalan yıllarda ise hedef aralığın üzerinde gerçekleşmiştir.

### 3.2. TÜRKİYE UYGULAMASI

TCMB 1999 tarihli IMF destekli programda enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamayı planladığını açıklamıştır. 1999 tarihli IMF destekli programda, 2001 yılının ikinci yarısı boyunca ve önceden ilan edilmiş döviz kuru etrafında aşamalı olarak genişleyen bandın uygulamaya başlaması ile birlikte, tamamen döviz kuruna bağlı olan para politikasından enflasyon hedeflemesi stratejisine dönülmesi öngörülmüştür (Hazine Müsteşarlığı, 2000: 12).

Niyet mektuplarında merkez bankasının operasyonel bağımsızlığının 2001’de sağlanmasından sonra, 2002 yılı içerisinde kamu maliyesinin para politikasına daha çok bağımsızlık sağlayacak şekilde güçlendirilmesi, bankacılık sektörünün kuvvetlendirilmesi, TL’ye olan güvenin arttırılması, enflasyon raporu ve geliştirilmiş enflasyon tahmini modellerinin oluşturulması gibi teknik hazırlıkların sürdürüldüğü vurgulanmıştır. Ancak, belirtilen hazırlıkların tamamlanamaması nedeniyle 2002 yılı sonuna kadar “açık enflasyon hedeflemesine” geçilememiş, “örtük hedeflem” şeklinde uygulamaya gidilmiştir.

### **3.2.1. Türkiye’ de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Koşulları ve Uygulanabilirliği**

9 Aralık 1999 tarihli IMF’ye sunulan niyet mektubunun para ve kur politikaları bölümünde 2000, 2001 ve 2002 yılları için enflasyon oranları %25, %12 ve %7 seviyelerinde öngörülmüştür. IMF ile yapılan 17. stand-by anlaşması çerçevesinde 2000-2002 yılları arasında uygulanması planlanan istikrar programına ait para ve kur politikaları iki dönem çerçevesinde açıklanmıştır. Döviz kurları, ilk 18 ay içerisinde çapa olarak seçilmiştir. Programın ikinci yarısında ise kurların genişleyen bir band çerçevesinde dalgalanmaya bırakılacağı planlanmıştır. Döviz kurunun çapa olma özelliği esnekleştirilerek, aşamalı olarak doğrudan enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesi kararlaştırılmıştır (Karahana, 2005:36; TCMB, 1999: 7-8).

2000 yılında uygulanmaya başlanan “Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı”, Kasım 2000 ve Şubat 2001 olmak üzere ülke tarihinin en derin iktisadi krizleri ile sonuçlanmıştır. Bu dönemde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmıştır. “Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı”nın krizlerin ardından sürdürülemeyeceği anlaşılmış, 2002 yılından itibaren belirsizlikleri azaltmak için, parasal hedefleme stratejisi uygulanmaya başlanacağı, ancak bunun “gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası” olacağı, zaman içinde ise Türkiye’nin uzun yıllar boyu kronikleşmiş olan enflasyon sorununu çözmek amacıyla, enflasyon hedeflemesi rejiminin açık bir şekilde para politikası olarak benimseneceği merkez bankası tarafından açıklanmıştır (TCMB, 2002).

2002 yılı başında TCMB, ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve beklentileri olumlu yönde şekillendirebilmek için, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi şeklinde iki nominal çapa kullandığını açıklamıştır. Buna göre, 2002 yılı içerisinde parasal hedefleme stratejisi kullanılması ve aynı zamanda “gelecek dönem enflasyon” a odaklanan bir para politikası uygulaması öngörülmüştür.

Gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikasının aynı zamanda “örtük bir enflasyon hedeflemesi” anlamına geldiği ve koşullar oluştuğunda ise açık biçimde enflasyon hedeflemesi stratejisine geçileceği vurgulanmıştır. Ancak, kriz sonrasında hüküm süren belirsizlik ortamı nedeniyle başarılı bir enflasyon hedeflemesi rejimi uygulaması için gerekli ön koşulların büyük bir bölümü sağlanamadığından, enflasyon hedeflemesi rejimine aşamalı olarak geçilmesine karar verilmiş ve öncelikli olarak “örtük enflasyon hedeflemesi rejimi” olarak adlandırılan bir ara rejim uygulamaya koyulmuştur. Merkez bankası para programlarında uyguladığı politikaları örtük enflasyon hedeflemesi olarak tanımlamıştır (TCMB, 2002).

Enflasyon hedeflemesi stratejisine mümkün olan en kısa sürede geçilmesi TCMB yasasının yürürlüğe girmesinden sonra imzalanan 3 Mayıs 2001 tarihli niyet mektubunda benimsenmiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi için gerekli teknik hazırlıkların yapılması ve para politikasının yönetimi ve şeffaflığının güçlendirilmesi öngörülmüştür (Yükseler, 2005b: 28). “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” çerçevesinde merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarı olarak belirlenmiş, araç bağımsızlığı sağlanmış ve para politikası kurulunu oluşturan yeni merkez bankası Kanunu resmi gazete de yayınlanmıştır (TCMB, 2002).

Bu dönemde, açık enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamaya konulabilmesi için gerekli hazırlıklar yapılmış, koşulların tamamlandığı varsayımı altında 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlamıştır (TOBB, 2006:11). TCMB ve hükümetin birlikte enflasyon hedefini belirlemeleri ve TCMB’nin kredibilitésinin artması, 2002 yılı sonrasında örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinden başarılı sonuçlar elde edilmesini sağlamıştır (Kara, 2006:11).

Mali baskınlık ve kamu borç düzeyinin para politikası araçlarının faizler üzerindeki etkisini sınırlandırması, faiz düzeyi düşük kurların içsel ve dışsal şoklara karşı yüksek

duyarlılık göstermesi, TCMB' na olan güvenin tesisi enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce örtük enflasyon hedeflemesinin tercih edilmesinin nedenlerindedir (TCMB, 2004).

Örtük enflasyon hedeflemesinde enflasyon hedefi belirlenmekte, temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranı kullanılmaktadır. Ayrıca, enflasyon hedefinin yanı sıra gösterge niteliğinde başka hedefler konulmakta, enflasyon hedeflemesi stratejisinin kurumsallaşma, teknik kapasite, şeffaflık önkoşullarına kademeli yaklaşım söz konusu olmaktadır (TCMB, 2006:17). Bu ortamın oluşturulması için yasal ve iktisadi alanlarda reformlar yanında, TCMB' nin temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak tanımlanmış, uygulanacak para politikası ve kullanılacak para politikası araçlarının merkez bankası tarafından belirleneceği aynı zamanda büyüme ve istihdam politikalarının fiyat istikrarı amacıyla çelişmesinin engelleneceği hüküm altına alınmıştır (Kartal, 2011: 84-86). Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesiyle birlikte, bankacılık sektörünün sermaye yapısının güçlendirilmesi, finansal kırılganlığın azaltılması, finansal piyasaların derinliğinin artırılması, mali disiplinin sağlanması, kamunun borç yükünün azaltılması için uygun politikalar oluşturulmuştur.

### **3.2.1.1.Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Başlangıç Koşulları**

Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş için hazırlık süreci içerisinde merkez bankası, iletişim politikasını daha net ortaya koyarak bilgi setini genişletmiş ve enflasyon öngörü yöntemlerini geliştirmiştir. Türkiye İstatistik Kurumu'nun (TÜİK) yayınladığı fiyat endekslerinde yapmış olduğu değişiklikler ve gerçekleştirilen para reformu ile 2005 yılı enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş için son hazırlık dönemi olmuştur (TCMB, 2005: 2).

Merkez bankası bu gelişmeler neticesinde, 2006 yılında para politikası kurumsallaşma süreci çerçevesinde enflasyon sürecinden fiyat istikrarı sürecine doğru ilerleyerek enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmiştir. Türkiye'de enflasyon

hedeflemesi stratejisinin genel çerçevesi oluşturulurken, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkeler incelenmiş ve Türkiye'ye özgü bir profil oluşturulmuştur.

Merkez bankası kanununda 2001 yılında yapılan değişiklikle merkez bankasının, nihai amacı olan fiyat istikrarına ulaşmak için uygulayacağı politikayı ve kullanacağı araçları, hükümetin ya da başka herhangi bir kurumun müdahale ya da onayı olmaksızın, özgürce seçebilmesinin önü açılmıştır. Bunun yanı sıra, hedeflere ulaşılamaması halinde merkez bankasının bu konuda kamuoyuna açıklama yapması zorunlu kılınmış ve böylece hesap verme ilkesi işlevsel hale getirilmiştir. Son olarak, kanunda yapılan değişiklik ile merkez bankasının Hazine'ye ve diğer kamu kuruluşlarına avans ve kredi vererek kamu açıklarını finanse etmesi ya da bu kuruluşların çıkardıkları borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alması olanağı yasal olarak ortadan kaldırılmıştır. Ayrıca bu kanun değişikliği ile bankanın kamuya kredi vermesi de kesin bir dille yasaklanmıştır. Geçmişte, Türkiye'de yaşanan iktisadi krizlerin büyük ölçüde bütçe açıklarının merkez bankası kaynaklarından finanse edilmesinden kaynaklandığı düşünüldüğünde, bu gelişmenin bağımsız ve etkin bir para politikası uygulaması açısından taşıdığı önem daha iyi anlaşılacaktır (TCMB, 2006).

Enflasyon hedeflemesinin etkin olarak uygulanabilmesi için gerekli görülen bir diğer ön koşul, bu rejime uygun teknik ve kurumsal altyapının tesis edilmiş olmasıdır. Türkiye'de, kurumsal ve teknik alt yapı 2001 yılına kadar, parasal büyüklüklerin ya da döviz kurunun hedeflenmesi gibi stratejilerin uygulanmış olması nedeniyle bu dönemlerde uygulanan politikaların gereklerine göre tasarlanmıştır. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi stratejisinin gereklerine göre uyarlanması söz konusu olmuştur. Ayrıca, kriz sonrasında ekonominin genelinde ciddi bir yapısal dönüşüm yaşanması, enflasyon dinamikleri ve aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikleri artırmıştır. Bu durum, TCMB'nın para politikası uygulamalarını zorlaştırmıştır.

Diğer bir koşul olan mali disiplinin sağlanması ve mali baskının olmaması konusunda da gerçekleştirilen yapısal reformlar ve disiplinle uygulanan sıkı maliye politikaları neticesinde büyük bir ilerleme kaydedilmiştir. 2001 krizi sonrasında bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ve kamunun sorunlu bankaların yükümlülüklerini üstlenmesi, kamu borç stokunun %90.5 gibi bir seviyeye yükselmesine neden olmuştur. 2002 yılında, yurt içi borçlanmanın ortalama vadesi 9 ay



gibi oldukça kısa bir süreye inmiş, toplam kamu borcunun yarısından fazlası ya döviz cinsinden ya da dövize endeksli hale gelmiştir. Borç yükünün yüksekliği ve borçlanma vadelerinin kısa olması, kriz öncesi dönemde Türkiye'nin kredi riskinin iktisadi ve siyasi haberlere karşı oldukça hassas olmasına neden olmuştur. Bu unsurlar, borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları iktisadi gündemin ön sıralarına taşıyarak para politikasının etkinliğini sınırlamıştır. Enflasyon hedeflerine ulaşılması ve mali disiplinin sağlanması, kamuoyunun iktisat politikalarına olan güvenini artırarak para politikasının hızla itibar kazanmasını sağlamıştır. Bu durum, (kimi zaman “güvenilirlik açığı” olarak da tabir edilen) enflasyon beklentileri ile hedefler arasındaki farkın ciddi ölçüde kapanmasında kendisini göstermiştir (TCMB, 2005: 7-9).

2001 sonrasında enflasyon hedeflemesine geçiş sürecini zorlaştıran bir diğer unsur dolarizasyonun yüksek seviyelere ulaşması olmuştur. Yüksek enflasyon ortamının bir neticesi olarak ekonomik birimlerin Türk Lirasına olan güvenleri azalmış ve Türkiye’de 1990’lı yıllardan itibaren dolarizasyon oranı hep yüksek düzeyde seyretmiştir. 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı dönemde bu durum büyük ölçüde değişmiş, dolarizasyon oranı her yıl azalarak 2005 sonunda %25 seviyesine inmiştir. Yüksek enflasyon ortamında sürekli değer kaybederek bol sıfırlı hale gelen Türk lirası bu dönemde yeniden itibarlı hale gelmiş, bu kazanımın somut bir göstergesi olarak 2005 yılında paradan altı sıfır atılmıştır (TCMB, 2006: 7).

2002-2005 döneminde enflasyon hedeflemesi için gereken koşullar arasında yer alan bankacılık sektörünün sağlam bir yapıda olması ve finansal piyasaların güçlü ve gelişmiş olmaları konusunda da hem yasal düzenlemeler yönüyle, hem de uygulamalar yönüyle gelişmeler yaşanmıştır. Başta Bankacılık Kanununun değiştirilmesi olmak üzere bankacılık sektörünün geliştirilmesi ve sağlıklı bir yapıya kavuşturulması için birçok yasal düzenlemeye gidilmiş, finansal piyasaların uluslararası finansal piyasalarla rekabet edebilecek standartlara kavuşabilmesi konusunda önemli adımlar atılmıştır.

Merkez bankasının enflasyonu başarılı bir şekilde tahmin edebilmesi için geniş ve güvenilir bir bilgi seti ile güçlü tahmin modellerine sahip olması enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli olan temel koşulların sonuncusudur Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk yıllarında geleceğe yönelik çıkarım yapılmasını zorlaştıran unsurlar mevcuttur. Bu koşullar altında merkez bankasının sağlıklı bir şekilde orta

vadeli enflasyon tahmini üretip bunu kamuoyu ile paylaşması mümkün olmadığından beklenti yönetimi konusunda güçlükler yaşanmıştır. 2005 yılına gelinceye kadar enflasyonun seviyesi ve oynaklığı gitgide azalmış, bu durum enflasyon tahminlerinin daha doğru yapılma olasılığını büyük ölçüde artırmıştır.

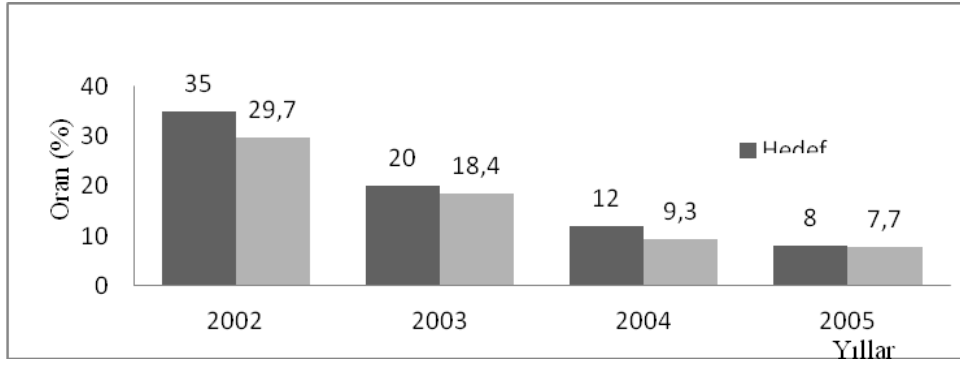
Gelecek bölümde çalışmanın bundan önceki kısmında ortaya koyulan çerçeve eşliğinde Türkiye’de enflasyon hedeflemesine geçiş süreci (2002-2005) ve enflasyon hedeflemesi dönemi (2006 ve sonrası) değerlendirilmektedir.

### **3.2.1.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Dönemi: 2002-2005**

2002-2005 arası dönemde, hükümet ile birlikte enflasyon hedefleri saptanırken, para tabanı da çapa olarak belirlenmiştir. Hedefler, TÜFE fiyat endeksi bazında sadece bir yıl sonrası için açıklanmıştır. Para tabanı için dönemler itibariyle, enflasyon hedefi ile tutarlı hedefler konulmuştur. Kısa vadeli faiz oranlarının para politikası aracı olarak, fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda aktif olarak kullanılacağı belirtilmiştir. Merkez bankasının kurların piyasada serbestçe belirlenmesi için, kurlardaki aşırı dalgalanmaların önlenmesi amacıyla kurların seviyesine yönelik olmayan sınırlı müdahalelerde bulunacağı, döviz rezervlerini arttırmak için döviz alım ihaleleri yapacağı belirtilmiştir. İleriye yönelik belirsizlikleri azaltmak için, 2002 yılına parasal hedefleme ile başlanacağı ve aynı zamanda “gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası” uygulanacağı belirtilmiştir (TCMB, 2002).

Örtük enflasyon hedeflemesi süresince %35 olarak öngörülen 2002 yılı enflasyon hedefi Grafik 3.10’da görüldüğü gibi %29.7 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon hedefleri sonraki yıllarda sırasıyla, %20, %12 ve %8 olarak açıklanmış gerçekleşme oranları ise %18, %4; %9,3 ve %7.7 ile başarılı bir süreç yaşanmıştır. 2005 yılı sonunda enflasyon oranı %7.7 olarak gerçekleşerek enflasyon hedeflemesine geçiş için makul bir oranın gerçekleştiği görülmektedir.

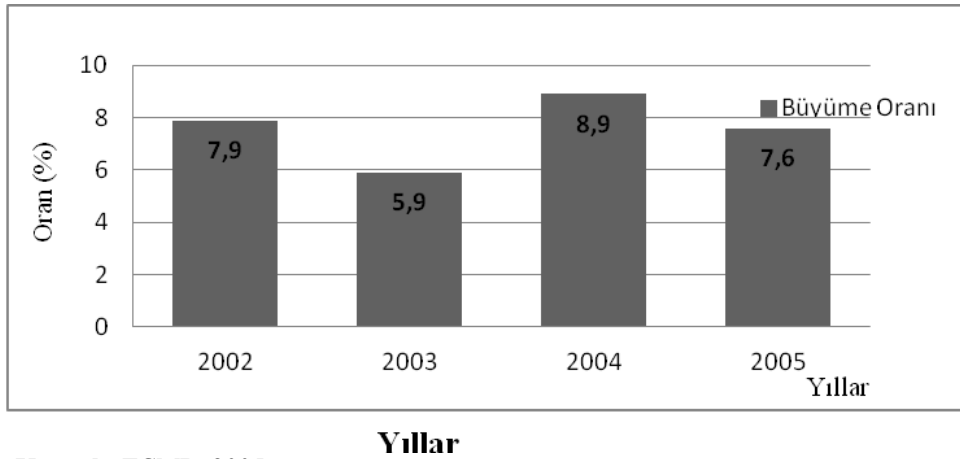
**Grafik 3.10: Türkiye’de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2002-2005)**



**Kaynak:** TCMB, 2005

Grafik 3.11’de enflasyonun düşme eğiliminde olduğu ve 30 yıl sonra ilk defa tek haneli rakamları gören düşük enflasyon sürecinde büyüme rakamlarının da aynı derecede olumlu oranlarda artış gösterdiği görülmektedir. Yapısal reformlardaki ilerlemeler, bütçede üç yıllık planlamaya geçilmesi, orta vadeli programın kararlılıkla sürdürülmesi, AB’ye tam üyeliğe yönelik müzakerelerin başlaması, mali disiplin, gerçekleştirilen para reformu ve finansal istikrarın güçlenmesi gibi gelişmelerin etkileri de olmuştur.

**Grafik 3.11: Türkiye’de Büyüme Oranları (2002-2005)**



**Kaynak:** TCMB, 2005

TCMB enflasyon hedeflemesi stratejisinden önceki aşama olan ve örtük enflasyon hedeflemesi denilen dönemde enflasyon hedeflemesi önkoşullarının gerçekleşmiş olmasına rağmen, resmi hedefleme için 2006 yılına kadar beklenmiştir. Enflasyon oranlarının makul bir seviyeye gelmesinin beklenmesi, stratejinin olası başarısızlığının stratejiye olan güveni sarsacağı korkusu, kurumsal ve teknik altyapının gerçekleştirilmesi için zamana ihtiyaç duyulması olarak belirtilmiştir. 2005 yılı geçiş yılı

olarak öngörölmüştür. 2005 yılının geçiş yılı olarak öngörölmesinin iki nedeni vardır: Birinci nedeni, TL'den altı sıfır atılmasıyla gerçekleştirilen para reformudur. Bu reform, merkez bankasının örtük enflasyon hedeflemesi sürecinde elde ettiği kazanımlara ve bu kazanımların kalıcılığına duyduğu güvenin göstergesi olmuş ve para politikalarının kredibilitesini daha fazla arttırmıştır. İkincisi ise, TÜİK tarafından yeni fiyat endekslerinin oluşturulmasıdır. Geçiş yılında, merkez bankasının teknik kapasitesi güçlendirilmiş, organizasyon yapısı yenilenmiş, kurum içi görev tanımları netleştirilmiş ve faiz kararlarında dikkate alınacak veri seti genişletilmiştir. Para politikası kurulu faiz kararlarının zamanlaması ve yönünün daha şeffaf ve tahmin edilebilir olmasını temin etmek amacıyla önceden ilan edilen tarihlerde toplanmaya başlamıştır. Şeffaflık, hesap verebilirlik ve kamuoyu ile iletişim yönünde önemli adımlar atılarak, para politikası kurulu kararlarının gerekçelerinin toplantı sonrasında hemen yayınlanmasına başlanmıştır. Bu gelişmeler, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesi için ön koşulların büyük oranda sağlandığına ve kurumsal, teknik altyapının oluşturulduğuna işaret etmiş ve merkez bankası öngöröldüğü gibi, 2006 yılı başında açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmiştir (TCMB, 2006).

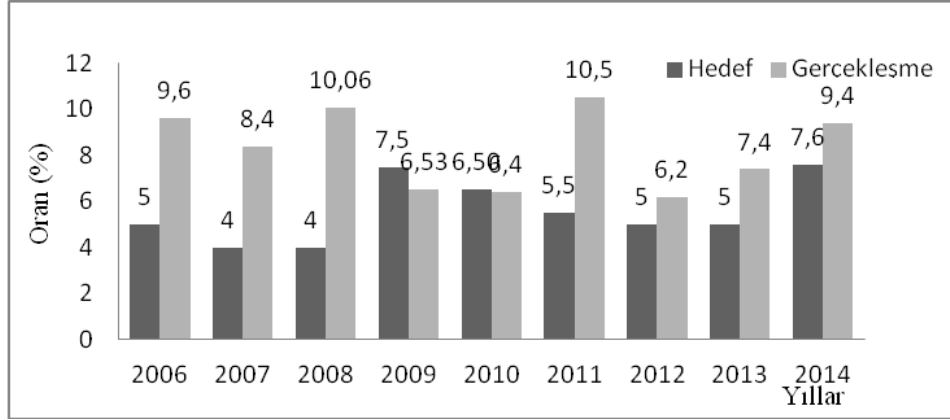
### **3.2.1.3. Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Dönemi: 2006 ve Sonrası**

2002 yılından 2000 yılının sonuna kadar örtülü enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyen TCMB Aralık 2005 yılında yapılan bir duyuru ile 2006 yılı başından itibaren resmen enflasyon hedeflemesi stratejisine geçileceğini duyurmuştur. İlgili duyuruda, "Hükümet ile birlikte enflasyon hedefleri saptanmıştır. Kısa vadeli faiz oranları enflasyonla mücadelede etkin olarak kullanılırken, para tabanı da ek bir çapa olarak belirlenerek, enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılması amaçlanmıştır." denmiştir (TCMB, 2005: 2).

Enflasyon hedefi olarak TÜFE'deki yıllık değişiklikler esas alınmıştır. 2006 yılı için %5, 2007, 2008, 2009 ve 2010 yılları için ise %4 oranlarında enflasyon hedefleri Grafik 3.12'de yer almaktadır (TCMB, 2006: 62). 2000 yılının ilk altı ayında gerek uluslararası piyasalardaki gerekse gıda ve enerji fiyatlarındaki olumsuz gelişmeler nedeniyle, enflasyon hedefinin tutturulmasının daha önceki tahminlere göre daha uzun süre alacağı belirtilerek enflasyon hedefleri Haziran ayında, 2009 ve 2010 yılları için sırasıyla %7 ve %6.5 olarak revize edilmiş, 2011 yılı için ise %5.5'lük enflasyon hedefi

belirlenmiştir (TCMB, 2008).

**Grafik-3.12: Türkiye’de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2006-2014)**



**Kaynak:** TCMB, 2009

2009 yılında devam eden küresel krizin etkileriyle talepte meydana gelen daralma ve kriz başlangıcına göre enerji fiyatlarındaki geçiş nedeniyle enflasyon hedefinin altında bir oran olan %6.53 olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde, kamu mali etkisini sağlamaya yönelik vergi artırımları fiyatları yukarı doğru etkilese de tüketici fiyatları yıllık artış oranındaki gerileme sürmüştür (TCMB, 2009).

**Tablo 3.7: Türkiye’de Hedeflenen ve Gerçekleşen Enflasyon**

Yıl Sonu	Hedef Enflasyon (TÜFE)	Gerçekleşen Enflasyon (TÜFE)
1999	-	68.79
2000	-	39.03
2001	-	68.53
2002	35	29.75
2003	20	18.36
2004	12	9.32
2005	8	7.72
2006	5	9.65
2007	4	8.39
2008	4	10.1
2009	7.5	6.5
2010	6.5	6.4
2011	5.5	10.5
2012	5	6.2
2013	5	7.4
2014(Nisan)	7.6	9.38

**Kaynak:** Kartal, 2011: 84; TCMB, 2014

Tablo 3.7’de 1999-2013 yılları arasında hedeflenen ve gerçekleşen TÜFE oranlarını

görebiliyoruz 2004 yılında hedeflenen enflasyon oranından daha düşük tek haneli bir enflasyon oranına ulaşılmıştır. 2002-2005 yılları arasında uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi ve 2006 yılı başında uygulamaya konulan açık enflasyon hedeflemesinden başarılı sonuçlar elde edilmiştir. 2006 ve 2007 yılları başarılı iken,2008 yılı başında hedeflere ulaşılmasına dair beklenti ve izlenen politikalara duyulan güven zayıflamış, enerji fiyatları yükselmiş, küresel ekonomiye ilişkin belirsizlik artmıştır. 2008 yılındaki gelişmelere bağlı olarak enflasyon beklentileri ve temel enflasyon göstergelerinde bozulma gözlemlendiği, enflasyon katılığına ilişkin risklerin arttığı bu durumda faiz artırımına gidilerek sıkı para politikası uygulanacağı sinyalleri verilmiştir. 3 Haziran 2008 tarihinde TCMB hükümete göndermiş olduğu mektupta, daha önce belirtilmiş olan % 41'lik hedefe doğru kademeli olarak ilerlenmesini sağlayabilecek yeni bir hedef politikası öngörmüştür. Ancak 2008 yılının ikinci yarısında küresel kriz, ulusal çalkantının talep ve üretim üzerinde yarattığı sınırlama ile 7.5 olarak öngörülen 2009 yıl sonu enflasyon hedefi 6.5, olarak; 2010 yılında ise 6.5 olarak öngörülen enflasyon hedefi 6.4 olarak gerçekleştirilmiştir. 2011 yılından sonra hedeflenen enflasyon oranlarından sapmalar gerçekleşmiştir.

Küresel ve ulusal ekonomide yaşanan üretim düşüşü ve talep gerilemesinden dolayı enflasyon ve faizde bu oranlara ulaşılmıştır. Dünya genelinde yaşanan fiyat istikrarı, likidite bolluğu ve büyüme ile birlikte Türkiye'de sağlanan görece mali disiplin ve siyasal istikrarın önemli paya sahip olması nedeniyle 2002-2010 döneminde para politikası, maliye politikası ve küresel ortamın birbirinin tamamlayıcısı olduğu söylenebilir (Kartal, 2011: 84-86).

### **3.2.2. Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Genel Çerçevesi**

Enflasyon hedefine ulaşılmasında para politikalarının yanı sıra diğer ekonomi politikaları da oldukça etkilidir. Enflasyonun düşürülmesinde hükümetin uyguladığı politikaları enflasyon hedefi doğrultusunda para politikası ile uyumlaştırması büyük önem taşımaktadır. Para politikası stratejisinin hükümet tarafından desteklenmesi ekonomik birimlerin uygulanan para politikasına ve enflasyon hedeflerine duyduğu güveni arttırmaktadır. TCMB konusunda hükümet ve merkez bankasının rakamsal enflasyon hedefinin ne olacağına birlikte karar vermeleri kanunlaşmıştır (TCMB, 2006: 20; Kara ve Ortak, 2008):

- Hedefin niteliği kapsamında “TÜFE enflasyonu” hedeflenmiştir. Türkiye’de açık enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, hedeflenen gösterge olarak yıllık TÜFE enflasyonu günlük yaşam maliyetini daha iyi ölçmesi ve toplumun daha geniş bir kesimi tarafından anlaşılabilmesi nedeniyle tercih edilmekte ve kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilir ve iletişim açısından avantajlı olması, beklentileri etkileme gücünün daha yüksek olmasından dolayı nokta hedef olarak belirlenmektedir.
- Türkiye’de seçilen hedefin etrafında bir belirsizlik aralığı belirlenmiştir. Merkez Bankası Kanunu gereğince, enflasyon gerçekleşmelerinin hedeften aşırı sapma göstermesi halinde, bankanın hedeften sapmanın nedenlerini ve hedefe tekrar yakınsanması için alınması gereken tedbirleri yazılı olarak hükümete bildirmesi ve bunu kamuoyu ile de paylaşması gerekmektedir. Nokta hedefin tam olarak tutturulması hemen hemen imkansız olduğundan nokta hedef belirleyen diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de nokta hedef etrafında bir belirsizlik aralığı belirlenmektedir. Belirsizlik aralığı hedeften “aşırı sapma” olarak tanımlanacak olan sapmaların alt ve üst eşiklerini göstermektedir.
- Enflasyon Hedeflemesi stratejisi genel çerçevesi içerisinde, Türkiye’de enflasyon hedefleri üç yıllık bir süre için belirlenmiştir. Böylece, enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığının ve diğer makroekonomik projeksiyonlarla uyumunun güçlendirilmesi amaçlanmıştır.
- Açık enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilen 2006 yılında, enflasyon tahminleri, bir buçuk yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde açıklanmıştır. Tahmin

ufku, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan diğer ülkelerde bir yıl ile dört yıl arasında değişiklik göstermekle birlikte, genel olarak ülkelerin büyük bir kısmında iki yıl olarak belirlenmiştir. 2007 yılından itibaren, merkez bankası da, tahminlerin iki yıl için verilmesini kararlaştırmıştır. Bu yenilikle beraber, ekonomik birimlerin önlerini daha iyi görebilmelerine katkıda bulunulması amaçlanmıştır. Ayrıca, beklenti anketi sonuçları ile kıyaslanabilir bir tahmin ufku oluşturulması, enflasyon tahminlerinin daha kolay incelenip değerlendirilmesine olanak tanımıştır.

- Belirlenen hedeften aşağı ya da yukarı yönlü belirgin bir sapma olması halinde merkez bankası şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkesi çerçevesinde sapmanın nedenlerini hazırladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna açıklayacaktır. Hedeften sapma olması durumunda, merkez bankası sapmanın nedenlerini ve alınması gereken önlemleri, hükümete yazılı olarak bildirmek ve kamuoyuna açıklamakla yükümlü kılınmıştır.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde konulan hedeflerin değiştirilmemesi esastır. Doğal afet ve savaş gibi olağanüstü gelişmeler; petrol fiyat artışları, dolaylı vergiler, kamuda yaşanan fiyat ayarlamaları ve uluslararası gelişmeler gibi para politikasının denetimi dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden sapmaların ortaya çıkacağı belirlenmesi halinde mümkün olabileceği ifade edilmiştir. Para politikasına olan güvenin sarsılması ve böylece enflasyon hedeflerinin beklentileri etkileme gücünün azalmaması için belirlenen hedeflerin değiştirilmemesi esastır. Enflasyon hedefleri ancak geniş çaplı doğal afet ve savaş gibi olağanüstü gelişmelere ya da para politikasının kontrolü dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması üzerine değiştirilebilir. Yeni hedefler yine hükümet ve merkez bankasının ortak kararı ile belirlenir. Ekonomi üzerinde oluşabilecek geçici şoklar enflasyon hedeflerini değil ancak enflasyon tahminlerini değiştirebilmektedir. Bu durumda ekonomik birimlerin kısa vadede yenilenen enflasyon tahminlerini, orta vadede ise yine enflasyon hedeflerini referans olarak almaları gerekmektedir.
- Kısa vadeli faiz oranlarının, Para Politikası Kurulu tarafından oylanarak



alınabileceği karara bağlanmıştır. Para Politikası Kurulu'nun toplantı tarihleri önceden kamuoyuna duyurulmaktadır. 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte, merkez bankasının karar alma mekanizması kurumsallaşma ve şeffaflaşma yönünde ciddi ilerleme kaydetmiştir. Bu çerçevede; Para Politikası Kurulu, para politikası kararlarında tavsiye veren konumundan, karar alıcı konumuna geçmiştir. Faiz oranına ilişkin kararlar Para Politikası Kurulu tarafından, önceden kamuoyuna duyurulmuş bir takvim çerçevesinde yapılan aylık toplantılarla oylanarak alınmaktadır.

- Kurul faiz kararlarını alırken orta vadeli bir bakış açısıyla, gelecek dönemdeki enflasyon görünümüne odaklanmaktadır.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi altında, merkez bankasının temel iletişim aracı üç ayda bir yayımlanan enflasyon raporudur. Merkez bankası kamuoyunun bilgilendirilmesi amacıyla etkin, tutarlı, şeffaf ve güvenilirlik ilkeleri çerçevesinde bir iletişim politikası uygulamayı ilke olarak benimsemiştir. Enflasyon raporu enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle beraber para politikasının temel iletişim aracı olmuştur. Bu rapor Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarında olmak üzere yılda dört defa yayımlanmaktadır. Enflasyon Raporunda, enflasyonun seyri ile makroekonomik ve finansal gelişmelere ilişkin kapsamlı analizlerin yanı sıra, merkez bankasının enflasyon tahminleri, para politikasının gelecekteki seyrine ilişkin risk faktörleri, söz konusu risklerin gerçekleşmesi halinde merkez bankasının ortaya koyabileceği olası politika tepkileri ve gelecekte uygulanabilecek faiz politikasına ilişkin sinyaller yer almaktadır. Raporda ayrıca para politikasının gelecekteki seyrine ilişkin risk faktörleri ve bu risklerin gerçekleşmesi halinde merkez bankasının uygulayabileceği politika tepkileri ile bu tahminlere temel oluşturan faiz politikası varsayımı da niteliksel olarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır. Enflasyon raporu, enflasyon hedeflemesinin en önemli unsurlarından olan iletişim politikasının önde gelen araçlarından bir olmasının yanı sıra hesap verebilirlik mekanizması açısından da büyük öneme sahiptir. Bu bağlamda rapor, enflasyonun hedeflerden sapması ya da gelecekte sapmasının öngörülmesi durumunda, sapmanın nedenleri ile enflasyonu hedeflere yakın tutmak için

alınan ve alınması muhtemel önlemleri de içermektedir.

### 3.2.2.1. Para politikasında Nihai Fiyat İstikrarı Hedefi

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarının sağlanması yönünde olumlu sonuçlarının olduğu kabul görmüştür. Fiyat istikrarına odaklanmış bir para politikasının başarılı olabilmesi için enflasyon hedeflemesi stratejisinin öngördüğü önkoşulların yerine getirilmesi (kurala dayalı politika tercihi, maliye politikasının disipline edilmesi, şeffaf ve hesap verebilir olunması) gerekir.

1970 yılında söz konusu yasanın yürürlüğe girmesiyle; Türkiye'nin uzun yıllardır süregelen kronik enflasyon sorununu çözememesinin getirdiği tepki, kanunda değişiklikler yapılması gereğini doğurmuştur. TCMB yasasında değişiklik yapılmasına dair 25.04.2001 tarih ve 4651 sayılı yasada yapılan bağımsızlığa ilişkin düzenlemeler şunlardır; yasanın 4'üncü maddesinde yer alan, "*Bankanın temel amacı, fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını korumak için uygulayacağı para politikasını ve para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler.*" , ifadesi ile, TCMB'nin öncelikli hedefinin fiyat istikrarı olduğu kabul edilmektedir (TCMB, 2001: 1-6).

Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş sürecinde 5 Mayıs 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4651 sayılı Kanun ile Merkez Bankası Kanunu kapsamında yapılmış olan yapılan değişiklikler, kritik bir öneme haizdir. Yapılan değişikliklerin, Türkiye'de merkez bankacılığı konusunda bu zamana kadar yapılan en radikal düzenlemeler olduğu söylenebilir (Akyazı, 2004: 263).

Yapılan yasal düzenlemelerle TCMB'nin temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu, fiyat istikrarını sağlamak için TCMB'nin uygulayacağı para politikası ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisinin belirleyeceği, bankanın hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit edeceği, bankanın uygulayacağı para politikası ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisinin belirleyeceği,

bankanın hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit edeceği, bankanın hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans ve kredi veremeyeceği, para politikası hakkında her yıl Nisan ve Ekim aylarında Bakanlar Kurulu'na rapor sunulacağı, banka faaliyetlerine ilişkin olarak yılda iki defa Plan ve Bütçe Komisyonu'na bilgi verileceği hükme bağlanmıştır. Böylece TCMB, tam bağımsız, şeffaf ve hesap verebilir bir yapıya kavuşturulmuştur.

### **3.2.2.2. TCMB' nın Bağımsızlığı, Şeffaflığı ve Hesap Verebilirliği**

4651 sayılı yasa, bankanın bağımsızlığı, diğer kurumlar ile olan ilişkileri, hesap verebilirlik ve şeffaflık unsurlarını içeren kapsamlı yenilikleri içermektedir.

**1. TCMB'nın Bağımsızlığı:** 4651 sayılı yasa TCMB Kanununda, 4, 22/h, 25, 28, 29 ve 56'ncı maddeleri bankanın bağımsızlığına ilişkin düzenleme hükümleri içermektedir.

Yasanın 4'üncü maddesinde bankanın görevleri içinde yer alan (TCMB, 2001: 15) : “ *Banka belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı, diğer politika araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir.*” ifadesi bankaya para politikası uygulamalarında kullanacağı araçları belirleme serbestisi dolayısıyla araç bağımsızlığını sağlamaktadır. Yasanın 50'inci maddesi bankanın hazine ve kamu kuruluşları ile olan ilişkilerini düzenlemektedir. Bu maddeye göre (TCMB, 2001: 57) “*Banka, Hazine ve Kamu Kurum ve Kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz. Hazine ve Kamu Kurum ve Kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birinci piyasadan satın alamaz.*” ifadesi ile Hazine ve Kamu Kurumlarına avans verilmesinin kaldırılmış olması bankanın bağımsızlığını önemli ölçüde güçlendirirken, karşılıksız para basmasına engel olmaktadır.

**2. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik:** Yasanın 22/A ve 42'inci maddelerinde yapılan değişiklikler ile hesap verebilirlik ve şeffaflık ilkelerinin arttırılmasına ilişkin düzenlemeler yer almaktadır.

Yasanın 22/A maddesinde Başkan, Başkan Yardımcıları, Banka Meclisi'nden bir üye ve Başkan'ın önerisi ile müşterek kararla belirlenen üyeden oluşan bir Para Politikası Kurulu (PPK) kurulmasına ilişkin düzenleme yapılmıştır. Söz konusu yapılan düzenlemeye göre para politikası kurulunun görevleri arasında yer alan (TCMB, 2001:

27-32) *Para Politikası Hedefleri ve Uygulamaları Konusunda belirli dönemler itibariyle raporlar hazırlanarak Hükümetin ve belirleyeceği esaslar doğrultusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi*” ifadesi ve yasanın 42’inci maddesinde yapılan değişikliğe göre (TCMB, 2001: 47) “*Banka para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporlar hazırlar ve kamuoyuna duyurulur. Raporları hangi dönemler itibariyle hazırlayacağı kapsamı ve usulü bankaca belirlenir. Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşılması ya da ulaşulamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar.*” Her iki düzenlemenin amacı, bankanın şeffaflık ve hesap verebilirlik unsurlarının güçlendirilmesini sağlamaktır.

Yeni stratejiye geçiş sürecinde kurumsal altyapı ve şeffaflık konusunda önemli gelişmeler yaşanmıştır. Şeffaflığın artırılması konusunda, PPK toplantı tarihleri önceden ilan edilmeye ve PPK kararları gerekçeleri ile birlikte kamuoyu ile paylaşılmaya başlanmıştır. TCMB şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkeleri gereğince, enflasyon hedeflerinden sapılması veya sapma olasılığının ortaya çıkması halinde, söz konusu sapmanın nedenlerinin ve alınması gereken önlemlerin hükümete bildirilmesi ve kamuoyuna açıklanması amaçlarıyla “Açık Mektup” düzenlemeye başlamıştır. Enflasyon Raporu aracılığı ile yılsonu enflasyon hedefinden aşırı sapma durumunda saptmaya yol açan nedenler ve alınması gereken önlemler kamuoyuna açıklanmaktadır. Para politikasına olan güvenin sarsılmaması ve böylece enflasyon hedeflerinin beklentileri etkileme gücünün azalmaması için belirlenen hedeflerin değiştirilmemesi esas olmakla birlikte geniş çaplı doğal afet ve savaş gibi olağanüstü gelişmelere ve para politikasının kontrolü dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun süreli saptmalar görüleceğinin belirlenmesi halinde hedeflerin yine hükümet ve TCMB’nin ortak kararı ile yeniden belirlenmesine karar verilmiştir. PPK faiz oranına ilişkin kararları önceden kamuoyuna duyurur ve bir takvim çerçevesinde yapılan aylık toplantılarda oylayarak almaya başlamıştır. Genel makroekonomik gelişmelerin ve enflasyonu etkileyen genel unsurların değerlendirmelerinin yapıldığı ve enflasyon tahminlerinin yer aldığı Enflasyon Raporu para politikasının temel iletişim aracıdır.

### **3.2.2.3. Türkiye’ de 2002 Öncesi Mali Baskınlık ve Mali Derinlik**

Merkez Bankası'nın nihai hedefinin enflasyona ilişkin hedefe odaklanabilmesi için, minimum düzeyde bir mali baskınlık ölçütünün var olması, bir başka deyişle kamu kesimine ilişkin şartların düzelmiş olması gerekmektedir. Gelişmiş istikrarlı mali piyasaların varlığı, mali derinlik rasyosu ve mali baskınlığın olmaması merkez bankasının bağımsızlığının işlevsel hale gelebilmesi için önemli bir koşul olduğu gibi enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilirliği ile ilgili olarak verilecek karara etki eden önemli bir ölçüttür.

Kamunun ihtiyacı olan fonların mali piyasalardan ne ölçüde rahatlıkla temin edilebildiğini ve dolayısıyla faiz oranları üzerinde ne derece baskı yarattığının anlaşılması mali baskınlığın yanı sıra mali piyasaların derinliği ile de ölçülmektedir (Malatyali, 1998: 54). Mali piyasaların gelişmişliği, kamunun borçlanma alternatifi olarak merkez bankası kaynaklarını kullanmasını önleyici rol oynamaktadır. Mali piyasalar iç borçlanma araçları ile kamunun ihtiyacını karşılayabilirse, Hazine'nin Merkez Bankası'na başvurma olasılığı ve mali baskınlık azalır.

1986 yılında para politikasında yapılan düzenlemelerin yanı sıra, maliye politikası açısından da yeni bir döneme girilmiştir. Bu dönemde, ekonomideki açık finansmanın merkez bankası kaynaklarından karşılanmasına ilişkin olarak getirilen kısıtlama neticesinde, giderek yükselen mali açıklar, özellikle iç borçlanma yolu ile karşılanmaya çalışılmıştır (Oktayer, 2010: 437). Mali açıkların finansman yöntemi olarak özellikle 1990 sonrası dönemde yoğun bir biçimde başvurulmuş iç borçlanma, başlangıçta monetizasyon dışında enflasyon yaratmayacak gibi görünse de, ekonomik ve politik belirsizliklerden dolayı giderek kısa vadeli ve daha yüksek faizli borçlanmaya yol açmış ve bu da bütçe açıklarını besleyerek enflasyonist sürece büyük katkı sağlamıştır (Yay vd, 2001: 51).

Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş bağlamında mali baskınlığın minimum olması gerekliliğini yerine getirememiştir. Bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanmaya başvurulması ve bu borçların faiz ödemelerinin de bütçeden yapılması ile bütçe açıkları daha önceki açıklar tarafından belirlenmiştir. Dolayısıyla faiz ödemelerinin yüksekliği, bütçe açığının yükselmesine neden olmuş ve bütçe açığı/GSMH oranı yıllar itibariyle artmıştır. Mali baskınlık oranı, 1995 yılında %4 iken, 1999 yılında %11.9'a yükselmiştir. Bu yükseliş devam ederek 2001 yılında %16.9

olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle her yıl yaratılan milli gelirin önemli bir kısmı bütçe açığına ve borç faiz ödemelerine gitmiştir. 1990 yılında %3.5 olan faiz ödemeleri/GSMH oranı, 1998 yılında %11.5'a, 2001'de %23.2'ye kadar tırmanmıştır. Reel iç borç faiz oranlarının reel büyüme oranını aştığı bir ortamda, GSMH'dan daha hızlı büyüyen bir borç artışı oluşarak, ekonomik dengeleri bozucu bir etki yaratmıştır (Yılmaz, 2005:102).

2001 yılı, makroekonomik istikrarsızlıklarla mücadelede para ve maliye politikaları uygulamaları bakımından bir dönüm noktası niteliğinde olmuştur. Faiz dışı bütçe fazlası hedefi, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı çerçevesinde getirilip bu dönemde uygulamaya konulan ve kararlılıkla uygulanan ve kamu mali disiplinin sağlanmasının en önemli ayaklarından biridir. Aynı dönemde Merkez Bankasına politika araçlarını seçme ve uygulama konusunda bağımsızlık tanınmıştır (Oktayer, 2010: 438). 2001 yılı sonrasında yaşanan bu gelişmelerin ardından, Türkiye ekonomisinde, fiyat istikrarının sağlanması bakımından para ve maliye politikalarının etkinliği konusunda gelişme kaydedilmiştir.

Mali piyasaların yeterince derin olmaması durumunda, hükümetlerin senyoraaj gelirlerine yönelerek, enflasyonist finansman yöntemlerini kullanmak zorunda kalması, Türkiye içinde benzer tehlikeyi ortaya çıkarmaktadır (Oktar ve Tokucu, 2001: 25). Para politikasının etkisini ön plana çıkarabilmek, mali piyasalar üzerindeki mali baskınlığın giderilmesi, para politikasının maliye politikaları tarafından belirlenen bir politika durumundan çıkarılması ve siyasi karar alıcıların merkez bankasına serbest olma imkanı tanıyacak ortamın oluşması kararını vermeleri enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilmesi için gereken en önem şarttır.

#### **3.2.2.4. Türkiye' de 2002 Sonrası Mali Baskınlık ve Mali Derinlik**

Mali baskınlığın önlenmesi veya ortadan kalkması, şüphesiz ki güçlü ve istikrarlı bir maliye politikası ile mümkündür. Bu konuda da önemli gayretlerin gösterildiği bilinmektedir. Bunu, IMF ile yürütülen program ve bununla ilgili gözden geçirme raporlarında kamu maliyesi ile ilgili önlemlerin önemli bir yer tutmasından gözlemek mümkündür. 2002-2004 dönemini kapsayan Stand-by düzenlemesinde kamu maliyesi ile ilgili olarak, kamu sektörünün faiz dışı fazlasının 2002 yılında GSMH'nın %6.5'na

yükseltilmesi için mali bir çerçevenin oluşturulduğu, 2002 yılı için belirlenen mali hedeflerin desteklenmesi için GSMH'nın yaklaşık %2'sine denk gelen yeni tedbirlerin belirlendiği gibi hususlar yer almıştır. IMF Niyet Mektubu'nda da 2003 yılında kamu sektörü mali programının, GSMH'nın %6.5'ı oranında bir kamu sektörü faiz dışı fazlasını sağlayacak şekilde oluşturulduğu, ihtiyatlı bir gelirler politikası izlendiği, %6.5 faiz dışı hedefin desteklenmesi için kamu maliyesinin etkinliğini artırıcı reformların hayata geçirildiği ve bazı mali yapısal reformların hızla uygulanacağı ifade edilmiştir (Akyazı, 2004: 235). 2004 yılında yapılan İzmir İktisat Kongresi'nde, Türk Mali Sektörü Raporu'na göre; en çarpıcı gösterge devlet iç borçlanma senetleri yoluyla maliye politikasının para politikasını ikame etmesidir. Sonuç itibariyle, zaten sığ olan piyasaların büyük bölümünün, kamu kesimine kaynaklık ettikleri görülmektedir.

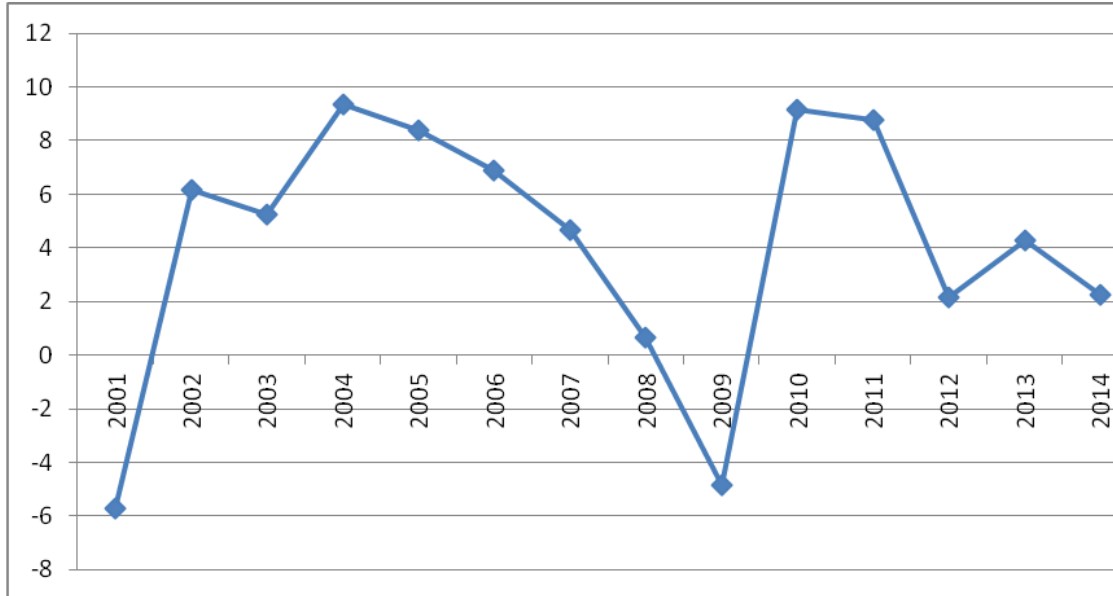
Türkiye'de 2001-2003 yılları arasında %16.9, %14.6, %11.2 olarak gerçekleşen bütçe açıklarının GSMH'ya oranı, 2004 yılı 1. Yarıyı itibariyle %11'e düşmüştür. Ancak, Maastricht kriterlerinin öngördüğü %3'lük düzeye ulaşamamıştır. Ülkemizde toplam kamu borç stoku/GSMH oranı 2003 yılı sonu itibariyle % 81.4 olarak gerçekleşmiştir. Bir ülkede mali baskınlığın ölçülmesinde kullanılan bir diğer gösterge olan toplam kamu borç stokunun GSYİH'ya olan oranıdır. Bu oran açısından da Türkiye, Maastricht kriterlerini (%60) gerçekleştirememiştir. Türkiye'de mali baskınlığı azaltmaya yönelik olarak gerçekleştirilen olumlu gelişme, 9 Nisan 2002 tarihinde resmi gazetede yayınlanarak yürürlüğe giren ve yeni borçlanma yasası olarak da bilinen "4749 Sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun"dur. Bu kanun ile birlikte, hükümetin bütçede belirtilen harcama kalemi ile tahmini bütçe gelirleri arasındaki fark ölçüsünde borçlanabileceği belirtilmiştir (Büyükakın ve Eraslan, 2004: 32-33).

2010 yılı Haziran ayında kabul edilen "Mali Kural Kanun Tasarısı" ile kurala bağlı maliye politikası uygulaması gündeme gelmiştir. Kurala bağlı maliye politikası, kamu kesiminin gelir, gider, borçlanma ve finansal yükümlülük altına girme ve benzeri konularında orta ve uzun dönemde izleyeceği politikaların esneklik limitlerinin belirli kurallara bağlanması olarak tanımlanmaktadır. Mali kural uygulaması ile "ekonomide güven ve istikrarın güçlendirilmesi, mali disiplin anlayışının kalıcı hale getirilmesi, ekonomi politikalarına uzun vadeli perspektif getirilerek, mevduat ve kredi vadelerinin uzamasının sağlanması, kamunun uzun vadede finansman ihtiyacını netleştirerek özel

sektörün daha uzun vadede ve daha düşük maliyetle kaynaklara ulaşmasının sağlanması” amaçlanmaktadır.

Mali baskınlık oranının büyüklüğü senyora, iç ve dış borçlanmaya başvurmaya ve bu borçlanma araçlarının ekonomi üzerinde yarattığı olumsuz etkilerin ağırlaşmasına neden olur. Senyorajın yeterli olmadığı veya başvurulmadığı zamanlarda, alternatif olarak yoğun bir biçimde iç borçlanmaya başvurulması faiz oranlarının yükselmesine yol açar. Mali sistemin derinleşemediği ekonomilerde ise devletin ödünç verilebilir fonlar piyasasında özel sektöre rakip olarak girmesi sonucu yükselen faiz oranları, özel sektörü dışlar. Dış borç alternatifini kullandığında ise döviz kurları artarak, ödenecek borcun TL karşılığının yükselmesine neden olur. İç borçlanmanın yarattığı borç stoku üzerindeki faiz yükünü azaltmak, dış borçlanmanın yarattığı döviz kurlarındaki artışın önüne geçmek isteyen bir hükümet, senyorajı, bir kolaycılık tercihi olarak kullanmak ve dolayısıyla merkez bankasına bağımsızlık tanımamak yolunu seçebilecektir.

**Grafik 3.13: Türkiye’de GSYİH Büyüme Oranı 2001-2014 (yüzde değişim)**



**Kaynak:** IMF, TURKSTAT



Mali politikaların büyüme desteklemesinden dolayı gelişmiş ülkelerde büyüme rakamlarında 2013 yılında, 2012 yılına göre bir toparlanma yaşanmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde büyüme 2013 yılında önemli ölçüde yavaşlamıştır. Küresel ekonominin 2014 yılında, 2013 yılına göre bir miktar daha güçlü seyredeceği tahmin edilmektedir. 2014 yılında Türkiye'nin en büyük ticaret ortağı AB'deki resesyon, kriz ve sermaye akımlarının zayıflamasına rağmen, ekonominin Orta Vadeli Programda belirlenen %3.6'yı aşarak muhtemelen %4 civarında büyüyeceği planlanmaktadır. Grafik 3.13'de Türkiye ekonomisinin 2013 yılına bakıldığında büyüme açısından oldukça iyi bir yıl geçirdiği gözlenmektedir. Çin hariç gelişmekte olan ülkelere bakılırsa, 2013 yılında gelişmekte olan ülkeler yaklaşık %3.2 civarında büyümüştür. 2014 yılı için öngörülen büyüme oranı %4 civarındadır. Son dönemde gerek Amerikan Merkez Bankasının parasal sıkılaştırma politikası ki, bunun 2014 yılında hızlanarak devam etmesi olasıdır. 2014 yılında Türkiye'de büyümede bir yavaşlama olsa da, bunun geçici olacağı inancı kamuoyuyla paylaşılmaktadır.

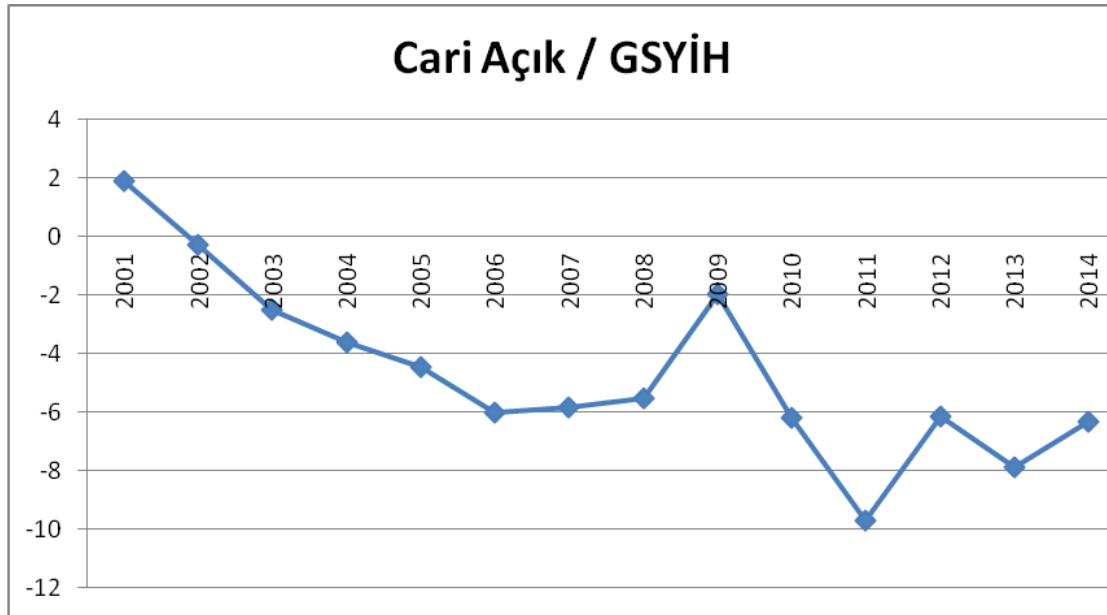
Enflasyon beklentilerini hedefe yakın tutmak için, sermaye akımları sonucu oluşan ve cari açığın yapısal seviyesinin çok üzerinde oluşmasına neden olan yerli paranın reel bazda aşırı değerlenmesi ve kredi talebinin, arzının artması nedeniyle aşırı ısınan ekonomi olmak üzere iki unsurun yönetilmesi gerekmektedir. Bu iki önemli husus para politikası yapıcılarının önünde enflasyonla mücadelede engel teşkil ettiğinden 2010 yılı sonu itibarıyla TCMB, yeni para politikası olarak duyurduğu enflasyon hedeflemesi stratejisini sermaye akımlarını gözeterek oluşturmaktadır.

Türkiye'de 2013 yılında iç talepte güçlü artış, yüksek seyreden petrol fiyatları, bölgedeki jeopolitik gerginlikler ve zayıf dış talebe rağmen altın hariç cari açıkta hiçbir kötüleşme olmadığı, hatta yıllık bazda düştüğü gözlenmektedir. 2013 yılının altın ithalatının çok arttığı bir yıl olduğu, kasım ayı verilerine bakıldığında 12 aylık cari açığın 60.8 milyar dolar, net altın ticareti hariç 50.7 milyar dolar olduğu ve altın ticareti hariç cari açıkta 2012 yılına göre son 12 ayda 3.5 milyar dolarlık bir iyileşme olduğu görülmektedir.

2013 yılının son döneminde Türk Lirasında bir değer kaybı yaşanmıştır. AB bir toparlanma sürecindedir. Bütün bunlar cari açığı 2014 yılında olumlu yönde etkileyecektir. Cari açıkta çok ciddi bir daralma söz konusu olabilir. Grafik 3.14'te yer

alan cari açık değerlerine bakıldığında, 2013 yılının sonunda cari açığa yönelik spesifik mali vergi tedbirleri ve makro ihtiyati tedbirlerin birlikte alınması cari açığa 2014 yılında ciddi bir iyileşme beklenmesine neden olabileceği düşünülmektedir.

**Grafik 3.14: Türkiye’de Cari Açık / GSYİH Büyüme Oranı 2001-2014**



**Kaynak:** IMF, TURKSTAT

2013 yılı bütçe açığının GSYİH'ye oranı %1.2, 2014 yılında büyümenin öngörüldüğü gibi %4 oranında olması durumunda bu oranın %1.1' ineceği belirtilmektedir. 2013 yılının sonunda bütçe açığının GSYH'ye oranının 1985' ten beri elde edilen en düşük üçüncü açık olduğu ifade edilmektedir. Bütçe açığının GSYH'ya oranı siyasi istikrarın ve kararlı uygulanan maliye politikalarının, mali disiplinin sonucu 10 puandan daha fazla düşmüştür. Dolayısıyla, Türkiye’de mali baskınlık oranının yıllar itibariyle düştüğü söylenebilir.

Türkiye’de 2014 yılı bütçesi mali disiplini sürdüren gerçekçi tahminlere dayanarak planlanmıştır. Hedef makro istikrarı, finansal istikrarı sürdürmek, cari açığı, enflasyonu kontrol altında tutabilmek ve bu arada sürdürülebilir yüksek büyümeyi sağlamaktır. Kamu maliyesi politikalarına uzun vadeli öngörülebilirlik getiren ve uzun vadeli kamu mali disiplinin sağlanması bakımından son derece önemli olan mali kural uygulamasının, para politikaları ile birlikte, Türkiye’nin makroekonomik dengeler bakımından kalıcı istikrara kavuşmasında büyük rol oynaması beklenmektedir.

Türkiye ekonomisinin 1980 sonrası dönemde geçirdiği yapısal evrim, 1990'larda artan borç yükü ve beraberinde yüksek kronik enflasyonlar ile karakterize edilmiştir. Maliye politikasının para politikasını egemenliği altına alması ve hükümetin borçlarını TCMB kaynakları ile finanse etmesi yaşanan krizlerin nedenlerindedir. 2014 yılı itibariyle, Türkiye'de mali sürdürülebilirlik sağlanmış ve mali disiplin açısından önemli adımlar atılmıştır. Maliye politikasının disipline edilmesi, TCMB açısından da bağımsız para politikası uygulama olanağını kolaylaştırmıştır denilebilir.

## **DÖRDÜNCÜ BÖLÜM**

### **FİYAT İSTİKRARI VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ İLİŞKİSİNİN ANALİZİ**

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile ilgili yapılan araştırmalar incelendiği zaman, yapılan çalışmaların başlangıçta daha çok stratejinin teorik çerçevesi üzerine yoğunlaştığı, fakat zaman içerisinde enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik performansını değerlendirmeye doğru kaydıkları görülmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik performansı değerlendirilirken bu stratejiyi uygulayan ülkelerdeki enflasyon, büyüme, işsizlik ve faiz oranı gibi temel makro ekonomik göstergeler ile bu göstergelerdeki değişkenliğe bakılmaktadır. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ve uygulamayan ülkelerin karşılaştırılması yoluna gidilmektedir. Aşağıda, bu çalışmalardan bazılarının sonuçları özetlenmektedir.

#### **4.1. UYGULAMA SONUÇLARININ ANALİZİNE İLİŞKİN LİTERATÜR ARAŞTIRMASI**

Debelle'nin (1997), enflasyon oranını, enflasyon hedeflemesi stratejisinde kredibilitenin bir kriteri olarak gördüğü uzun dönem tahvil getirisi ve işsizlik oranları değişkenlerini baz alarak yapmış olduğu performans değerlendirilmesinde ortaya çıkan sonuçlar şu şekilde sıralanabilir: Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerdeki enflasyon düşüşünün diğer büyük sanayileşmiş ülkelerden daha fazla olduğunu belirtmek gerekir. Buradan yola çıkarak, enflasyon hedeflemesi stratejisinin geçmişten kaynaklanan nedenlerle enflasyonun düşürülmesi konusunda belirli bir kredibiliteye sahip olmayan ülkeler için faydalı olduğu sonucuna varılabilir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik performansını değerlendirmek için henüz erken olmakla birlikte, enflasyonu düşürme konusunda başarılı olduğu söylenebilir. Özetle, enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyonun düşürülmesine önemli katkılarının olduğu, buna karşılık açık enflasyon hedeflemesini uygulamayan diğer ülkelerde de

enflasyon oranının düştüğü görülmektedir.

Mishkin-Posen (1997) yapmış olduğu çalışmada, Yeni Zelanda, Kanada ve İngiltere’de uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısını sorgulamışlardır. Bunun için çekirdek enflasyon, GSYİH’nin büyüme oranı ve gecelik faiz oranlarından oluşan üç değişkenli sınırlandırılmamış vektör otoregresyon modeli (VAR) kullanılmıştır. Modelin çalıştırılması sonucunda Yeni Zelanda, Kanada ve İngiltere’de enflasyon oranının enflasyon hedeflemesi stratejisini uyguladıktan sonra istikrarlı bir şekilde beklenen seviyenin altına düşürüldüğü, para politikası aracı olarak kullanılan faiz oranlarının beklentilerin altında kaldığı ve reel ekonomide uzun dönemde olumsuz bir gelişmenin ortaya çıkmadığı; kısaca ekonomik büyüme için uygun bir iklimin sağlanabildiği tespit edilmiştir. Özetle uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi stratejisinden elde edilen sonuçlar her üç ülkede tamamen pozitif yöndedir.

Brooks (1998), Avustralya’nın enflasyon hedeflemesi performansını enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan diğer ülkelerin yanı sıra bu stratejiyi uygulamayan ülke grupları ile 1980-1997 dönemini esas alarak karşılaştırmıştır. Çalışmada, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin düşük enflasyon oranlarına ulaşma konusunda görece olarak başarılı olduğunu vurgulamıştır.

Kahn-Parrish (1998), enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan Yeni Zelanda, Kanada, İsveç ve İngiltere’deki ekonomik performansı ABD ile karşılaştırmışlardır. Karşılaştırmada temel olarak enflasyon ve kısa dönem faiz oranları baz alınmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan bu dört ülkede enflasyon oranları azalmış ve istikrarlı bir yapıya kavuşmuştur. Bununla birlikte 1990’lardan sonra birçok ülkede, açık enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamadan da benzer başarıların elde edilebildiği görülmüştür. Örneğin ABD’de 1990’da %5 olan TÜFE, 1997 yılında % 2’ye düşürülebilmştir. Buradan da anlaşılmaktadır ki, enflasyon hedeflemesi stratejisi enflasyonun düşürülmesinde önemli bir rol oynamakla birlikte enflasyonun düşürülmesinde olmazsa olmaz bir strateji konumunda değildir.

Cecchetti-Ehrmann (1999), 9’u enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ve 14’ü de uygulamayan ülkelere ilişkin toplam 23 ülkeyi kapsayan çalışmalarında temel olarak, enflasyon hedeflemesi stratejisinin üretim değişkenliğini artırıp artırmadığı sorusuna cevap aramışlardır. Çalışmada elde edilen sonuçları şu şekilde özetlemek

mümkündür: Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde başlıca hedef olan enflasyonun düşürülmesi amacına ulaşıldığını belirtmek mümkündür. Burada altının çizilmesi gereken önemli husus, enflasyondaki düşüşün sadece enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulanan ülkelere özgü olmadığı, bütün ülkeler için geçerli olduğudur.

King (1999), Avustralya, Kanada, Finlandiya, İsveç, Yeni Zelanda, İngiltere, Fransa, Almanya, İtalya, Japonya ve ABD ülke deneyimlerinde yapmış olduğu incelemeler neticesinde şu sonuçlara varmıştır: Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerdeki enflasyon oranları hedeflemeyi uygulamayan ülkeler seviyelerine indirilmiştir. Enflasyon oranlarındaki düşüşler, ne üretimde bir azalışa ne de üretim değişkenliğinde bir artışa neden olmuştur. Enflasyon hedeflemesinden sağlanan tecrübeler, stratejinin üretim azalışı olmadan da enflasyonu düşürülebileceğini göstermektedir.

Siklos (1999), enflasyon hedeflemesi stratejisinin performansını değerlendirmek için enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan Avustralya, Kanada, Finlandiya, Yeni Zelanda, İspanya, İsveç ve İngiltere ile bu stratejiyi uygulamayan ABD, Almanya ve araştırmanın yapıldığı tarih itibarıyla henüz enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başlamamış olan İsviçre'yi karşılaştırmıştır. Bu çalışmaya göre, enflasyon hedeflemesi stratejisi enflasyonun düşürülmesi konusunda başarılı olmakla birlikte, enflasyon oranlarındaki düşüşler 1990'lı yıllarda uluslararası nitelik kazanmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uzun dönemde ekonomik performansı olumlu yönde etkileyip etkileyemeyeceği sorusu varlığını devam ettirmektedir.

Mishkin ve Schmidt-Hebbel (2000), enflasyon hedeflemesi stratejisinin on yılını değerlendiren çalışmalarından elde ettikleri sonuçları aşağıdaki gibi özetlemişlerdir: Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkeler, enflasyonu düşürme konusunda oldukça başarılı olmuşlardır. Bununla birlikte enflasyon oranlarında sağlanan düşüşler, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamayan diğer sanayileşmiş ülkelere göre daha düşük seviyelerde değildir. Mishkin ve Schmidt Hebbel'e göre, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülke tecrübelerinden sağlanan sonuçlara bakıldığında enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısını kanıtladığını söylemek mümkündür.

Freedman (2001a), Kanada'da elde edilen tecrübeler, enflasyon hedeflemesinin hem para politikası için etkili bir nominal çapa olabileceğini hem de enflasyonun

düşürülmesi ve düşük seviyede devam ettirilmesinde önemli bir rol oynayabileceğini göstermiştir.

Nadal-De Simone (2001), enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan Yeni Zelanda, İngiltere, Avustralya, Kanada ve Şili ile bu stratejiyi uygulamayan ABD'e ait enflasyon, 10 yıllık tahvil faizi, GSYİH artışı ve işsizlik oranları arasındaki farklılıkları karşılaştırmak suretiyle enflasyon hedeflemesinin performansını değerlendirmeye çalışmıştır.

Brash (2002), Yeni Zelanda deneyiminde enflasyon hedeflemesi para politikası için güvenilir bir nominal çapa olmuştur ve enflasyon oranı, diğer gelişmiş ülkelerin seviyesine düşürülebilmektedir. Aynı zamanda enflasyon değişkenliğinin de azalmasında ve genel olarak ekonominin performansının geliştirilmesinde önemli katkıları olmuştur.

Brimmer (2002), çalışmasında Yeni Zelanda, Kanada, Şili ülke deneyimleri ışığında enflasyon hedeflemesi uygulamasının pozitif sonuçları öne çıkıyorsa da, genel olarak bakıldığında, elde edilen sonuçların çok karışık olduğu söylenebilir. Yine de mevcut tecrübelerden, enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyon beklentilerinin azaltılmasında, kamuoyunun hükümete olan güveninin sağlanmasında ve bütün bunların bir sonucu olarak da fiili enflasyon oranının düşmesinde önemli bir rol oynayabildiği görülmüştür.

Corbo, Moreno ve Schmidt-Hebbel'in (2002) çalışmasında, enflasyon hedeflemesi stratejisini tam ve kısmi olarak uygulayan ülkeler ile, bu stratejiyi uygulamayan ülkelerin oluşturduğu üç alt grup söz konusudur. Performans kriterleri olarak enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrasındaki enflasyon oranları, hedef enflasyon oranından sapma derecesi ve özveri oranları dikkate alınmıştır. Elde edilen sonuçları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür: Gerçekleşen enflasyon oranlarının hedeflenen orandan nispi ve mutlak sapmalarına bakıldığında, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin enflasyon hedefini tutturma konusunda başarılı oldukları gözlenmektedir.

Dodge (2002), Kanada deneyiminde enflasyon hedeflemesi stratejisi, para politikası için güvenilir bir nominal çapa rolü oynamıştır. Bunun sonucunda enflasyon konusunda artan bir istikrar sağlanabilmektedir. Doğal olarak bu gelişmeler reel

ekonomiye de olumlu bir şekilde yansımıştır. Nitekim enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı dönem boyunca, hem üretim açığı hem de işsizlik oranı ile ilgili değişkenliğin azaldığı görülmüştür.

Johnson (2002), enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan 5 ülke (Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda, İsveç ve İngiltere) ile uygulamayan 6 ülke (Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, Japonya ve ABD)'nin 1984-2000 dönemine ilişkin verilerini test ederek enflasyon hedeflemesi stratejisinin beklenen enflasyon davranışı üzerindeki etkilerini incelemiştir. Beklenen enflasyon seviyesinde stratejinin ilanından sonra büyük bir düşüş olduğuna ilişkin güçlü kanıtlar elde edilmiştir. Bu eğilim enflasyon hedeflemesi stratejisine geçen beş ülkede de gözlenmiştir. Diğer taraftan, fiili enflasyon oranları stratejiyi uygulayan ve uygulamayan bütün ülkelerde düşmüştür. Düşük fiili enflasyon oranları ile birlikte bütün ülkelerde enflasyon tahminlerinin dağılımı da düşme eğilimi göstermektedir.

Neumann ve von Hagen (2002), enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin enflasyon konusunda gösterdikleri başarılı performansta bu stratejinin rolünü belirlemek amacıyla enflasyon oynaklığı, hasıla açığı ve merkez bankasının faiz oranı değişkenlerini incelemiştir. Elde edilen bulgular enflasyon hedeflemesi stratejisinin söz konusu değişkenlerde iyileşme eğilimlerini artırdığını göstermiştir. Öte yandan enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulaması parasal otoritenin kredibilite derecesinde belirli bir ilerleme sağlayarak bu ülkelerdeki merkez Bankalarının Bundesbank ve Swiss National Bank'a benzemesine katkı sağlamıştır.

Schmidt-Hebbel ve Werner (2002) çalışmasında, Brezilya, Şili ve Meksika'nın enflasyon hedefini başarılı bir şekilde tutturulabildiğini ifade etmektedir. Ayrıca enflasyonun düşürülmesi maliyetinin bir göstergesi olarak kabul edilen özveri oranı ve üretim değişkenliği düşük düzeylerde kalmış, para politikasında kredibilite büyük ölçüde sağlanabilmiştir.

Ball ve Sheridan (2003), OECD'ye üye 20 ülkeden 1990'lı yılların başlarında enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan 7 ülke ile uygulamayan 13 ülkenin makroekonomik performansını enflasyon, büyüme ve faiz oranları ile bunların değişkenliğini regresyon analizi sonuçlarına göre karşılaştırmıştır. Çalışmada, stratejiye geçilen yıllardan sonra hem bu stratejiyi uygulayan hem de uygulamayan ülkelerde



ekonomik performansın birçok yönden iyileştiği belirtilmiştir. Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesi stratejisinin ülkelerin ekonomik performansları üzerinde iyileşme yönünde pozitif katkıları gözlenmemiştir.

Choi, Jung ve Shambora (2003), çalışmasında enflasyon hedeflemesi stratejisinin Yeni Zelanda ekonomisinde enflasyon dinamiklerini değiştirdiğini göstermektedir. Yapısal kırılma tarihinden sonra enflasyon oynaklığında ve reel GSYİH büyüme oranında önemli bir azalma gerçekleşmiştir. Çalışmada, enflasyon hedeflemesi stratejisinin Yeni Zelanda'da başarılı olduğu sonucuna varılmıştır.

Johnson (2003), Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda, İsveç ve İngiltere'de enflasyon hedeflemesi stratejisinin beklenen enflasyon seviyesi üzerinde etkileri araştırılmıştır. Elde edilen sonuçlar neticesinde, ilk dört ülkede enflasyon hedeflemesi uygulamasının beklenen enflasyon seviyesini düşürdüğu görülmüştür. Sadece İngiltere için bu yönde bir kanıt ulaşılamamıştır.

Hu (2003), 66 ülkeye ait veriler 1980-2000 dönemi esas alarak enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyon ve hasıla performansı üzerindeki etkilerini ve bu stratejinin uygulandığı bir ortamda enflasyon ve hasıla oynaklığı değiş-tokuş ilişkisindeki değişikliği araştırmıştır. Hem istatistiki veriler, hem de regresyon sonuçları enflasyon hedefleme stratejisinin hasıla ve enflasyon performansı üzerinde pozitif bir rol oynadığını ortaya çıkmıştır. Diğer taraftan, enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyon ve hasıla oynaklığı değiş tokuşunu iyileştirdiği görüşünün sınırlı düzeyde desteklendiğine ilişkin bulgulara ulaşılmıştır.

Levin, Natalucci ve Piper (2004); gelişmiş ve gelişmekte olan 5 ülkede 1994-2003 döneminde enflasyon hedeflemesinin makroekonomik etkilerini araştırmıştır. Elde edilen sonuçlara göre, enflasyon hedeflemesi stratejisi uzun vadeli enflyonist beklentilere çapa oluşturarak enflasyon ataletinin azalmasına olumlu katkı sağlamaktadır.

Petursson (2004), enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik etkilerini incelemek amacıyla farklı ülke örneklerine ait 1981-2002 dönemine ilişkin aylık verileri test etmiştir. Çalışmada, enflasyon hedefleme stratejisini uygulayan 21 ülkenin deneyimini incelenmiştir. Çalışmada enflasyon hedeflemesi stratejisinin hasıla büyüme

oranı, hasıla oynaklığı, döviz kuru oynaklığı, faiz oranı gibi ekonomik göstergelerdeki etkisi incelenmeye çalışılmıştır. Elde edilen sonuçlar, bu stratejiyi uygulayan ülkelerin enflasyonu düşük seviyelerde tutma konusunda iyi bir performans sağladığını ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin son derece başarılı olduğunu göstermiştir.

Wu (2004), çalışmasında sanayileşmiş 22 OECD ülkesinin 1985-2002 dönemine ilişkin üçer aylık enflasyon verilerini test etmiştir. Elde edilen bulgular; enflasyon oranlarındaki düşüş ile enflasyon hedeflemesi uygulanması arasında nedensel bir ilişkiyi göstermiştir. Çalışmanın sonucuna göre, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde enflasyon konusunda sağlanan pozitif performansın agresif para politikasından kaynaklandığı görüşünün doğru olmadığı ifade edilmiştir.

Vega ve Winkelried (2005), çalışmasında enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan 23 ülke deneyimi ile geniş bir kontrol grubu (enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamayan 86) ülkeyi incelemiştir. Enflasyon hedeflemesi uygulamasının enflasyon dinamikleri (ortalama enflasyon, enflasyon oynaklığı ve enflasyon ataleti) etkilerini araştırmıştır. Elde edilen bulgulara göre enflasyon hedeflenmesi stratejisinin soft ya da açık uygulamaları düşük enflasyon ortalaması ve düşük enflasyon oynaklığına yol açmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon hedeflemesi stratejisi aynı zamanda enflasyon ataletini kırmaktadır.

De Mendonça (2007), 14 ülkenin verilerini kullanarak enflasyon hedeflemesi stratejisi ile enflasyon oranı, faiz oranı ve ekonomik büyüme değişkenleri arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Çalışmadan elde edilen sonuçlara göre, enflasyon hedeflemesi uygulaması enflasyon oranını düşürmek suretiyle faiz oranlarının gerilemesine yol açmıştır. Diğer taraftan, ekonomik büyüme üzerinde kayda değer bir maliyet doğurmaksızın işsizlik artışına yol açan bir ortamın oluşumuna katkı sağlamıştır.

Genç ve diğ. (2007), 1960-2004 dönemine ilişkin Kanada, Yeni Zelanda, İsveç ve İngiltere'nin üçer aylık verilerini kullanarak enflasyonu düşürmede enflasyon hedeflemesi stratejisinin etkinliğini incelemiştir. Çalışmada fiili enflasyon oranlarının tahmin edilenden daha düşük olduğuna ilişkin sonuçlar elde edilse de, enflasyon hedeflemesi uygulamasının enflasyon seviyesinde yapısal bir kırılmaya yol açtığına ilişkin istatistiki bir kanıt ulaşılamamıştır. Araştırmacılar, bu sonucun hedeflenen

enflasyon oranının güvenilirliğine bağlı olduğunu tahmin etmektedirler.

Lin ve Ye (2007), 1985-2005 dönemine ilişkin enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan sanayileşmiş yedi ülke (Avustralya, Kanada, Finlandiya, Yeni Zelanda, İspanya, İsveç ve İngiltere)'nin verilerini kullanarak yaptıkları çalışmada farklı bir sonuç elde etmişlerdir. Örnek olarak seçilen gelişmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesi uygulamasının enflasyon ve enflasyon değişkenliği üzerinde önemli bir etki doğurmadığı saptanmıştır. Çalışmanın sonuçları, görece olarak yüksek enflasyon deneyimi yaşayan gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarının tesisi için enflasyon hedeflemesi stratejisinin önemini ortaya koymaktadır.

Walsh (2009), gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin verilerini test ederek enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansa etkilerini araştırmıştır. Elde edilen sonuçlar şunlardır: Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ve uygulamayan ülkelerde makroekonomik performans benzer bir özellik taşımaktadır. Buna karşın gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisi makroekonomik performansı iyileştirmiştir.

Ftiti (2010), çalışmasında para politikasının ekonomik performansını kontrol etmek istemiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin, sanayileşmiş ülkelerde enflasyon oranı, faiz oranı ve GSYİH büyüme oynaklıklarını olumlu etkilediğini saptamıştır. Çalışması neticesinde, enflasyon hedeflemesi stratejisinin istikrarlı bir parasal ortam oluşturduğu sonucuna varılmıştır. Bu ülkelerde para politikası ekonomik performansı sağlamıştır. Ftiti gelişmekte olan ülkeler içinde aynı sonucun geçerli olup olmayacağını araştırmalarını önermektedir.

Kitov ve Kitov (2011), Kanada'da iş gücü düzeyinde değişiklik, enflasyon ve işsizlik oranından oluşan amprik bir model kurmuşlardır. Çalışmaya göre, 1991 yılında yeni bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesiyle birlikte enflasyon oranındaki düşme o dönemde yapısal kırılmanın olduğunu göstermektedir. Araştırma neticesinde uzun dönemde iş gücü oranındaki değişim ile enflasyon/işsizlik oranı ilişkisinin olduğu tespit edilmiştir.

Ascari ve Sbordone (2013), enflasyon evrimi ve dinamikleri üzerine bir çalışma yapmıştır. Yüksek oranlı enflasyon hedefi, oynak ve istikrarsız bir ekonomiye neden

olmaktadır. Aynı zamanda enflasyon beklentilerini istikrarsızlaştırmak eğilimindedir.

## **4.2. EKONOMETRİK ANALİZ**

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmiş bulunan 2002 yılından sonra önemli makroekonomik değişkenlerde herhangi bir yapısal kırılmanın gerçekleşip gerçekleşmediğini saptamak için tüketici fiyatları endeksindeki aylık değişim (TÜFE), ½ ABD Doları ile ½ Euro toplamı olarak hesaplanan döviz kuru sepetindeki aylık artış, çeyrekler itibariyle bütçe açığı/GSYİH oranı, cari açık /GSYİH oranı ve GSYİH büyüme oranı üzerine yapısal kırılma testleri uygulanmıştır. Çalışmada Jung, Choi ve Shambora’nın makalesini referans alarak, enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik değişkenler üzerinde yapısal bir kırılma döneminin başlangıcı olup olmadığını Türkiye verileri için test etmek amaçlanmaktadır.

Jung, Choi ve Shambora (2003), makalelerinde Yeni Zelanda’da enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik değişkenler ve enflasyon dinamiklerinde yapısal bir kırılmaya yol açtıklarını göstermiştir. Ftiti (2009); Yeni Zelanda, Birleşik Krallık, İsveç ve Kanada verisi ile çalıştığı makalesinde enflasyon hedeflemesi stratejisine geçildikten sonra makroekonomik değişkenlerin daha istikrarlı olduğunu (oyunluklarının düştüğünü, öngörülebilirliklerinin arttığını) rapor etmiştir. Ascari ve Sbordone (2013), ABD verisi ile gerçekleştirdikleri çalışmalarında benzer bulgular saptamışlardır. Ascari ve Sbordone’a göre de enflasyon hedeflemesi stratejisi ekonomik oynaklığı düşürmekte, enflasyonu daha düşük seviyeye çekmektedir. Kitov ve Kitov (2012), enflasyon hedeflemesi stratejisine geçildikten sonra enflasyon, işsizlik ilişkisini inceledikleri çalışmalarında stratejinin sözkonusu ilişki çerçevesinde bir yapısal kırılma yarattığını saptamışlardır.

### **4.2.1. Araştırmanın Amacı**

İlgili yazında enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesiyle birlikte çeşitli ülkelerde makroekonomik değişkenlerin seviyelerinde ve oynaklık değerlerinde değişimler yaşanabilmiştir. Çalışmada söz konusu literatürden esinle Türkiye’de de enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik değişkenler açısından benzer bir yapısal kırılma döneminin başlangıcı olup olmadığını saptamak ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin performansı ölçülmek istenmiştir.

Bu bağlamda, çalışmanın içerisinde hipotezler, “1990-2002 döneminde tüketici fiyatları enflasyonu, döviz kurlarının oluşumu, gayri safi yurtiçi hasılaya oranla bütçe açığı, gayri safi yurtiçi hasılaya oranla cari işlemler hesabı açığı, gayri safi yurtiçi hasılanın büyüme oranı ile Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmiş olan 2002 yılı sonrasında gerçekleşen tüketici fiyatları enflasyonu, döviz kurlarının oluşumu, gayri safi yurtiçi hasılaya oranla bütçe açığı, gayri safi yurtiçi hasılaya oranla cari işlemler hesabı açığı, gayri safi yurtiçi hasılanın büyüme oranı farklılaşma göstermiştir” varsayımları üzerine kurulmuştur.

#### 4.2.2. Araştırmanın Yöntemi

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmiş olan 2002 yılında veya sonrasında yapısal bir kırılmanın olup olmadığının araştırılmasında Gregory Chow tarafından önerilmiş bulunan Chow kırılma testi kullanılmıştır. Söz konusu test, yapısal kırılmaya uğradığı düşünülen zaman serisinin yapısal değişiklik olduğu düşünülen dönemden (çalışmada 2002 yılı başı) bölünmesi, sonra da ayrı ayrı dönemler ve tüm gözlemler için modeller tahmin edilerek artıkların karelerinin toplamının karşılaştırılması esasına dayanır. Bu amaçla aşağıda gösterilmiş bulunan ve F dağılan test istatistiği kullanılmıştır.

$$F = \frac{\frac{e'e - (e_1'e_1 + e_2'e_2)}{k}}{\frac{e_1'e_1 + e_2'e_2}{T - 2k}}$$

Burada  $e'e e'e$  terimi tüm gözlemler kullanılarak tahmin edilen bir modelden elde edilen artıkların karesini (matris çarpımı ile ifade edilmiştir),  $e_1'e_1 e_1'e_1$  terimi düşünülen yapısal kırılma döneminden önceki gözlemler kullanılarak tahmin edilen bir modelden elde edilen artıkların karesini,  $e_2'e_2 e_2'e_2$  terimi düşünülen yapısal kırılma döneminden sonraki gözlemler kullanılarak tahmin edilen bir modelden elde edilen artıkların karesini,  $k$  sıfır hipotezinde yer alan toplam kısıt sayısını,  $T$  ise toplam gözlem sayısını ifade etmektedir.

#### 4.2.3. Araştırmanın Modeli

Araştırmada enflasyon hedeflemesi stratejisinin iç ve dış fiyatlar (iç fiyatlar, tüketici fiyatlarındaki değişim; dış fiyatlar ise döviz kurları olarak ele alınmıştır), bütçe ve cari hesap dengeleri ile ekonomik büyüme üzerine olan etkisi saptanmaya çalışılmıştır.

#### **4.2.4. Araştırmada Kullanılan Değişkenlerin Tanımlanması**

Araştırmada kullanılan değişkenler enflasyon hedeflemesi stratejisinin başlıca uyardığı ya da uyaracağı düşünüldeği değişkenler olan;

- Tüketici fiyatları enflasyonu (TÜFE)
- Daha düşük enflasyon ortamının sağladığı öngörülebilirlik ortamında gerçekleşebilecek ekonomik büyüme (GSYİH büyüme oranı)
- Yarısı ABD doları, diğeri yarısı ise EURO'nun TL değeri olarak ölçülen döviz sepeti
- Son olarak da cari işlemler hesabı dengesi ile bütçe dengesinin gayri safi yurtiçi hasılaya oranıdır.

#### **4.2.5. Araştırmada Kullanılan Verilerin Seçimi ve Kaynakları**

Veriler 1990: I- 2013: I arasındaki dönemi kapsamaktadır. Değişkenlerin durağan oldukları mertebede ARMA süreçleri kullanılmıştır. Aylık olarak takibi mümkün serilerde aylık, çeyrekler itibariyle takibi mümkün serilerde ise çeyreklik gözlemler kullanılmıştır. Buna göre tüketici fiyatları enflasyonu (TÜFE), döviz kuru sepeti aylık; diğeri seriler çeyreklik dönemler itibariyle kullanılmıştır.

Gayri safi yurtiçi hasıla verilerine Türkiye İstatistik Kurumu'ndan (TÜİK), diğeri verilere ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'ndan (TCMB) erişilmiştir. Kur sepeti, TCMB veri tabanından elde edilen ABD doları ile EURO verileri kullanılarak oluşturulmuştur. Araştırmanın sayısal kısımlarında Eviews 7.0 paket programı kullanılmıştır.

#### **4.2.6. Araştırmanın Sınırları**

Her ne kadar çalışmada öncelikle Chow yapısal kırılma testi ile makroekonomik değişkenlerde enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş ile ilişkilendirilebilecek bir değişimin yaşanıp yaşanmadığı saptanmaya çalışılacak olsa da, Chow testi önemli bir sınırlamaya tabidir. Chow testinde yapısal kırılma dönemi araştırmacı tarafından empoze edilmektedir. Bu nedenle tüm değişkenler üzerine bir de Quant-Andrews (QA) yapısal kırılma testi uygulanmıştır. QA testinin Chow testinden farkı QA testinde herhangi bir yapısal kırılma döneminin tarafımızdan empoze edilmesine gerek olmamasıdır. Başka bir ifadeyle, QA testi uygulanırken zaman serisi 2002 yılından öncesi ya da sonrası diye tarafımızca iki parçaya ayrılmamaktadır. Bunun yerine Chow testi tüm olası zamanlarda (çalışmamızda tüm gözlem noktalarında) teker teker denenmekte ve nihayetinde en yüksek olabilirlikli yapısal kırılma dönemine işaret eden maksimum F değerli (Chow test istatistiğine göre) zaman noktası yapısal kırılma anı olarak seçilmektedir. İşte bu nedenle çalışmada hem Chow, hem de Quant-Andrews testi sonuçları rapor edilmiştir.

#### **4.2.7. Araştırmanın Varsayımları**

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamasına geçme para politikası otoritelerince alınan bir karardır. Başka bir deyişle enflasyon hedeflemesi stratejisi, ekonomik verilerdeki değişimler neticesinde uyarılan ve otomatik değişim gösteren bir değişken değildir. Yani ekzojen (dışsal) özellik gösteren bir değişkendir.

Çalışmada enflasyon ile makroekonomik değişkenler arasında endojen (içsel) bir ilişki olmadığı, ilişkinin kuvvetli biçimde tek yönlü olduğu ve enflasyon hedeflemesi stratejisine önce karar verildiği ve bunun neticesinde makroekonomik değişkenlerde değişim yaşandığı varsayılmıştır. Söz konusu varsayım düşünüldüğünde gerçekçi bir varsayımdır. Zira aksi türlü bir durum söz konusu olsaydı, yani önce makroekonomik değişkenlerdeki değişim gerçekleşse ve sonra enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilse, stratejiye örneğin enflasyon düştüğü için geçilmiş gibi bir durum olması gerekirdi ki aslında tam tersi bir amaçla enflasyon hedeflemesi stratejisine önce geçildiği ve bunun sonucunda enflasyonun düştüğü ortadadır.

#### **4.2.8. Araştırmanın Hipotezleri**

Modelin öngördüğü varsayımları da dikkate alarak, yani enflasyon hedeflemesi

stratejisine geçişin çeşitli makroekonomik değişkenleri etkilediği varsayımı doğrultusunda araştırma hipotezleri aşağıdaki gibi kurulabilir:

**$H_{11}$   $H_{11}$** : 1990-2002 döneminde tüketici fiyatları enflasyonu ile Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmiş olan 2002 yılı sonrasında gerçekleşen tüketici fiyatları enflasyonu farklılaşma göstermiştir.

**$H_{12}$   $H_{12}$** : 1990-2002 döneminde döviz kuru sepeti ile Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmiş olan 2002 yılı sonrasında gerçekleşen döviz kuru sepeti farklılaşma göstermiştir.

**$H_{13}$   $H_{13}$** : 1990-2002 döneminde gayri safi yurtiçi hasılaya oranla bütçe açığı ile Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmiş olan 2002 yılı sonrasında gerçekleşen gayri safi yurtiçi hasılaya oranla bütçe açığı farklılaşma göstermiştir.

**$H_{14}$   $H_{14}$** : 1990-2002 döneminde gayri safi yurtiçi hasılaya oranla cari işlemler hesabı açığı ile Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmiş olan 2002 yılı sonrasında gerçekleşen gayri safi yurtiçi hasılaya oranla cari işlemler hesabı açığı farklılaşma göstermiştir.

**$H_{15}$   $H_{15}$** : 1990-2002 döneminde gayri safi yurtiçi hasılanın büyüme oranı ile Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmiş olan 2002 yılı sonrasında gerçekleşen gayri safi yurtiçi hasılanın büyüme oranı farklılaşma göstermiştir.

Yukarıda sıralanan hipotezler çerçevesinde beklentimiz enflasyon hedeflemesinin enflasyon oranlarında kesin bir yapısal kırılmaya yani farklılaşmaya neden olacaktır. Diğer türlü, enflasyon hedeflemesi stratejisinin Türkiye’de etkin olmadığını işaret ederdi. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin, sayılan diğer değişkenlere ilişkin olarak bir yapısal kırılma döneminin başlangıcı olup olmadığı araştırılmalıdır. Nitekim, bu sorunun cevabı niteliğindeki sonuçlar aşağıda rapor edilmiştir.

#### **4.2.9. Araştırma Sonuçları**

Araştırmanın modelindeki 1990-2013 yılları arası ele alınan değişkenlerin durağan oldukları mertebede ARMA süreçleri araştırılmıştır. Döviz kuru sepeti haricinde tüm değişkenler AR (1) süreci ile tahmin edilmiş, sadece döviz sepetindeki



döviz kurlarının tahmin süreci MA süreci ile tahmin edilmiştir. Daha sonra çalışmada kullanılan ana yöntem olan Chow testinin anlatımında belirtildiği üzere artıklar elde edilmiş ve test uygulanmıştır. Araştırma sonuçları aşağıdaki tablo 4.1’de gösterilmiştir:

**Tablo 4.1: Chow Yapısal Kırılma Testi Sonuçları**

Değişken	F test istatistiği	P değeri	Sonuç: 2002 yılında yapısal kırılma
TÜFE	30.93121	0,0000	<i>vardır</i>
Döviz kurları	4.189466	0,0416	<i>vardır</i>
Bütçe açığı / GSYİH	1.915874	0,1533	<i>yoktur</i>
Cari açık / GSYİH	5.519104	0,0057	<i>vardır</i>
GSYİH büyüme oranı	0.718704	0,4902	<i>yoktur</i>

Temel hipotez: 2002 yılı başında yapısal kırılma gerçekleşmemiştir.  
Sonuçlar %5 anlamlılık düzeyinde değerlendirilmiştir.

Tablo 4.1’de görüldüğü üzere, bütçe açığının GSYİH’ya oranı ile GSYİH’daki yıllık büyüme oranlarında 2002 yılı itibariyle bir yapısal kırılma gözlemlenmemektedir.

QA testinin sonuçları ise aşağıdaki tablo 4.2’de gösterilmiştir:

**Tablo 4.2: Quant-Andrews Yapısal Kırılma Testi Sonuçları**

Değişken	Maksimum F test istatistiği	P değeri	Sonuç: Yapısal kırılma noktası
TÜFE	32.77596	0,0000	<i>Nisan 2002</i>
Döviz kuru sepeti	87.88071	0,0000	<i>Ekim 2002</i>
Bütçe açığı / GSYİH	13.77974	0,0000	<i>2005 yılı 1. Çeyreği</i>
Cari açık / GSYİH	8.411684	0,0050	<i>2003 yılı 3. Çeyreği</i>
GSYİH büyüme oranı*	1.239118	0,9532	-

Temel hipotez: Chow istatistiğinin maksimum değerini aldığı noktada yapısal kırılma gerçekleşmemiştir.

(\*) Oldukça yüksek p-değerinden de anlaşıldığı üzere geçerli anlamlılık düzeylerinde bir yapısal kırılma dönemi GSYİH büyüme oranı değişkeni için saptanamamıştır.

QA testi sonuçları aşağıda maddeler halinde sıralanmıştır:

- Beklendiği üzere enflasyon hedeflemesi stratejisine geçildikten kısa bir süre sonra (dört ay içerisinde) TÜFE endeksinin bir yapısal kırılmaya uğradığını

göstermektedir. Sonucun böyle çıkması normaldir çünkü enflasyon hedeflemesi stratejisinde zaten TÜFE endeksindeki değişimler olarak ölçülen enflasyon oranları hedeflenmektedir.

- 2002 yılı içerisinde yapısal kırılmaya uğrayan bir diğer değişken ise döviz kuru sepetidir.
- Nispeten gecikmeli olsa da 2003 yılı sonu itibariyle yapısal değişim geçiren bir diğer değişken cari açık / GSYİH oranı olmuştur.
- Bütçe açığı / GSYİH oranında gözlemlenen yapısal kırılma ancak, 2005 yılının ilk çeyreği itibariyle ortaya çıkmıştır.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçildikten ya hemen sonra ya da biraz gecikmeyle bu dört değişkenin zaman serilerinde yapısal kırılmalar gerçekleşmiştir.
- Benzer bir yapısal kırılma dönemi GSYİH'nın büyüme oranı için saptanamamıştır.

Değişkenlerin GSYİH büyümesi dışında hepsi için 2002 sonrası dönemde bir yapısal kırılma saptandığı için 2002 hedeflemesi stratejisine geçiş yılı baz alınarak zaman serileri ikiye bölünmüş ve 2002 öncesi ile 2002 sonrası dönemde her bir değişkenin zaman serisinde betimsel istatistikleri itibariyle ne gibi değişimler olduğuna bakılmıştır. Ayrıca 2002 sonrası dönemde zaman serilerinin birim kök sınaması yapılarak durağanlıkları da saptanmıştır. Sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

**Tablo 4.3: Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Öncesi ve Sonrasında TÜFE, Döviz Kuru Sepeti, Bütçe Açığı/ GSYİH, Cari Açık/ GSYİH, GSYİH Büyüme Oranı Betimsel İstatistikleri**

Değişken	Ortalama 2002 Öncesi	Ortalama 2002 Sonrası	Standard Sapma 2002 Öncesi	Standard Sapma 2002 Sonrası
TÜFE	4,75	0,87	2,64	0,99
Döviz kuru sepeti	4,56	0,37	5,89	3,51
Bütçe açığı / GSYİH	-13,04	-9,22	8,47	12,64
Cari açık / GSYİH	-0,87	-4,90	2,81	3,06
GSYİH büyüme oranı	3,52	5,20	6,07	5,37

Tablo 4.3'ten görüldüğü üzere, 2002 yılı sonrasında enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı dönemde tüketici fiyatları ile ölçülen enflasyon oranlarının, döviz kuru sepetinin, bütçe açığı / GSYİH oranının ortalama değerlerinde mutlak ifadeyle gerileme görülmüş, büyüme oranının ortalaması artmıştır. Bu süreçte ortalama değeri olumsuz etkilenen tek değişken cari açık / GSYİH oranı olmuştur.

Değişkenlerin oynaklıklarını gösteren standard sapma değerlerine bakıldığında ise bütçe açığı ve cari açığın GSYİH'ya oranları haricinde diğer üç değişkenin oynaklıkları azalmıştır. 2002 sonrası dönemde söz konusu değişkenlerin durağanlıklarına bakılmış ve böylece enflasyon hedeflemesi stratejisi döneminde serilerin istikrarlı bir görünüm arz edip etmedikleri anlaşılmaya çalışılmıştır. Sabit terime yer verilmiş genişletilmiş dickey fuller (ADF) testi ile gerçekleştirilen durağanlık sınaması sonuçları aşağıda yer almaktadır.

**Tablo 4.4: Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Sonrası Dönem İçin Yapılan Durağanlık Testi Sonuçları**

Değişken	ADF test istatistiği	P-değeri
TÜFE (Sabit)	-8,23	0,0000
Döviz kuru sepeti (Sabit)	-8,55	0,0000
Bütçe açığı/GYİH(Sabit)	-3,00	0,0431
Cari açık / GSYİH(Sabit ve trendli)	-3,76	0,0297
GSYİH büyüme oranı (Sabit)	-3,07	0,0367

Temel hipotez: Değişkenin zaman serisinde birim kök mevcuttur (durağanlık yoktur).

ADF test denkleminde gecikmeli değer sayılarına Schwarz seçim kriteri ile karar verilmiştir. Buna göre TÜFE'de ve Bütçe açığı / GSYİH oranında 0, Döviz kuru sepetinde ve GSYİH büyümesinde 1, Cari açık / GSYİH oranında ise 4 gecikmeli değerlerle ADF test denkleminin çözümü sağlanmıştır.

Tablo 4.4'de görülmektedir ki, 2002 sonrası dönemde tüm değişkenler %5 anlamlılık düzeyinde (TÜFE ve döviz kuru sepeti %1 anlamlılık düzeyinde bile) durağandır. Bir zaman serisi özelliği olarak durağanlık, zaman serisinin ortalama ve oynaklık değerleri gibi özelliklerinin zamanla değişmemesi ve serinin belirli bir ortalama değer etrafında gezinmesi anlamına gelmektedir. Bu sebeple durağanlık zaman serilerinde bir istikrara işaret etmektedir. 2002 sonrası dönemde enflasyon hedeflemesi stratejisi altında incelenen makroekonomik değişkenlerin her biri durağan çıkmıştır. Bu durum bize söz konusu serilerin hedefleme döneminde istikrarlı olduklarını

düşündürmektedir.

## SONUÇ VE ÖNERİLER

Fiyat istikrarı, tam istihdam, büyüme ve ödemeler dengesi tarihsel süreç içerisinde para ve maliye politikalarının temel amaçları olmuştur. Fiyat istikrarı amacı, her zaman için diğerlerine kıyasla bir önceliğe sahiptir. 1990'larla birlikte merkez bankalarının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olması gerektiği konusunda geniş bir fikirbirliği oluşmuştur. Bu bağlamda, Türkiye'de dahil olmak üzere pek çok ülkede, merkez bankası kanunlarında fiyat istikrarını sağlama amacının öncelikli olduğu yönünde yasal düzenlemelere gidilmiştir.

Fiyat istikrarı konusunda oluşan genel uzlaşısı, merkez bankacılığının gündemine bağımsızlık, şeffaflık ve hesap verebilirlik kavramlarını da yerleştirmiştir. Bağımsızlık, şeffaflık ve sorumluluk kavramları, merkez bankacılığı ve para politikasının değişen yüzünü özetlemektedirler. Şüphesiz ki, bu gelişmelerde parasal konularla ilgili yapılan bilimsel tartışma ve araştırmaların önemi çok fazladır.

Para talebindeki istikrarsızlığın yanı sıra para arzı ile diğer ekonomik göstergeler arasındaki ilişkinin zayıflaması ve artan uluslararası sermaye hareketleri, merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamada kullandığı iki temel stratejinin (parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme stratejisi) uygulanma imkanlarını zayıflatmıştır. Bunlardan birincisi olan parasal hedefleme stratejisi özellikle ara hedef olan parasal göstergeler ile nihai hedef olan enflasyon arasındaki ilişkinin zayıflaması nedeniyle, başta Kanada olmak üzere İngiltere ve Yeni Zelanda gibi diğer bazı ülkeler bu stratejiyi terk etmek zorunda kalmışlardır. İkincisi olan döviz kuru hedeflemesi stratejisinde artan büyük ölçekli uluslararası sermaye hareketleri nedeniyle birçok ülkede terk edilmeye ve dalgalı döviz kuru sistemine geçilmeye başlanmıştır.

Para politikası uygulayıcıları ve parasal iktisatçılar merkez bankalarının parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesine dayalı stratejileri etkili bir şekilde kullanamamalarının ortaya çıkardığı sorunları çözebilmek için yeni politika arayışlarına yönelmişlerdir. Bu arayışlar sonucunda, 1990'lı yılların başında enflasyon hedeflemesi stratejisi ortaya çıkmıştır.

Yeni politika arayışı çerçevesinde geliştirilen ve “*enflasyon yok edici*”, “*ideal para politikası stratejisi*”, “*para politikasının yeni yüzü*”, “*para politikasının kutsal kasesi*” ve “*para politikası tarihinin sonu*” şeklinde nitelendirilen enflasyon hedeflemesi stratejisinin kendine has bir takım özellikleri, avantajları, dezavantajları ve önkoşulları mevcuttur. Örneğin; şeffaflığın artması ve hesap verebilirlik ilkesinin etkili bir şekilde işlemesi, mali disiplinin iyileşmesi, iktisat politikalarından sorumlu kurumlar arasındaki işbirliğinin artması ve enflasyonla mücadele için para arzı ile enflasyon arasında istikrarlı bir ilişki gerektirmemesi, kamuoyu tarafından kolay anlaşılması ve esnek bir yapıya sahip olması gibi bir takım avantajları mevcuttur. Buna karşılık, dalgalı döviz kuru sisteminden kaynaklanabilecek döviz kuru istikrarsızlığı, enflasyonun parasal otorite tarafından kolayca tahmin ve kontrol edilememesi dolayısıyla piyasalara hızlı bilgi aktarılamaması ve mali baskınlığın önlenememesi gibi bazı dezavantajları mevcuttur.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin, gerek teorik yapısı gerekse de uygulanmasında ortaya çıkan temel sonuçları şöyle özetlenebilir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, 1990'lı yıllardan itibaren Avrupa'dan Asya'ya, Latin Amerika'dan Afrika'ya kadar çok geniş bir coğrafyada, sadece gelişmiş ülkelerde değil, az gelişmiş ve geçiş sürecindeki ekonomilerde de uygulanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması için herhangi bir ülke ölçeği veya ekonomik yapı özelliğinin ayrıca gerekli olmaması önemli hususdur.

Enflasyon hedeflemesi uygulamalarında kamuoyuna ilan edilmiş bir sayısal enflasyon hedefinin konulması, hedefin kim veya kimler tarafından kamuoyuna açıklanacağı, merkez bankasının bunun için kurumsal bir taahhütte bulunması, enflasyon hedefinden başka parasal veya döviz kuru gibi bir nominal çapanın kullanılmaması, şeffaflık ve hesap verebilirliğin en üst düzeyde olması gibi bir takım ortak özellikler bulunmaktadır.

Stratejinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için makroekonomik, kurumsal ve operasyonel olarak özetlenebilecek tam bağımsız merkez bankası, başka bir nominal değişkene ilişkin herhangi bir taahhüdün olmaması, gelişmiş ve istikrarlı bir mali piyasa, disipline edilmiş bir maliye politikası, mali baskınlığın olmaması, makul bir enflasyon oranı önkoşullarının yerine getirilmiş olması gerekir.

Belirtilen önkoşulları sağlayan ülkelerde merkez bankaları tam bağımsız, şeffaf ve hesap verebilir hale gelmişlerdir. Böylece merkez bankalarının, liberal ekonomi kuralları ve demokrasinin ruhuna uygun birer kurum haline dönüşmeleri mümkün olabilmektedir. Belirtilen teknik konuların çözümü ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Bununla birlikte, teknik konuların çözümünde ülkeler arasında bazı genel eğilimler gözlemlenmektedir.

Enflasyon hedeflemesi uygulamalarında %1 ile %3 arasında değişen enflasyon oranlarının tercih edildiği görülmektedir. Hiçbir ülkede sıfır enflasyon hedefinin olmaması en önemli husustur. Sıfır enflasyon durumunda faiz politikasının işlevini yitirmesine paralel olarak para politikasının etkisizleşeceği bunun temel gerekçelerini oluşturmaktadır. Bu oranların aynı zamanda optimal seviye olduğu da kabul edilebilir. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin nihai amacı belirtilen optimal enflasyon rakamına ulaşmak ve böylece düşük ve istikrarlı enflasyon anlamına gelen fiyat istikrarını yakalamaktır.

İlk defa 1990 yılında Yeni Zelanda ile başlanan bunlara ilave olarak İsrail, İngiltere, Şili, Brezilya, G. Afrika, Macaristan, Polonya ve Meksika gibi daha birçok ülkede başarılı bir şekilde uygulanmaya devam edilen enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyen ülke sayısı yirmiye aşmış durumdadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başlayan ülkelerin, uygulamaya geçmelerindeki öncelikli amaçları fiyat istikrarı hedefi olmuştur. Diğer yandan, ülke deneyimlerine bakıldığında enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulama süreçleri farklılık göstermektedir.

Brezilya, Kanada, Şili, İsrail, Meksika, Yeni Zelanda, İsveç, İngiltere ülke deneyimlerinde açık bir enflasyon hedefi, ilan edilen hedef için kurumsal bir taahhüt, şeffaf ve hesap verebilir para politikası ve merkez bankası, yüksek düzeyde güvenilirlik ve merkez bankasının hükümeti finanse etmemesi gibi temel özellikler söz konusudur.

Bu ülkeler tam anlamıyla enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkeler konumundadırlar. Ülkelerin enflasyon deneyimlerinin ortak özelliği; merkez bankasının şeffaflık ilkesine bağlılığı ve para politikasının yürütülmesinde kullanılan araçların belirlenmesinde merkez bankasının tarafsız bir operasyonel bağımsızlığa sahip olmasıdır.

Öncelikle, Türkiye’de olduğu gibi, gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesi stratejisi için gerekli önkoşulları tam anlamıyla yerine getirememeleri, stratejinin performansı konusunda doyurucu bir değerlendirmenin yapılamaması ve bazı ülkelerin enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmeleri konusunda tereddüt yaşamalarına sebep olmuştur. Buna rağmen, gelecekte enflasyon hedeflemesi stratejisinin daha da yaygınlaşacağını beklemek mümkündür. Küreselleşme ile, parasal ve döviz kuru hedeflemesi stratejisi uygulamalarının giderek zorlaşması, Türkiye gibi gelişmekte olan bazı ülkelerde de fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak bu stratejiyi son çare olarak tercih etmeleri gerekçe olarak gösterilebilir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin yaygınlaşmasında, uygulamada sağlanacak istikrarın süreklilik arz etmesi önemli bir rol oynamaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin ilk uygulamaya başlandığı yıldan 2014’e kadar geçen sürenin tecrübeleri ışığında değerlendirmeleri şöyle özetlemek mümkündür: Enflasyon hedeflemesi stratejisinin performansını değerlendirirken enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde enflasyon oranlarının, enflasyon beklentilerinin ve faiz oranlarının düştüğü, ayrıca bu değişkenlere ait oynaklıklarında (değişkenliğin) azaldığı tespit edilmiştir. Buradan yola çıkarak, enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyonun düşürülmesindeki rolünün ne olduğunun tam olarak tespit edilmesinin güç olacağı ve ayrıca stratejinin enflasyonun düşürülmesi için olmazsa olmaz nitelikte olmadığı şeklinde yorumlar yapılmaktadır.

Bu tartışmalarda ortaya çıkan genel eğilim, enflasyon hedeflemesi stratejisinin kalıcı mı olduğu konusundaki tartışmalar devam ediyor olsa da, on yıllık uygulama sonucunda elde edilen tecrübeler ve iletişim teknolojisinde yaşanan olağanüstü gelişmelerden yola çıkarak, enflasyon hedeflemesi stratejisinin kalıcı olacağını ve fiyat istikrarının sağlanmasında özellikle gelişmekte olan ülkeler için önemli bir para politikası alternatifi olma rolünü üstleneceğini belirtmek mümkündür.

Türkiye’de de enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik değişkenler (tüketici fiyatları endeksi, döviz kuru sepeti, bütçe açığı / GSYİH oranı, cari açık / GSYİH oranı ve GSYİH büyüme oranı) açısından yapısal bir kırılma döneminin başlangıcı olup olmadığını saptamak ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin performansını ölçmek amacıyla yapılan çalışmada, Chow yapısal kırılma testi sonuçlarına göre; GSYİH’deki yıllık büyüme oranlarında 2002 yılı itibariyle bir yapısal kırılma görülmediği, TÜFE, döviz kurları, cari açık / GSYİH oranı, bütçe açığı / GSYİH oranında yapısal kırılmanın söz konusu olduğunu ifade etmek gerekir. Seçilen değişkenlere çalışmada yer verilme nedenleri şunlardır:

- TÜFE: Tüketici fiyatları endeksi TCMB’nin enflasyon hedeflemesi stratejisine geçildikten sonra hedeflediği temel hedef politika değişkenidir. Merkez bankasının enflasyon hedeflemesinde başarılı olup olmadığını anlayabilmek için, çalışmada mutlaka TÜFE’nin enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrasında nasıl değişim gösterdiğini belirlemek önemlidir.
- Döviz Kurları: Döviz kurlarının seçimi şu nedenledir: Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanırken TCMB politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanacaktır. Faiz oranlarındaki değişimler kurlarda değişime neden olabilecektir. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi stratejisinin kurlar üzerindeki etkisini anlayabilmek için Euro ve ABD dolar kurları kullanılarak bir sepet değişkeni oluşturulmuştur.
- Bütçe Açığı / GSYİH: Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan Merkez Bankası temelde faizleri kullanacağı için stratejinin bütçe açığı üzerinde de etkileri olabilecektir.
- Cari Açık / GSYİH: Merkez bankası faizleri arttırıp azaltarak enflasyonu kontrol altına almaya (fiyat istikrarını sağlamaya) çalışırken yurt dışından yüksek getiri peşinde koşan kısa vadeli sermayeyi çekebilecek ya da yurt dışından gelen bu sermayeyi kaçırabilecektir.
- GSYİH Büyüme Oranı: Enflasyon hedeflemesinde arka planda istikrar sağlandığı ve öngörülebilirliğin arttığı müddetçe yatırımların ve büyümesinde artacağı düşünüldüğünden enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulandığı dönemde



Türkiye’de ekonomik büyüme değişkeninde de nasıl değişikliklerin olduğuna bakılmıştır.

Quant-Andrews testi, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilen 2002 yılı içerisinde TÜFE endeksinin ve döviz kuru sepetinin yapısal kırılmaya uğradığını göstermektedir. 2003 yılı sonu itibariyle yapısal değişim geçiren bir diğer değişken cari açık / GSYİH oranı olmuştur. 2005 yılının ilk çeyreği itibariyle de bütçe açığı / GSYİH oranında gözlemlenen yapısal kırılma ortaya çıkmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesiyle birlikte bu dört değişkenin zaman serilerinde yapısal kırılmalar gerçekleşmiştir.

Yapısal kırılmanın değişkenlerden GSYİH büyümesi dışında hepsi için 2002 sonrası dönemde görülmesi ile birlikte, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş yılı baz alınarak zaman serileri ikiye bölünmüş ve 2002 öncesi ile 2002 sonrası dönemde her bir değişkenin zaman serisinde betimsel istatistikleri itibariyle ne gibi değişimler gösterdiğine bakılmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı dönemde tüketici fiyatları ile ölçülen enflasyon oranlarının, döviz sepetinin, bütçe açığı / GSYİH oranının ortalama değerlerinde mutlak ifadeyle gerileme görülürken, GSYİH büyüme oranının ortalaması artmış ve cari açık / GSYİH oranı süreçten olumsuz etkilenen değişken olmuştur.

Değişkenlerin oynaklıklarını gösteren standard sapma değerlerine bakıldığında ise, 1990-2002 döneminde tüketici fiyatları enflasyonu, döviz kurlarının oluşumu ve GSYİH büyüme oranının oynaklıklarında azalma görülmüştür. Çalışma, “1990-2002 döneminde tüketici fiyatları enflasyonu, döviz kuru sepeti, gayri safi yurtiçi hasılaya oranla bütçe açığı, gayri safi yurtiçi hasılaya oranla cari işlemler hesabı açığı ve gayri safi yurtiçi hasılanın büyüme oranı ile Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmiş olan 2002 yılı sonrasında gerçekleşen tüketici fiyatları enflasyonu, döviz kuru sepeti, gayri safi yurtiçi hasılaya oranla bütçe açığı, gayri safi yurtiçi hasılaya oranla cari işlemler hesabı açığı ve gayri safi yurtiçi hasılanın büyüme oranı farklılaşma göstermiştir” hipotezlerini doğrulamaktadır.

Çalışma neticesinde elde edilen sonuçları şu şekilde sıralayabiliriz:

- Bulunan yapısal kırılma tarihi, enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamasına gidilen resmi tarih ile birbirine çok yakındır. Enflasyon oranında oynaklık önemli anlamda düşmüştür.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi sonrası Türkiye’de iç fiyatlar (Tüfe) ve dış fiyatlar da (döviz kurları) ciddi bir istikrara kavuşulmuştur.
- Bütçe açığı / GSYİH oranında 2005 yılının 1. çeyreğinde yapısal kırılma söz konusudur. Bütçe açığı / GSYİH oranı enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulandıktan bir süre sonra düşmüştür. Burada anlamlı bir düşme söz konusudur.
- Cari açık / GSYİH oranı süreçten olumsuz etkilenen değişken olmuştur. 2002 sonrası dönemde Türkiye’de cari açık yapısal bir sorundur. Cari açığın yüksek olması küresel likitideye ve ihracatın ithalata bağımlılığına bağlı bir durumdur.
- GSYİH büyüme oranında yapısal kırılma yoktur. Çünkü, politik istikrardan dolayı kuvvetli bir büyüme temposu Türkiye’de son 12 yıldır mevcuttur. GSYİH büyüme oranının ortalaması artmıştır. Enflasyon düşerken büyümenin de düşmesi gerekir. Fakat enflasyon düşerken büyüme düşmemiştir.

2002 sonrası dönemde tüm değişkenler %5 anlamlılık düzeyinde (TÜFE ve döviz kuru sepeti %1 anlamlılık düzeyinde bile) durağandır. 2002 sonrası dönemde enflasyon hedeflemesi stratejisi kapsamında incelenen makroekonomik değişkenlerin her biri durağan çıkmıştır. Dolayısıyla, çalışmada Türkiye’de 2002 sonrası dönemde tüketici fiyatları endeksi, döviz kuru sepeti, bütçe açığı / GSYİH oranı, cari açık / GSYİH oranı ve GSYİH büyüme oranı gibi makroekonomik değişkenlerde bir istikrar sağlandığına yönelik bulgular elde edilmiştir. Çalışma, Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisinin amacına ulaştığını bu değişkenler bazında göstermektedir.

2010 sonrası enflasyon hedeflemesi stratejisinin terkedildiği dönem değil, geleneksel enflasyon hedeflemesi araçlarının kullanılmadığı bunun çeşitlendirilmeye çalışıldığı bir dönem olmuştur. 2014 yılı Ocak ayı sonu yapılan faiz artırımını, TCMB’nın deneysel uygulamaları artık sürdürmediğini yeni politika çerçevesinde daha yalın daha

anlaşılır literatürle paralel uygulamalara gittiğini göstermektedir.

Türkiye’de enflasyonun temel özelliği güçlü bir ataletle sahip olmasıdır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi enflasyondaki ataletin kırılması ve beklentilerin olumlu yönde şekillendirilmesi için güçlü bir çapadır. Parasal çapa ve döviz kuru çapasının terk edilmesi ve fiyat istikrarının sağlanmasında kullanılabilecek tek çapanın enflasyon hedeflemesi stratejisi olması sebebiyle, bu çapanın inandırıcılığını olumsuz yönde etkileyebilecek her türlü söz ve eylemden kaçınılmasında büyük yarar vardır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde TCMB tek politika aracı kullanmaktadır. Kullandığı politika aracı faizlerdir. TCMB’nın birinci hedefi fiyat istikrarıdır. TCMB’nin 2011 yılından sonra fiyat istikrarı ve finansal istikrar olmak üzere iki hedefi olmuştur. Tek bir politika aracı bu hedefleri karşılamaya yetmemiştir. Tek politika aracı ile merkez bankası enflasyonu kontrol altında tutmak istemiştir. TCMB, fiyat istikrarı hedefini tuttururken, finansal istikrarı kötü etkileyebilir. Fiyatlar istikrarlı olurken, finansal kesimde istikrar bozulabiliyor. Bu nedenle, TCMB deneysel uygulamalara geçmiştir.

Türkiye ekonomisinde para politikası stratejileri arasında enflasyon hedeflemesi stratejisinin çok uzun bir süredir başarılı bir şekilde uygulandığını referans alındığında ve Türkiye’de daha önceki dönemlerde uygulanan para politikası stratejilerinin ve ekonomik önlemler paketlerinin çok kısa vadeli ve başarısız olması göz önüne alındığında Türkiye’de bu stratejinin uzun yıllardır uygulanmasından dolayı ortaya çıkan güvenilirlik olgusunun zedelenmemesi için enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasına devam edilmesi önerilebilir.

- Abdioğlu, Z., Harun Terzi (2009). "Enflasyon ve Bütçe Açıkları İlişkisi: Tanzi ve Patinkin Etkisi". Atatürk Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi, 23 (2): 195-211.
- Agénor, Pier R. (2000). "Monetary Policy Under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting". World Bank Publications, (124).
- Aktan, Coşkun C., U. Utkulu, S. Turgay (1998). Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler. İstanbul: İMKB Yayınları.
- Akyazı, Haydar (2002). "Alternatif Parasal Rejimlerde Fiyat İstikrarı Enflasyon Hedeflemesi ve Para Kurulu Örnekleri". İktisat İşletme ve Finans Dergisi, 17 (190), 72-100.
- Akyazı, Haydar (2004). Enflasyon Hedeflemesi Ülke Deneyimleri ve Türkiye'de Uygulanabilirliği, Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Akyazı, H., Aykut Ekinci (2009). "Enflasyon Hedeflemesi, Büyüme ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası". Bankacılar Dergisi, 68, 3-19.
- Alesina, Alberto (1987). "Macroeconomic Policy in a Two-Party System as a Repeated Game". The Quarterly Journal of Economics, 102 (3), 651-678.
- Alesina, Alberto (1995). "Elections, Party Structure and The Economy". Modern Political Economy. Cambridge: Cambridge University Press.
- Alesina, A., Gerald D. Cohen, Naurrel Roubini (1992). "Macroeconomic Policy and Elections in OECD Democracies". Economics & Politics, 4 (1): 1-30.
- Alesina, A., James Mirrlees, Manfred J. M. Neumann (1989). "Politics and Business Cycles in Industrial Democracies". Economic Policy, 4 (8): 55-98.
- Alesina, A., Roberta Gatti (1995). "Independent Central Banks: Low Inflation at No Cost?". The American Economic Review, 85 (2): 196-200.
- Alkin, Erdoğan (1990). Uluslararası Ekonomik İlişkiler. İstanbul: İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Yayınları.
- Allen, William A. (2000). "Inflation Targeting in United Kingdom 1992-2000". Inflation Targeting Experiences. Ankara: The Central Bank of Republic of Turkey.
- Almeida, A., Charles A. Goodhart (1998). "Does The Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour?". Quarterly Review Banca Nazionale Del Lavoro, 19 (107).
- Alparslan, M., Pelin Ataman Erdönmez (2000). "Enflasyon Hedeflemesi". Bankacılar Dergisi, 35 (11): 14-41.

- Altamirano, J. R. (2000). "Inflation Targeting and Policy Rules as Information Variables for Small Open Economies". The Case of Mexico: An Example, Texas A&M University.
- Altan, Ömer Zühtü. (2004). Sosyal Politika Dersleri. Eskişehir: T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları, 1477.
- Altınel, Seçkin (2008). "Cari Açık: Sorunlar ve Çözümler". Vergi Dünyası, 319.
- Amacher, Ryan C., Holley H. Ulbrich (1992). Principles of Macroeconomics. USA: South-Western Publication.
- Amato, Jeffery D., Stefan Gerlach (2002). "Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade". European Economic Review, 46 (4): 781-790.
- Archer, David J. (1997), "The New Zealand Approach to Rules and Discretion in Monetary Policy". Journal of Monetary Economics, 39 (1), 3-15.
- Aren, Sadun (1986). 100 Soruda Para ve Para Politikası. İstanbul: Gerçek Yayınevi.
- Ascari, G., Argia M. Sbordone (2013). "The Macroeconomics of Trend Inflation". Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 683: 1-67.
- Athanasios O., Volker Wieland (2000). "Inflation Zone Targeting", European Economic Review, 44 (7): 1351-1387.
- Babaoğlu, Barış (2005). "Türkiye'de Cari İşlemler Dengesi Sürdürülebilirliği". T.C. Merkez Bankası Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası İstatistik Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Bacchetta, P., Eric Van Wincoop (2000). "Trade Flows, Prices, and The Exchange Rate Regime". Revisiting the Case for Flexible Exchange Rates, Bank of Canada.
- Bailliu J., Robert Lafrance, Jean Francois Perrault (2001). "Exchange Rate Regimes and Economic Growth in Emerging Market". Revisiting the Case for Flexible Exchange Rates. Bank of Canada, Ottawa.
- Balaban, A., Serkan Asil (2001). Enflasyon Hedeflemesi. [www.borsa.net/makaleler/s.2./23.01.2013](http://www.borsa.net/makaleler/s.2./23.01.2013).
- Bale, M., Tony Dale (1998). "Public Sector Reform in New Zealand and Its Relevance to Developing Countries". The World Bank Economic Review, 13 (1): 103-121.
- Ball, L., Niamh Sheridan (2003). "Does Inflation Targeting Matter?". IMF Working Paper, WP/03/129: 1-34.
- Banco De Mexico. (2013). [www.banxico.org.mx/](http://www.banxico.org.mx/) 20.01.2013.

- Bank of Canada (1999). Annual Report 1998.  
<http://www.bankofcanada.ca/en/annual/or98-glance.pdf/15.01.2013>.
- Bank of Canada (2001). Renewal of the Inflation-Control Target.  
<http://www.bankofcanada.ca/15.01.2013>
- Bank of Canada (2001). Monetary Policy Report, November 2001: 31.  
<http://www.bankofcanada.ca/15.01.2013>
- Bank of Japan (2000). On Price Stability”.  
[http://www.boj.or.jp/en/announcements/release\\_2000/date/k00/07.11.2013](http://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2000/date/k00/07.11.2013).
- Bank of Israel (2010). The Banking Supervision Department and The Research Department of The Bank of Israel.  
<http://www.boi.org.il/en/BankingSupervision/PressReleases/Pages/Default.aspx/07/11/2013>.
- Barro, Robert J. (1995). “Inflation and Economic Growth”. *Annals of Economics and Finance*, 14 (1), 85-109.
- Barro Robert J., David B. Gordon (1983). “A Positive Theory Of Monetary Policy in A Natural Rate Model”. *Journal of Political Economy*, 91 (4): 589-610.
- Batini, Nicoletta (2004). “Achieving and Maintaining Price Stability in Nigeria”. IMF Working Paper, WP/04/97, 1-39.
- Batini, N., Douglas Laxton (2007). “Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets”. *Central Banking, Analysis and Economic Policies Book Series*, 11: 467-506.
- Bayraktutan, Y., M. Hilmi Özkaya (2002). “IMF İstikrar Politikalarının Doğu Asya’da Ekonomik Performans Sonuçları”. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, (3): 1-18.
- Beck, Stacie E. (1993). “The Ricardian Equivalence Proposition: Evidence From Foreign Exchange Markets”. *Journal of International Money and Finance*, 12 (2), 154-169.
- Berber, Metin (2006). *İktisadi Büyüme ve Kalkınma*. Trabzon: Derya Kitabevi.
- Berg, Claes (2000). “Inflation Forecast Targeting: The Swedish Experience”. *Sveriges Riksbank Working Paper Series*, 100, 1-36.
- Berg. A. G., Christopher R. Jarwis, Mark R. Stone, Alessandro Zanello (2003). “Re-establishing Credible Nominal Anchors After an Financial Crisis: A Review of Recent Experience”. IMF Working Paper, WP/03/76: 1-45.
- Bernanke, Ben S., Alan S. Blinder (1992). “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission”. *The American Economic Review*, 82 (4): 901-921.

- Bernanke, Ben S., Frederic S. Mishkin (1997). "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?". *Journal of Economic Perspectives*, 11 (2): 97-116.
- Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen (1999). *Inflation Targeting: Lessons From The International Experience*. New Jersey: Princeton University Press.
- Berument, Hakan (2002). "Döviz Kuru Hareketleri ve Enflasyon Dinamiği: Türkiye Örneği". *Exchange Rate Movements and Inflation Dynamics: Evidence From Turkey*, Bilkent University, Department of Economics Working Paper, 02 (02).
- BIS (1997), Annual Report. Basel: Bank for International Settlements.
- Biçerli, M. Kemal. (2007). *Çalışma Ekonomisi*. İstanbul: Beta Yayınları.
- Binay, Ş. (2003). "Some Issues in Fiscal Policy and Central Banking: The Case of Turkey". *BIS Papers*, 20, 245-259.
- Birkan, A. Özden (2012). "Enflasyon Hedeflemesi, Maliyet Enflasyonu, Birikim ve Bölüşüm". *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi*, 64 (4), 78-100.
- Blanchard, Olivier (2004). "Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil". *NBER Working Paper*, 10389, 3-46.
- Blejer, M., Alain Ize, Alfredo M. Leone, Sergio R. C. Werlang (2000). *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*. Washington: International Monetary Fund Publication.
- Blinder, A., Charles Goodhart, Philipp Hildebrand, David Lipton, Charles Wyplosz (2001). "How Do Central Banks Talk?". *Geneva Reports on The World Economy*, London: International Center for Monetary and Banking Studies.
- Bordo, Michael D. (2003). "Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective". *IMF Working Paper*, 9654, 2-41.
- Boskin Michael J., Ellen R. Dulberger, Robert J. Gordon vd (1998). "Consumer Prices, The Consumer Price Index, and The Cost of Living". *Journal of Economic Perspectives*, 12 (1): 3-26.
- Brash, Donald (1998). "Inflation Targeting in New Zealand Experience and Practice". *Institute for International Economic Studies*, Stockholm University Seminar Paper, 641, 1.18.
- Brash, Donald T. (2002). "Inflation Targeting: New Zealand's Experience Over 14 Years". *North American Journal of Economics and Finance*, 13 (2), 99-112.
- Brimelow, Peter (1998). *Inflation, Deflation?*, *Forbes*, 161 (1), 266-270.

- Brimmer, Andrew F. (2002). "Central Banks and Inflation Targeting in Perspective". *North American Journal of Economics and Finance*, 13 (2), 93-97.
- Brooks, Ray (1998). "Inflation And Monetary Policy Reform". Australia: Benefiting from Economic Reform, Washington: International Monetary Fund.
- Broto, Carmen (2011). "Inflation Targeting in Latin America: Empirical Analysis Using GARCH Models". *Economic Modelling*, 28 (3), 1424-1434.
- Brunner, K., Allen H. Meltzer (1997). *Money and The Economy: Issues In Monetary Analysis*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Budina N., S. Vinjbergen (2008). "Quantitive Approaches to Fiscal Sustainability Analysis: A Case Study of Turkey since the Crisis of 2001". *The World Bank Economic Review*, (23), 119-140.
- Bufman, G., Leonardo Leiderman (1998). "Monetary Policy Strategies for Disinflation Lessons from Recent Experience in Transition Economies and Israel". *Conference on Transition Economies, Dubrovnik*.
- Bufman, G., Leonardo Leiderman, Meir Sokoler (1995). "Israel's Experience with Explicit Inflation Targets". In *a First Assessment Inflation Targets*. (Ed.) Leonardo Leiderman, Lars E.O. Svensson. Glaskow: Centre for Economic Policy Research: 169-191.
- Büyükakın, Tahir (2011). "Phillips Eğrisi: Yarım Yüzyıldır Bitmeyen Tartışma". *İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 39 (201), 133-159.
- Büyükakın ve Eraslan (2004). "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi". *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2004 (2): 18-37.
- Calvo, A. G. ve Carlos A. Vegh (1999). "Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries". *Handbook of Macroeconomics*, 1 (1999), 1531-1614.
- Calvo, A. G. ve Frederic S. Mishkin (2003). "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries". *The Journal of Economic Perspectives*, 17 (4): 99-118.
- Caramazza F. ve Jahangir Aziz (1998). *Fixed Or Flexible? Getting The Exchange Rate Right in The 1990s*. Washington: IMF Publications.
- Carare A. ve Mark R. Stone (2003). "Inflation Targeting Regimes". *IMF Working Paper*, 2003 (9): 1-36.
- Carare, A., Andrea Schaechter, Mark Stone ve Mark Zemler (2002). *Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting*. Washington: IMF Working Paper, WP/02/102.



- Carstens, A. G., Alejandro M. Werner (2000a). "Monetary Policy and Exchange Rate Choices for Mexico". *Cuadernos De Economia*, 37 (110): 139-175.
- Carstens, A. G., Alejandro M. Werner (2000b). "Mexico's Monetary Policy Framework Under a Floating Exchange Rate Regime". (Ed.) Mario I. Blejer vd. *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*. Washington D.C.: IMF Publication.
- Carare, A., Mark R. Stone, (2003) "Inflation Targeting Regimes". IMF Working Paper, WP/03/9: 2-37.
- Cecchetti, S. G., Michael Ehrmann (1999). "Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers Preferences and Outcomes". NBER Working Paper, 7426: 1-37.
- Central Bank of Brazil (2000). "Issues in The Adoption of an Inflation Targeting Framework in Brazil". (Ed.) Mario I. Blejer vd. *Inflation Targeting in Practice*. Washington D.C.: IMF Publication: 87-88.
- Ceylan, Reşat (2010). "Türkiye'de Mali Sürdürülebilirlik Göstergeleri İstikrarlı mı?". *Maliye Dergisi*, 158, 388-397).
- Chang, R., Andres Velasco (2000). "Exchange Rate Policy for Developing Countries". *The American Economic Review*, 90 (2): 71-75.
- Chiquiar, D., Antonio E. Noriega, Manuel Ramos-Francia (2010). "A Time Series Approach to Test a Change in Inflation Persistence: The Mexican Experience". *Applied Economics*, 42 (24): 3067-3075.
- Choi, K., Chulho Jung, William Shambora, (2003). "Macroeconomic Effects of Inflation Targeting Policy in New Zealand". *Economics Bulletin*, 5 (17):1-6.
- Christofferson P.F., Robert F. Wescott (1999). "Is Poland Ready for Inflation Targeting". IMF Working Paper, WP/99/41.
- Cifuendes, R., Jorge Desormeaux, Claudio Gonzale's (2002). "Capital Markets in Chile: From Financial Repression to Financial Deepening". *BIS Papers*, (11): 86-102.
- Corbo, Vittorio (2005). "Monetary Policy Under Inflation Targeting in Chile and Around the World". (Ed.) Vittorio Corbo. *Monetary Policy under Inflation Targeting*. Ninth Annual Conference of the Central Bank of Chile.
- Corbo, V., Klaus Schmidt-Hebbel (2002). "Inflation Targeting: In Latin American Experience". *Pontificia University, Intitute of Economics*, 230: 1-67.
- Corbo, V., Klaus Schmidt-Hebbel (2003). "Inflation Targeting: The Latin American Macroeconomic Reforms". (Ed.) Jose Antonio Gonzalez, Vittorio Corbo, Anne O. Kruger, Aaron Tornell. Chicago: The University Chicago Press.

- Corbo, V., Oscar Moreno Landerretche, Klaus Schmidt-Hebbel (2002). "Does Inflation Targeting Make a Difference?". *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*. Central Bank of Chile: 221-269.
- Corsetti, G., N. Roubini (1996). "European Versus American Perspectives on Balanced-Budget Rules". *The American Economic Review*, 86 (2): 408-413.
- Croce, E., Mohsin S. Khan (2000). "Monetary Regimes and Inflation Targeting". *Finance and Development*, 37 (3): 48-51.
- Crockett, A.D., Morris Goldstein (1976). "Inflation Under Fixed and Flexible Exchange Rates". *IMF Staff Papers*, 23 (3): 509-544.
- Cukierman, Alex (1998). *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory And Evidence*. London: The MIT Press.
- Czech, Brian (2000). "Economic Growth as The Limiting Factor for Wildlife Conservation". *Wildlife Society Bulletin*, 28 (1), 4-14.
- Çağlar, Ünal (2003). *Döviz Kurlarının Belirlenmesi: Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar*. İstanbul: Alfa Basım Yayım Dağıtım Ltd. Şti.
- Çolakoğlu, B. (2002). "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında T.C. Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği". *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 4 (2), 17-31.
- Çolakoğlu, B. (2003). "T.C. Merkez Bankası Para Politikasının Güvenirliliği". *Finans-Politik & Ekonomik Yorumlar Dergisi*, 40.
- Çöloğlu, H. (1983). "Stagflasyon, 1975-1980 Türkiye Bunalımı". *Ekonomi, Politika, Toplum Dergisi*.
- David J. Archer (1997). "The New Zealand Approach to Rules and Discretion in Monetary Policy". *Journal of Monetary Economics*, 39 (1), 3-15.
- Davis G., B. Kanago (1996). "On Measuring the Effect of Inflation Uncertainty on Real GNP Growth", *Oxford Economic Paper*, 48, 163-175.
- De Leon, Alejandro Diaz (2001). "Challenges Related with the Adoption of Inflation Targets in Mexico". *The Central Bank of the Republic of Turkey, Ankara*.
- De Mendonça, Ferreira Helder (2007). "Empirical Evidence From Fourteen Countries with Explicit Inflation Targeting". *Applied Economics Letters*, 14 (8): 573-576.
- De Mendonca, Ferreira Helder (2009). "Output-Inflation and Unemployment-Inflation Tradeoffs Under Inflation Targeting Evidence From Brazil". *Journal of Economic Studies*, 36 (1): 66-82.

- De Mendonça, F. H., Rubens Teixeira da Silva (2009). "Fiscal Effect From Inflation Targeting: The Brazilian Experience". *Applied Economics*, 41 (7): 885-897.
- Debelle, Guy (1997). "Inflation Targeting in Practice". IMF Working Paper WP/97/35, 1-32.
- Debelle, Guy (1999). "Inflation Targeting and Output Stabilisation". Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper, 1999 (08).
- Debelle, G., Stanley Fischer (1994). "How Independent Should a Central Bank, in Jeffrey Fuhrer". *Goals, Guidelines and Constraints Facing Monetary Policy Makers*. Federal Reserve Bank of Boston, 195.
- Debelle G., Paul Masson, Miguel Savastano, Sunil Sharma (1998). "Inflation Targeting as a Framework For Monetary Policy". IMF Working Paper, 15.
- Değirmen S., Filiz Elmas (2008). "Türkiye'de Faiz ve Kur Politikalarının İhracat Üzerindeki Etkisi". *Ekonomik Yaklaşım*, 19 (69): 47-66.
- Demir, Osman, (1997). *Ekonomide Devlet*. İstanbul: Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, 71.
- Demirhan, Erdal (2002). *Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi*. Türkiye Bankalar Birliği, 231.
- Demirhan, Erdal (2002). "Para Politikasının Maliye Politikası Tarafından Sınırlandırılması ve Mali Disiplin Sürecinde Uygulanması Gereken Para Politikası". *Vergi Dünyası*, 21 (248), 109-115.
- Dodge, David (2002). "Inflation Targeting in Canada Experience and Lessons.", *The North American Journal of Economics And Finance*, 13 (2), 113-124.
- Dornbusch, R., Stanley Fischer (1998). *Makro Ekonomi*. Ankara: Akademi Yayıncılık Hizmetleri.
- Drew, Aaron (2002). "Lessons From Inflation Targeting in New Zealand". *Central Bank of Chile Working Papers*, 113, 501-537.
- Dueker, M., Andreas M. Fischer (2001). "The Mechanics of a Successful Exchange-Rate Peg: Lessons For Emerging Markets". *Centre for Economic Policy Research*, 2829.

- Duman, Anıl (2002). "Inflation Targeting as a Monetary Policy and Its Applicability to Developing Countries". The Central Bank of The Republic Turkey Research Department, Working Paper, 7, 2-28.
- Durbarry, R., Norman Gemmell, David Greenaway (1998). "New Evidence on The Impact of Foreign Aid on Economic Growth". Centre for Research in Economic Development and International Trade, University Of Nottingham, Credit Research Paper, 8: 1-33.
- Eijffinger, S., Eric Schaling, Marco Hoeberichts (1998). "Central Bank Independence: A Sensitivity Analysis". European Journal of Political Economy, 14 (1): 73-88.
- Ekelund, Robert B., D. Robert Tollison (1994). Economics. New York: Harper Collins Collage.
- Ekinci, Alper (2005). Çin, Yabancı Sermaye, Türkiye. Ankara: Turhan Kitabevi.
- Elliott, Robert F. (1997). Karşılaştırmalı Çalışma Ekonomisi. (Çev: Mehmet Beşeli, Seyhan Erdoğan, Arif Geniş, Fatih Güngör, Gülay Toksöz) Ankara: Ankara Üniversitesi Rektörlüğü Yayınları.
- Erdoğan, Seyfettin (2005). "Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme". Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 9 (1), 34-54.
- Erdoğan, Seyfettin, Osman Z. Orhan (2007). Para Politikası. Ankara: Sözkese Matbaacılık Tic. Ltd. Şti.
- Erdoğan S., D. Çağrı Yıldırım ve Hakan Güneş (2010). "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Makroekonomik Performans Üzerinde Etkili midir?". Maliye Dergisi, 159, 103-118.
- Eren, E., Melike Bildirici (2001). "Türkiye'de Siyasal ve İktisadi İktirarsızlık; 1980-2001". İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 16 (187), 27-33.
- Eroğlu, İlhan (2007). "Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Deneyimi". KMÜ İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 3 (2), 1-28.
- Favero, Carlo A., Riccardo Rovelli (2003). "Macroeconomic Stability and The Preferences of The Fed: A Formal Analysis, 1961-98". Journal of Money, Credit and Banking, 35 (4): 545-556.
- Feldstein, Martin (1977). "The Welfare Cost of Permanent Inflation and Optimal Short-Run Economic Policy". NBER Working Paper, 201, 1-34.
- Fischer, Andreas M. (1993). "Inflation Targeting: The New Zealand and Canadian Cases". Cato Journal, 13 (1), 1-15.
- Fischer, Andreas M. (1995). "New Zealand's Experience with Inflation Target".

- (Ed.) Leonardo Leiderman, Lars E.O Svensson. *Inflation Targets*. Glaskow, London: Centre for Economic Policy Research.
- Fischer, Stanley (1987). ‘International Macroeconomic Policy Coordination’. NBER Working Paper, 2244, 1-59.
- Fischer, Stanley (1993). ‘Inflation and Growth’. NBER Working Paper, 1235, 1-22.
- Fischer, Stanley (1995). ‘Modern Approaches to Central Banking’. NBER Working Paper, 5064, 1-74.
- Fisher, Irving (1911). *The Purchasing Power of Money*, New York: MacMillan Ltd.
- Fisher, Irving (1932). *Booms and Depressions: Some First Principles*. New York: Adelphi Company.
- Fisher, Irving (1965). *The Theory of Interest*. Clifton: Augustus M. Kelley Publishers.
- Forstater, Mathew (2002). ‘Full Employment Policies Must Consider Effective Demand and Structural and Technological Change: A Prime Point of Pasinetti’s Political Economy’. University of Missouri, Working Paper, 14, 1-31.
- Fraga, A., Ilan Goldfajn, Andre Minella (2004). ‘Inflation Targeting in Emerging Market Economies’. NBER Macroeconomics Annual 2003, 18: 365-416.
- Freedman Charles (2001a) ‘Inflation Targeting and The Economy: Lessons From Canada’s First Decade’. *Contemporary Economic Policy*, 19 (1), 2-19.
- Freedman, Charles (2001b). ‘Monetary Policy Formulation: The Process in Canada; Inflation Targetting has been Successful’. *Business Economics*, 6, 1-8.
- Frenkel, Jacob A. (1999). ‘Central Bank Independence and Monetary Policy’. (Ed.) Mario I. Blejer, Marko Skeb. *Central Banking, Monetary Policies and Implications for Transition Economies*. U.S.A: Kluwer Academic.
- Frenkel, Jacob A. (2002). ‘Exchange Rate Regimes Is The Bipolar View Correct?’. New Orleans: Meeting of The American Economic Association.
- Friedman, Milton (1948). ‘A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability’. *The American Economic Review*, 38 (3), 245-264.
- Friedman, Milton (1959). ‘The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Results’. *Journal of Political Economy*, 67(4), 327-351.
- Friedman Milton (1968). ‘The Role Of Monetary Policy’. *The American Economic Review*, 18 (1), 2-17
- Friedman, Milton (1970). ‘The Counter-Revolution in Monetary Theory’. Wincott Memorial Lecture Delivered at The Senate House, University of London: Wincott Foundation.

- Friedman, Milton (1975). "Unemployment Versus Inflation?". (Ed.) D. E. Laidler. An Evaluation of The Phillips Curve. London: Institute of Economic Affairs.
- Friedman, Milton (1977). "Nobel Lecture: Inflation And Unemployment". The Journal of Political Economy, 85 (3), 451-472.
- Friedman, M., Anna Jacobson Schwartz (2008). A Monetary History of The United States, 1867-1960. U.S.A: Princeton University Press.
- Friedman, M., Michael D. Bordo (2007). The Optimum Quantity of Money, New Jersey: Transaction Publishers.
- Frisch, Helmut (1983). Theories of Inflation. Cambridge: Cambridge University Press.
- Froyen, Richard T. (1999). Macroeconomics Theories and Policies. New Jersey: Prentice-Hall International.
- Ftiti, Zied, (2010) "The Macroeconomic Performance of The Inflation Targeting Policy: An Approach Based on The Evolutionary Co-Spectral Analysis". Economic Modelling, 27 (1), 468-476.
- Galindo, L. M., Jaime Ros (2008). "Alternatives to Inflation Targeting in Mexico". International Review of Applied Economics, 22 (2): 201-214.
- Garcia, Pablo (2001). "The Chilean Experience with Inflation Targeting". Inflation Targeting Experiences Based on The Inflation Targeting Conference, The Central Bank of The Republic of Turkey.
- Genc, H. İsmail, Minsoo Lee, Candelaria. O.Rodríguez, Zachary Lutz (2007). "Time Series Analysis of Inflation Targeting in Selected Countries". Journal of Economic Policy Reform, 10 (1): 15-27.
- Genberg, Hans (2002). "Inflation Targeting-the Holy Grail of Monetary Policy?". The Graduate Institute of International Studies, HEI Working Paper 11 (2002): 1-17.
- Giavazzi F., Ilan Goldfajn, Santiago Herrera, (2005). "Inflation Targeting, Debt and The Brazilian Experience, 1999 to 2003". Overview: Lessons from Brazil, London: The MIT Press.
- Goodfriend, Marvin (2000). "Maintaining Low Inflation: Rationale and Reality, Inflation Targeting in Practise". International Monetary Fund, 8, 187-203.
- Goodfriend, Marvin (2003). "Interest Rate Policy Should Not React Directly to Asset Prices, Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory and International Policies". (Ed.) William C. Hunter, George G. Kaufman, Michael Pomerleano. U.S.A: The MIT Press.

- Goodhart, Charles A. E. (1995). "Financial Globalization, Derivatives, Volatility and The Challenge for The Policies of Central Banks". London School of Economics, 2-30.
- Graff, Michael (2008). "The Quantity of Money in Historical Perspective", KOF Working Papers, 196.
- Gramlich, E. M. (2000). "Inflation Targeting. Remarks". Economics Club, 13.
- Grant, John (1997). "The Bank of Canada's Operating Framework". (Ed.) David Laidler. Where We Go From Here: Inflation Targets in Canada's Monetary Policy Regime. Canada: C.D. House Institute: 207.
- Green, Edward (2003). What Tasks Should Central Banks Be Asked to Perform. USA: Federal Reserve Bank of Chicago.
- Grilli, V., Donato Masciandaro, Guido Tabellini, Edmond Malinvaud vd, (1991). Economic Policy, 6 (13): 341-392.
- Gül E., Aykut Ekinci ve Arif Argun Gürbüz (2006). Enflasyonla Mücadelede Enflasyon Hedeflemesi: Kavramlar, İşleyiş ve Türkiye. Bursa: Ekin Kitabevi.
- Günay, A., A. Özen (2002). "Avrupa Birliği'nde Mali Disiplinin Sağlanmasına Yönelik Maastricht Kriterlerinin Anayasal İktisat Perspektifinden Değerlendirilmesi". Dokuz Eylül Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 4 (2): 66-82.
- Gylfason, Thorvaldur (2011). Principles of Economic Growth. New York: Oxford University Press.
- Hahn, Volker (2002). "Transparency in Monetary Policy: A Survey". Info Studien, 48 (3), 429-455.
- Hammond, Gill (2012). "State of The Art of Inflation Targeting". Bank of England, Centre for Central Bank Studies, Handbook 29, 1-50.
- Hançerlioğlu, Orhan (2009). Ekonomi Sözlüğü. İstanbul: Remzi Kitabevi
- Hayami, Masaru (2000). "Price Stability and Monetary Policy". Tokyo: Speech Presented The Research Institute of Japan.
- Hazine Müsteşerliği (2000). Enflasyonla Mücadele Programı Politika Metinleri (Niyet Mektubu, Para Politikası, Ekonomik Kararlara İlişkin Mevzuat), Cilt I, Ankara.
- Heenan G., Peter Marcel, Roger Scott (2006). Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design and Communications. IMF Publications.
- Heikensten, Lars (2003). "How To Promote and Measure Central Bank Efficiency".

- Workshop, Sveriges Riksbank. [www.riksbank.com/conferences/efficiency](http://www.riksbank.com/conferences/efficiency).
- Heikensten, L., A. Vredin (1998). "Inflation Targeting-The Swedish Monetary Policy, Experience and Problems". Sveriges Riksbank Quarterly Review, 5-33.
- Hibbs, Douglas A.(1994). "The Partizan Model of Macroeconomics Cycles: More Theory and Evidence for The United States". Economics and Politics, 6 (1), 1-23.
- Hooper P, Steven V. Kohlhagen (1978). "The Effect of Exchange Rate Uncertainty on The Pricesand Volume of International Trade". Journal of International Economics, 8 (4): 483-511.
- Hornstein A. (2007). "Evolving Inflation Dynamics and The New Keynesian Phillips Curve". Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, 93 (4), 317-339.
- Hu, Yifan (2003). "Empirical Investigations of Inflation Targeting". Institute of International Economics Working Paper, WP/03/06, 1-42.
- IMF (2000), International Financial Statistics. Washington: International Monetary Fund. [www.imf.org/external/pubs/ft/cgmfs/eng/pdf/cgmfs](http://www.imf.org/external/pubs/ft/cgmfs/eng/pdf/cgmfs).
- IMF (2002). World Economic Outlook Database. Washington: International Monetary Fund. [www.imf.org/external/pubs/ft/cgmfs/eng/pdf/cgmfs](http://www.imf.org/external/pubs/ft/cgmfs/eng/pdf/cgmfs).
- IMF (2006). World Economic Outlook Database. Washington: International Monetary Fund. [www.imf.org/external/pubs/ft/cgmfs/eng/pdf/cgmfs](http://www.imf.org/external/pubs/ft/cgmfs/eng/pdf/cgmfs).
- IMF (2009). "Fiscal Rules-Anchoring Expectations for Sustainable Public Finances". International Monetary FundFiscal Affairs Department, 16, 1-72.
- Issing, Otmar (2009). "In Search of Monetary Stability: The Evolution oOf Monetary Policy". Monetary and Economic Department, BIS Working Papers, 273, 1-30.
- Jenkinson, Tim (2000). Readings in Macroeconomics. United Kingdom: Oxford University Press.
- Johnson, David R. (2002). "The Effect of Inflation Targeting on The Behavior of Expected Inflation: Evidence from an 11 Country Panel". Journal of Monetary Economics, 49 (8), 1521-1538.
- Johnson, David R. (2003). "The Effect of Inflation Targets oOn The Level of Expected Inflation in Five Countries". Review of Economics and Statistics, 85 (4), 1076-1081.
- Kadioğlu, F., Nilüfer Özdemir, Gökhan Yılmaz (2000). "Inflation Targeting in Developing Countries". The Central Bank of The Republic of Turkey, Research Department Discussion Paper: 1-52.



- Kahn Georgo A., Klara Parrish (1998). "Conducting Monetary Policy with Inflation Targets". Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, 83 (3): 5-32.
- Kalaycı, Şeref (1983). Esnek Kur Sistemi ve Türkiye Uygulaması. İstanbul: Üçdal Yayıncılık.
- Kalaycı, Şeref (2002). "Parasal Hedefleme, Enflasyon Hedeflemesi ve Enflasyonist Bekleyişler: Türkiye Ekseninde Bir Değerlendirme". Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Birimler Fakültesi Dergisi, 7 (2), 271-284.
- Kamerschen David R., Richard B. Mckenzie, Clark Nardinelli (1989). Economics. USA: Houghton Mifflin Company.
- Kansu, Aydan (2011). "Para Politikasında Şeffaflık ve Enflasyonist Beklentilerin Yönlendirilmesi". Doğu Üniversitesi Dergisi, 8 (1), 59-71.
- Kar M., Fatma Tatlısöz (2008). "Türkiye'de Doğrudan Yabancı Sermaye Hareketlerini Belirleyen Faktörlerin Ekonometrik Analizi". KMU İktisadi İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 10 (14): 1-23.
- Kara, H., Musa Orak, (2008). Enflasyon Hedeflemesi. Ankara: Ekonomik Tartışmalar Konferansı: 1-69.
- Karaca, Orhan (2006). "Enflasyon Hedeflemesi Gelişmekte Olan Ülkelerde Çalışır mı?". Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2006 (12), 1-17.
- Karaçor, Zeynep, Ahmet Ay, Hakan Acet, Murat Çetinkaya.(2005). "Güvenilirlik İhtiyacı ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikaları". Yönetim ve Ekonomi Dergisi, 12 (2): 1-16.
- Karahan, Özcan (2005). "Türkiye'de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Programının Uygulanmasına İlişkin Oluşan Risklerin Yönetim Politikaları". Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, 4 (14), 34-47.
- Karasoy, A, M. Saygılı, C. Yalçın (1998). "Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri". Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği. 9801.
- Kartal, Fikret (2011). "Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikasının Görünümü". 25 (91), 77-100.
- Kaynak, Muhteşem (2005). Kalkınma İktisadı. Ankara: Gazi Kitabevi.
- Kenan, Peter B. (2000). "Fixed Versus Floating Exchange Rates". Cato Journal, 20 (1), 109-113.
- Kennedy, Mike (2000). "Issues Concerning Inflation-Forecast Targeting". Experiences Based on The Inflation Targeting Conference. Ankara: The Central

Bank of The Republic of Turkey.111.

Keyder, Nur (2012). Para: Teori, Politika, Uygulama. Ankara: Seçkin Yayıncılık.

Keynes, John Maynard (2010). Genel Teori- İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi (Çev. U. S. Akalın). İstanbul: Kalkedon Yayıncılık.

Keynes, John Maynard (2013). Para Üzerine Bir İnceleme (Çev. C. Gerçek). İstanbul: İş Bankası Kültür Yayınları.

Khan, Mohsin S. (2003). "Current Issues in The Design and Conduct of Monetary Policy". IMF Working Paper, WP/03/56.

Khan, Mohsin S., Malcolm D. Knight (1982). "Some Theoretical and Empirical Issues Relating to Economic Stabilization in Developing Countries". World Economic Development, 10 (9): 709-730.

Kimbrough, Kent P. (1986). "Inflation, Employment, and Welfare in The Presence of Transactions Costs". Journal of Money, Credit and Banking, 18 (2), 127-140.

King, Mervyn (1997). "Change in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice". Journal of Monetary Economics, 39 (1), 81-97.

King, Mervyn (1999). The Inflation Target Five Years On. Bank of England, speeches. <http://www.bankofengland.co.uk/speeches/speech09.pdf/15.10.2013>.

King, Mervyn (2002). "The Inflation Target Ten Years On". Bank of England Quarterly Bulletin, 42 (4), 459-474.

Kitov, O., Ivan Kitov (2011). "A Win-Win Monetary Policy n Canada". Journal of Applied Economic Sciences, 2 (16): 160-176.

Korkmaz, A., Adnan Mahiroğulları (2007). İşsizlikle Mücadelede Emek Piyasası Politikaları Türkiye ve AB Ülkeleri. Bursa: Ekin Yayınevi.

Korkmaz, Ekrem (2005). Ekonomide Riskler, Kur Riski. İstanbul: Rota Matbaacılık.

Knight, Malcolm (2005). Stability and Economic Growth: The Role of the Central Bank. <http://www.bis.org/speeches/sp051114.html/15.10.2013>.

Knight, Malcolm D. (2007). "Inflation Targeting in Emerging Market Economies". Inflation Targeting. AlMaghrib, Morocco.

Kuttner, Kenneth N. (2004). "The Role of Policy Rules in Inflation Targeting". Federal Reserve Bank of St. Louis, 86, 89-111.

Kuznets, Simon (1973). "Modern Economic Growth: Findings and Reflections". The American Economic Review, 63 (3), 247-258.

Kydland, Finn E., Edward C. Prescott (1977). "Rules Rather than Discretion The

- Inconsistency of Optimal Plans”. *Journal of Political Economy*, 85 (3): 473-491.
- Landerretche O., Felipe Morande, Klaus Schmidt-Hebbel (1999). “Inflation Target and Stabilisation in Chile”. *Central Bank of Chile Working Papers*, 55: 1-46.
- LeBaron, B., Rachel McCulloch (2000). “Floating, Fixed, Or Super-Fixed? Dollarization Joins The Menu of Exchange-Rate Options”. *The American Economic Review*, 90 (2): 32-37.
- Leiderman, Leonardo ve Gill Bufman (1995). “Inflation Targeting Under a Crawling Band Exchange Rate Regime: Lessons from Israel”. (Ed.) Blejer vd. 70-79.
- Leiderman, L., Gil Bufman (2000). “Inflation Targeting Under a Crawling Band Exchange Rate Regime: Lessons from Israel Inflation Targeting in Practice”. (Ed.) Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Sergio Werlang. *Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*. IMF.
- Leiderman Leonardo, Hadas Bar-Or (2000). ‘Monetary Policy Rules And Transmission Mechanism Under Inflation Targeting In Israel’, *Central Bank Of Chile Working Papers*, 71: 27-31.
- Levin, Andrew T., Fabio M. Natalucci, Jeremy M. Piger (2004). ‘The Macroeconomic Effects Of Inflation Targeting’, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86 (4): 8-51.
- Levy-Yeyati, Eduardo (2006). “Financial Dollarization: Evaluating The Consequences”, *Economic Policy*, 21(45): 61-118.
- Lin, S., Haichun Ye (2007). “Does Inflation Targeting Really Make a Difference? Evaluating The Treatment Effect of Inflation Targeting in Seven Industrial Countries”. *Journal of Monetary Economics*, 54 (8): 2521-2533.
- Lipsey, Richard G. (1960). “The Relation Between Unemployment and The Rate of Change of Money Wage Rates n The United Kingdom, 1862-1957, A Further Analysis”. *Economica*, 27 (105), 1-31.
- Loayza, Norman, Raimundo Soto, (2002). “Inflation Targeting: An Overview”. *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Bank of Chile, 5: 1-21.
- Lucas, Robert E. (1973). “Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs”. *The American Economic Review*, 63 (3), 326-334.
- Luçi, Erjon ve Fatos İbrahimi (2007). “Issues in Adopting Inflation Targeting in Albania Revisited”. *Monetary Policy Transmission and Inflation Modelling Seminar*, National Bank of Moldova and IMF: 1-18.
- Malatyalı, Kamuran (1998). “Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler

ve Türkiye'de Uygulanabilirliği". Devlet Planlama Teşkilatı Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları. 1998 (01).

Mankiw N. Gregory (1985). "Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly". *The Quarterly Journal of Economics*, 100 (2), 529-537.

Mankiw, Gregory N., Mark P. Taylor (2006). *Economics*. London: Thomson Learning.

Masson Paul R., Miquel A. Savastona, Sunil Sharma (1997). "The Scope for Inflation Targeting in Development Countries". IMF Working Paper, WP/97/130.

Masson, Paul R., Miguel A. Savastano, Sunil Sharma (1998). "Can Inflation Targeting Be a Framework for Monetary Policy in Developing Countries?". *Finance and Development*, 35 (1): 34-37.

McCallum, Bennett T. (1989). "New Classical Macroeconomics: A Sympathetic Account". *The Scandinavian Journal of Economics*, 91 (2), 223-252.

McCallum, Bennett T. (1996). "Inflation Targeting in Canada New Zealand, Sweden, The United Kingdom and in General". NBER Working Paper Series, 5579, 1-38.

McClain, Katherine T., Len M. Nichols (1993). "On The Relation Between Investment and Inflation: Some Results From Cointegration, Causation, and Sign Tests". *Journal of Post Keynesian Economics*, 16 (2): 205-220.

McDonough William J. (1997). "A Framework for The Pursuit of Price Stability". FRBNY Economic Policy Review, 3 (3), 1-12.

Meltzer, Allan H. (1993), "The Benefits and Cost of Currency Boards". *Cato Journal*, 12 (3), 707-725.

Meyer, Paul A. (1986). *Money Financial Institutions and The Economy*. USA: Irwin Company.

Meyer, Laurance H. (2002). "Inflation Targets and Inflation Targeting". *The North American Journal of Economics and Finance*, 13 (2), 147-162.

Miller, LeRoy Roger (1991). *Economics Today: The Macro View*. New York: Harper Collins Publishers.

Miller, LeRoy Roger, David V. VanHoose (1993). *Modern Money and Banking*. New York: McGrawHill Inc.

Miller, LeRoy Roger, Robert W. Pulsinelli (1989). *Modern Money and Banking*. New York: Mc Graw- Hill Publication.

- Minella A., Paulo Springer De Freitas, Ilan Goldfajn, Marcelo Kfoury Muinhos (2003). "Inflation Targeting In Brazil: Constructing Credibility Under Exchange Rate Volatility". *Journal of International Money and Finance*, 22 (7): 1015-1040.
- Mishkin Frederic S. (1997a). "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers". *Maintaining Financial Instability in a Global Economy*, 55-96.
- Mishkin, Frederic S. (1997b). "Strategies for Controlling Inflation". NBER Working Paper, 6122, 1-49.
- Mishkin, Frederic S. (1999). "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes". *Journal of Monetary Economics*, 43 (3), 579-605.
- Mishkin, Frederic S. (2000a). What Should Central Bank Do?. Federal Reserve Bank of St. Louis Review.  
<http://www.research.stlouisfed.org/publication/review/00/11/0011fm.pdf/12.09.2013>
- Mishkin, Frederic S. (2000b). "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons From The Industrialized Countries". National Bureau of Economic Research. New York: Columbia University, 1-41.
- Mishkin, Frederic S. (2000c). *Monetary Policy Strategy*. Cambridge: The MIT Press.
- Mishkin, Frederic S. (2000d). *Para Teorisi-Politikası*. (Çev: İlyas Şıklar, Ahmet Çakmak, Suat Yavuz). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.
- Mishkin, Frederic S. (2000e). "Inflation Targeting in Emerging Market Countries". NBER Working Paper Series, 7618, 1-14.
- Mishkin, Frederic S. (2004). "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?". NBER Working Paper Series, 10646, 1-36.
- Mishkin, Frederic S. (2007). *The Economics of Money Banking and Financial Markets*. New York: Pearson Education.
- Mishkin, Frederic S., Adam S. Posen (1997). "Inflation Targeting: Lesson from Four Countries". NBER Working Paper 6126: 1-135.
- Mishkin, Frederic S., Klaus Schmidt-Hebbel, (2000). "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?". NBER Working Paper, 8397: 1-48.
- Mishkin Frederic S, Miguel A.Savastano (2001). "Monetary Policy Strategies for Latin America". *Journal of Development Economics*, 66 (2): 415-444.
- Mishkin, Frederic S., Miguel A. Savastano (2002). "Monetary Policy Strategies for

- Emerging Market Countries: Lessons From Latin America". *Comparative Economic Studies*, 44 (2): 45-83.
- Mohanty, M.S., Marc Klau (2001). "What Determines Inflation in Emerging Market Economies?". *Modelling Aspects of The Inflation Process and The Monetary Transmission Mechanism in Emerging Market Countries*, BIS Papers, 8: 1-39.
- Montiel Peter J., Jonathan David Ostry (1991). "Macroeconomic Implications of Real Exchange Rate Targeting in Developing Countries". IMF Working Paper, WP/91/29.
- Morende, G. Felipe (2000). "A Decade of Inflation Targeting in Chile, Developments, Lessons and Challenges". *Central Banking Analysis and Economic Policies Book Series*, 5, 583-626.
- Morende, G. Felipe (2001). "A Decade of Inflation Targeting in Chile: Development, Lessons and Challenges". *Central Bank of Chile*, 4 (1), 35-62.
- Moreno, R. (2003). "Fiscal Issues and Central Banking in Emerging Economies: an Overview". *BIS Papers*, 20, 1-9.
- Mukherjee, B., David Andrew Singer (2008). "Monetary Institutions Partisanship, and Inflation Targeting". *International Organization*, 62 (2): 323-358.
- Muth, John (1961). "Rational Expectations and The Theory of Price Movements". *Econometrica*, 29 (3), 315-335.
- Müslümov, A., Mübariz Hasanov, Cenktan Özyıldırım (2003). *Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye'de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri*. TÜGİAD.
- Nadal-De Simone, D.A. Francisco (2001). "Inflation Targeters in Practice: A Lucky Lot?". *Contemporary Economic Policy*. 19 (3): 239-253.
- Neumann, Manfred J.M., Jürgen von Hagen (2002.). "Does Inflation Targeting Matter?". *ZEI Working Paper*, 01 (2002): 1-45.
- Nicias, Tito (2000). "The Brazilian Inflation Targeting Experience". *Inflation Targeting Experiences Based on The Inflation Targeting Conference, Ankara: The Central Bank of The Republic of Turkey*, 132-144.
- Niggle, Christopher J. (1991). "The Endogenous Money Supply Theory: An Institutionalist Appraisal". *Journal of Economic Issues*, 25 (1), 137-151.
- Nordhaus, William D.(1975). "The Political Business Cycle". *Review of Economic Studies*, 42 (2), 1-22.
- Obstfeld, Maurice, Kenneth Rogoff (1995). "The Mirage of Fixed Exchange Rates". *NBER Working Paper*, 5191: 1-46.

- OECD (2008). Economic Surveys: Turkey. 2008 (14), 1-167.  
[http://www.turkey-now.org/db/Docs/OECD\\_TR\\_outlook.pdf](http://www.turkey-now.org/db/Docs/OECD_TR_outlook.pdf)  
(Erişim: 17.07.2014).
- Okano, Eiji (2008). "Has İflation Targeting Improved Social Welfare İn Practice? ".  
Applied Economic Letters, 15 (1), 23-26.
- Oktar, Suat (1997). "TCMB'sı Ne Ölçüde Bağımsız?". Banka ve Ekonomik  
Yorumları Dergisi, 34 (5).
- Oktar, Suat (1998). Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat  
İstikrarı. Ankara: Bilim Teknik Yayınları.
- Oktar, Suat (2001). Kuramda ve Uygulamada Para Kurulu. İstanbul: Bilim Teknik  
Yayınevi.
- Oktar, S., Erkan Tokucu (2001). "Yeni Bir Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon  
Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği". Banka ve Mali  
Ekonomik Yorumlar Dergisi, 35(4).
- Oktayer, Asuman (2010). "Türkiye'de Bütçe Açığı, Para Arzı ve Enflasyon İlişkisi".  
Maliye Dergisi, 158, 431-447.
- Onur, Sara (2008). 'Türkiye Ekonomisi'nde Faiz Oranları-Enflasyon İlişkisi Üzerine  
Bir Model Denemesi (1980-2005)". Journal of Qafqaz University, 24, 123-145.
- Orhan, Osman Z. (1995). Başlıca Enflasyon Teorileri ve İstikrar Politikaları.  
İstanbul: Filiz Yayınevi.
- Özdemir, Metin (2007). Enflasyon Hedeflemesi Teorisi: Gelişmekte Olan Ülkelerde  
Uygulanabilirliği ve Türkiye. İktisadi Araştırmalar Vakfı.
- Özdemir, Süleyman. (2006). İşsizlik Sorununun Çözümünde Kobi'lerin  
Desteklenmesi. İstanbul: İstanbul Ticaret Odası Yayınları.
- Özgüven, Ali (1998). İktisadi Büyüme İktisadi Kalkınma Sosyal Kalkınma Planlama  
Japon Kalkınması. İstanbul: Filiz Kitabevi.
- Özsağır, Arif (2008). "Dünden Bugüne Büyümenin Dinamiği". Karaman İktisadi ve  
İdari Bilimler Fakültesi Dergisi, 10 (14), 333-347.
- Öztürk, Serdar (2003) "Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye'de  
Uygulanabilirliği". Dış Ticaret Dergisi, 29, 35-44.
- Paldam, Martin (1997). "Political Business Cycles". (Ed.) Dennis C. Mueller.  
Perspectives on Public Choice. Cambridge: Cambridge University Press.
- Parasız, İlker (2003). Para Politikası. Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Pétursson, Thorarinn G. (2000). "Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary

- Policy?”. Monetary Bulletin, 2000 (1), 36-45.
- Pétursson, Thorarinn G. (2004). “The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance”. Central Bank of Iceland, Working Papers, 23, 1-38.
- Pétursson, Thorarinn G (2005). “Inflation Targeting and its Effects on Macroeconomic Performance”. The European Money and Finance Forum, SUERF Studies, 2005 (5), 7-68.
- Phelps, Edmund S. (1967). “Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time”. *Economica*, 34 (135), 254-281.
- Phillips, A.W. (1958). “The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom: 1861-1957”. *Economica*, 25, 283-299.
- Putterman, Louis G. (2001). *Dollars and Change: Economics in Context*. U.S.A: Yale University Press.
- Quispe-Agnoli, Myriam (2001). “Monetary Policy Alternatives for Latin America”. *Economic Review*, (Q3), 1-11.
- Ragan, James F., Llyod Brewster Thomas (1990). *Principles of Economics USA*: Harcourt Brace Jovanovich Publication.
- Rebelo, Sergio, Carlos A. Vegh (1995). “Real Effects of Exchange-Rate-Based Stabilization: An Analysis of Competing Theories”. *NBER Macroeconomics Annual*, (10): 125-188.
- Reinhart Carmen M. (2005). “Some Perspective on Capital Flows to Emerging Market Economies”. *NBER Reporter Summer 2005* (2005), 8-11.
- Rezerve Bank of New Zealand (2002). What is The Policy Targets Agreement?. <http://www.rbnz.govt.nz>,
- Reserve Bank of New Zealand (2008). Policy Targets Agreement. <http://www.rbnz.govt.nz/mompol/pta/>
- Rogoff, Kenneth (2003). “Globalization and Global Disinflation”. *Economic Review Federal Reserve Bank of Kansas City*, 88 (4), 45-80.
- Saatçi, Yasin M. (2007). “Türkiye’de Bütçe Açıkları ve Finansman Şekilleri”. *Bütçe Dünyası*, 2 (26), 91-101.
- Sachs, J. (1999). *The Exchange Rate Puzzle*. Worldlink.
- Sakal, Mustafa (2003). *Türkiye’de Mali Disiplin Sorunu: Kamu Açıkları Ve Borçlanmanın Sürdürülebilirliği: (1988-2000 Dönem Analizi)*. Ankara: Gazi Kitabevi.



- Samuelson, Paul A., Robert M. Solow (1960). "Problem of Achieving and Maintaining Stable Price Level: Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy". *The American Economic Review*, 50 (2): 177-194.
- Sargent, T., Nail Wallace (1975). "Rational Expectations, The Optimal Monetary Instrument, and The Optimal Money Supply Rule". *The Journal of Political Economy*, 83 (2): 241-254.
- Sargent, T., Nail Wallace (1981). "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic". *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review*, 5 (1981): 1.17.
- Saxton, Jim (1997). *Lessons From Inflation Targeting Experience. A Joint Economic Committee Report. Joint Economic Committee United States Congress.*
- Scarlata, Jodi (2002). *Inflation Targeting. Macroeconomic Management Programs and Policies*, 168.
- Schaechter, A., Mark R. Stone, Mark Zelmer (2000). "Adoption Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries". *IMF Occasional Paper*, 202.
- Schmid, Peter (1999). "Monetary Targeting in Practice. The German Experience". *Center for Financial Studies Working Paper Series*, 1999 (03), 3-27.
- Schmidt-Hebbel K., Alejandro Werner (2002). "Inflation Targeting in Brazil, Chile and Mexico: Performance, Credibility, and The Exchange Rate". *Central Bank of Chile, Working Papers*, 171: 1-50.
- Schmidt-Hebbel K., Tapia Matias (2002a). "Inflation Targeting in Chile". *The North American Journal of Economics and Finance*, 13 (2): 125-146.
- Schmidt-Hebbel, K., Matias Tapia (2002b). "Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation-Targeting Countries". *Central Bank of Chile, Working Papers*, 166: 1-78.
- Selik, Mehmet (1980). *İktisadi Doktrinler Tarihi. İstanbul: Gerçek Yayınevi.*
- Serdengeçti, Süreyya (2005). *Merkez Bankasının Bağımsızlığı Konulu Konferans.* <http://www.tcmb.gov.tr> Erişim tarihi: 08.05.2013.
- Seyidoğlu, Halil (2012). *Ekonomik Terimler: Ansiklopedik Sözlük. İstanbul: Güzem Yayınları.*
- Sherwin, Murray (1998). "Inflation Targeting: The New Zealand Experience". In *Proceedings of the Bank of Canada Conference on Price Stability. Inflation Targets and Monetary Policy*, 261-273.
- Sherwin, Murray (2000). "Institutional Frameworks for Inflation Targeting". *Reserve*

- Bank of New Zealand Bulletin, 63 (4), 28-34.
- Siklos, Pierre L. (1999). "Inflation Target Design: Changing Inflation Performance and Persistence in Industrial Countries". Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 81 (2), 47-58.
- Siklos, Pierre L., Istvan Abel (2002). "Is Hungary Ready for Inflation Targeting?". Economic Systems, 26 (4): 309-333.
- Sims, Christopher A. (2004). "Limits to Inflation Targeting in The Inflation-Targeting Debate". NBER Working Papers, 9562, 283-310.
- Sinclair, Peter JN. (2000). "Central Banks and Financial Stability". Bank of England, Quarterly Bulletin, 40 (4), 377-391.
- Snowdon, B. Howard R. Vane (2005). Modern Macroeconomics. Northampton: Edward Elgar Publishing Inc.
- Snowdon, B., Howard R. Vane, Peter Wynarczyk (1994). A Modern Guide To Macroeconomics. Northampton: Edward Elgar Publishing Inc.
- Svensson, Lars E.O. (1995). "The Swedish Experience of on Inflation Target". NBER Working Paper, 4985, 2-29.
- Svensson, Lars E.O. (1997). "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets". European Economic Review, 41 (6), 1111-1146.
- Svensson, Lars E.O. (1999). "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule". Journal of Monetary Economics, 43 (3), 607-654.
- Svensson, Lars E.O. (2000). "How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?". NBER Working Paper, (7516), 1-53.
- Svensson, Lars E. O. (2006). "Inflation Targeting, The New Palgrave Dictionary of Economics". (Ed.) Larry Blum and Steven Durlauf.
- Sveriges Riksbank (2008). Monetary Policy in Sweden.  
<http://www.riksbank.se/en/>
- Şimşek, Muammer (2005). "Türkiye'de Bütçe Açıklarının Ulusal Tasarruflara Etkileri". Cumhuriyet Üniversitesi, İİBF Dergisi, 6 (2).
- Şiriner, İ., Turgay T. (2007). "Parasal İstikrarın Sağlanmasında Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın Etkinliği Sorunu". Finans Politik& Ekonomik Yorumlar Dergisi, 44 (509): 68-80.
- Talas, Cahit. (1997). Toplumsal Ekonomi. Ankara: İmge Kitabevi.
- Taş, Bedri Kamil O. (2012). "Inflation Targeting as a Signaling Mechanism". Digital Signal Processing, 22 (1), 1-16.

- Taylor, John B. (1993). "Discretion Versus Policy Rules in Practice". Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, (39), 195-214.
- TBB (2001). Bankacılık Krizlerinin Çözümü ve Banka Yeniden Yapılandırmasında İzlenen Temel Politika ve Uygulamalar Meksika ve Kore Deneyimlerinin Karşılaştırılması. TBB Bankacılar, Nisan 2001.
- TCMB (1999). Para Politikası Metinleri. 9 Aralık 1999 Tarihli Niyet Mektubu. (<http://www.tcmb.gov.tr>)
- TCMB (2001). Yıllık Rapor. Para Politikası ve Piyasalar. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.
- TCMB (2002). <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/> 07.08.2013.
- TCMB (2002). 2000 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler. TCMB Basın Duyurusu. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. 2002-1
- TCMB (2004). Basın Duyurusu. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. 2004- 59.
- TCMB (2004). Merkez Bankası Bağımsızlığı. Ankara: TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü.
- TCMB (2005). Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. 2005-56.
- TCMB (2006). Enflasyon Hedeflemesi Rejimi. Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası.
- TCMB (2006). Enflasyon Raporu (2006- I, II, III, IV). Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.
- TCMB (2006). TCMB Bülteni. Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası. 1 Mart 2006.
- TCMB (2008). Enflasyon Raporu (2008, I, II, III, IV). Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.
- TCMB (2009). Enflasyon Raporu (2009-I, II, III, IV). Ankara: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası.
- Telman, Ömer T. (1994). Merkez Bankalarının Bağımsızlığı. Doktora Tezi, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul.
- Temel, Serdar (2006). "Enflasyon Hedeflemesinin Türkiye'de Uygulanabilirliği". İzmir: Net Yayıncılık.
- The World Bank (2014). The World Bank Data.

<http://data.worldbank.org/turkish/15.01.2013>.

- TOBB (2001). Ekonomik Rapor 2001. Ankara: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği. 2002-45.
- TOBB (2006). Ekonomik Rapor 2006. Ankara: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği. 2007-45.
- Tutar E. (2005). “Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları: Türkiye’de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi”. Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Türk Dil Kurumu (1998). Türkçe Sözlük. Ankara: Türk Tarih Kurumu.
- Uğur, G., Vehbi T. (2002). “Reel Kur ve Uzun Dönem Denge Seviyesi”. Hazine Dergisi, 14: 105-124.
- Uygur, E. (2001). “Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık”. İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 16 (189).
- Usta, Bülent (2003). “Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”. TCMB Uzmanlık Tezi, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ankara.
- Uygur, Ercan (2012). ‘Türkiye’de Cari Açık Tartışması’. Turkish Economic Association Discussion Paper, 2012 (25), 3-33.
- Varım, Suphi (1997). “2000’li Yıllara Doğru Türkiye’nin Önde Gelen Sorunlarına Yaklaşımlar 25 Seçim Ekonomisi”. İstanbul: Türkiye Genç İş Adamları Derneği.
- Vega, M. Winkelried, D. (2005). “Inflation Targeting and Inflation Behavior: A Successful Story?”. International Journal of Central Banking, 1 (3): 153-175.
- Veiga, José F. (1999). “What Causes The Failure of Inflation Stabilization Plans?”. Journal of International Money and Finance, 18 (2), 169-194.
- Vickers, John (1999). “Inflation Targeting In Practice: The UK Experience”. CFS Working Paper, 1999 (02), 1-22.
- Vinals J. (1998). “Monetary Policy and Inflation: From Theory to Practice”, CEPR Discussion Paper, 1821.
- Walsh, Carl E. (2003). Monetary Theory and Policy. USA: The MIT Press.
- Walsh, Carl E. (2006). “Transparency, Flexibility, and Inflation Targeting”. Documentos De Trabajo, Banco Central De Chile, 1 (401).
- Walsh, Carl E. (2009). “Inflation Targeting: What Have We Learned?”. International Finance, 12 (2), 195-233.

- Woodward, B. (2003). *Maestro: Fed, Greenspan ve Amerikan Ekonomisi*. (Çev: C. Feyyal). İstanbul: Scala Yayıncılık ve Tanıtım A.Ş.
- Woodford, Michael (2001). "Fiscal Requirements for Price Stability". NBER Working Paper, 8072, 1-80.
- Wray, L. Randall (2007). "The Employer of Last Resort Programme: Could It Work for Developing Countries?". *Economic and Labour Market Papers*, 2007 (5), 2-47.
- Wu, Thomas Y. (2004). "Does İnflation Targeting Reduce İnflation? An Analysis for The OECD Industrial Countries". (83).
- Yapraklı, S. (2007). *Döviz Kuru Rejimleri ve Merkez Bankacılığı Türkiye Üzerine Uygulamalar*. Ankara: İmaj Yayınevi.
- Yay, Gülsün G. (2006). "Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi". *İktisat Dergisi*, 5, 470-471.
- Yay, Gülsün G. (2012). *Para ve Finans Teori-Politika İstanbul: İstanbul Bilgi Üniversitesi Yayınları*.
- Yay, T., Gülsün Yay, Ensar Yılmaz (2001). "Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler". İstanbul Ticaret Odası Yayınları, 2001 (47), 1-194.
- Yayla, Atilla (1992). *Liberalizm* Ankara: Turhan Kitabevi.
- Yılmaz, B. Elif (2005). "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Bağlamında Kamu Dinamikleri Baskısı". İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, 32(2005), 81-109.
- Yılmaz, S. (2004). *Makroekonomik Teoride Yatırım, Büyüme ve Enflasyon*. İstanbul: Beşir Kitabevi.
- Yükseler, Zafer (2005a). "Türkiye’nin Rekabet Gücündeki Gelişim". *Economic Association Discussion Paper*, 2005 (1), 1-24.
- Yükseler, Zafer (2005b). "IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi: Brezilya Deneyimi ve Türkiye İçin Dersler". *Türkiye Ekonomi Kurumu, Tartışma Metni*, 2005 (9), 1-44.

## ÖZGEÇMİŞ

Zişan Kılıçkan 1968 yılında Kahramanmaraş'ta doğdu. Orta ve lise öğrenimini 1979-1985 yılları arasında Özel Kadıköy Kız Koleji'nde tamamladı. 1985 yılında İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi İktisat Bölümü'nde lisans eğitime başladı. 1989 yılında İktisat Fakülte'sinden mezun olduktan sonra İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Para ve Banka Anabilim Dalı'nda yüksek lisansa devam etti. Aynı dönemde Hacı Şakir Pazarlama ve Yatırım A.Ş.'de mali işler sorumlusu ve Yapı Kredi Bankası A.Ş. Genel Müdürlük Dış İşlemler Bölümü'nde çalıştı. 1993 yılında "Sabun Sektörüne Bir Örnek: Colgate-Hacı Şakir Sabun Gliserin Fab. T.A.Ş." isimli tezi tamamlayarak Sosyal Bilimler Enstitüsü'nden mezun oldu. 1998-2004 yılları arasında Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi'nde ve İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi'nde araştırma görevlisi olarak çalıştı. 2004 yılında Kocaeli Üniversitesi Hereke Ömer İsmet Uzunyol M.Y.O'da Dış Ticaret Bölümü'nde öğretim görevlisi olarak çalışmaya başladı. 2005 yılında Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim dalında doktora eğitime başladı. Halen Kocaeli Üniversitesi Hereke Ömer İsmet Uzunyol M.Y.O'da öğretim görevlisi olarak İktisat ve Mesleki Yabancı Dil dersi vermektedir.