

T.C
YILDIZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

132 649

PARA POLİTİKASI ARAÇLARINDA
SON GELİŞMELER
ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE TÜRKİYE

132649

Tayfun TÜRKOL
99710021

İKTİSAT
YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tez Danışmanı: Prof. Dr. Ercan EREN

İSTANBUL, 2003

T.C. YÜKSEK ÖĞRETİM BAKANLIĞI
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İÇİNDEKİLER

I- PARA POLİTİKASI REJİMLERİ VE EKONOMİK PERFORMANSA TARİHSEL BAKIŞ

I.1) KLASİK ALTIN STANDARDI.....	1
I. 2) I.DÜNYA SAVAŞI.....	2
I. 3) I. DÜNYA SAVAŞI SONRASI DÖNEM.....	3
I. 4) 2. DÜNYA SAVAŞI.....	4
I. 5) BRETTON WOODS SİSTEMİ.....	5
I. 6) DALGALANAN KUR REJİMİ.....	7
I. 7) GENEL BAKIŞ.....	9
II-PARA POLİTİKASI TANIMI VE AMAÇLARI.....	10
II. 1) FİYAT İSTİKRARI.....	10
II. 2) TAM İSTİHDAM.....	11
II. 3) EKONOMİK BÜYÜME.....	12
II. 4) FAİZ İSTİKRARI.....	12
II. 5) FİNANSAL PİYASALAR İSTİKRARI.....	13
II. 6) ÖDEMELER DENGESİ.....	13
II. 7) AMAÇLAR ARASINDAKİ UYUŞMAZLIK.....	14
III- MERKEZ BANKASI STRATEJİSİ, HEDEFLERİN KULLANILMASI.....	15
III. 1) ARA HEDEFLER.....	15
III. 2) FAALİYET HEDEFLERİ.....	15
III.3.PARA POLİTİKASI ARAÇLARI.....	16
III.3.a) Açık Piyasa İşlemleri.....	16
III.3.b) Zorunlu (Munzam) Karşılık Oranı	17
III.3.c) Reeskont Oranı.....	18
III.3.d) Disponibilite Oranı.....	18
III.3.e) Zorunlu Döviz Devir Oranı ve Kuru.....	19
III.3.f) Mevduat Faiz Oranı.....	19
III.3.g) İthalat Teminatları.....	20

III.3.h) Asgari Ödeme Oranı (margin requirement).....	20
III.3.i) Selektif Kredi kontrolü.....	20
III.3.j) İkna Yolu (Moral Suasion).....	20
III.3.k) Para Politikası Araçlarının Türkiye’de Kullanımı.....	20
III. 4) PARA POLİTİKASI SORUNLARI.....	22
III.4.a) Tam ve Eksik Bilgide Para politikası.....	29
III.4.b) Para Politikası ve Güvenilirlik	31
III.4.c) Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Güvenilirlik.....	32
III.4.c.i) Yasal ve Fiili Bağımsızlık.....	33
III.4.c.ii) Politik ve Ekonomik Bağımsızlık.....	34
IV- PARA POLİTİKASI REJİMLERİ.....	35
IV- 1) DÖVİZ KURU HEDEFLEMESİ.....	37
IV-1. a) Para Kurulu.....	40
IV. 1. b) Dolarizasyon.....	44
IV. 2) PARASAL HEDEFLEME.....	47
IV. 2. a)Para Arzının İçselliği ve Parasal Hedefleme.....	51
IV. 3) ZİMNİ NOMİNAL ÇAPA HEDEFLEMESİ.....	54
IV. 4) NOMİNAL GSYİH HEDEFLEMESİ	55
IV.4. a)Nominal GSYİH Hedefleme Yöntemleri.....	57
V- ENFLASYON HEDEFLEMESİ.....	59
V. 1) FİYAT SEVİYESİ HEDEFLEMESİ.....	64
V. 2) ENFLASYON HEDEFLEME REJİMİNİN ÖN KOŞULLARI.....	65
V.2. a) Nihai Hedefin Fiyat İstikrarı Olması	65
V.2. b) Merkez Bankasının Bağımsız Olması.....	65
V.2. c) Disipline Edilmiş Kamu Maliyesi Ve Gelişmiş Mali Piyasalar Olması.....	66
V. 3) STRATEJİK ÖZELLİKLER.....	67
V.3.a) Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik	67
V.3.b) Güvenilirlik.....	68
V.3.c) Esneklik.....	68
V.4) UYGULAMAYA YÖNELİK TEKNİK ÖZELLİKLER.....	69
V.4.a) Enflasyon Ölçüm Şeklinin Belirlenmesi.....	69
V.4.b) Sayısal Hedeflerin Belirlenmesi.....	70
V.4.c) Zaman Aralığının Belirlenmesi	71
V.4.d) Nokta Veya Bant Hedefi Tayini.....	72

V.4.e) Kullanılacak Enformasyon.....	73
V.4.f) Hedeften Sapmalar.....	74
V.5) ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN AVANTAJLARI.....	75
V.6) ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN DEZAVANTAJLARI.....	76
VI-) ENFLASYON HEDEFLEMESİNİ UYGULAYAN ÜLKELER.....	76
VI.1) GELİŞMİŞ ÜLKELERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ	77
VI.1.a) Enflasyon Hedeflemesi ve Yeni Zelanda.....	78
VI.1.b) Enflasyon Hedeflemesi ve Kanada	81
VI.1.c) Enflasyon Hedeflemesi ve İngiltere.....	83
VI-2) GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ.....	87
VI.2.a) Enflasyon Hedeflemesi ve Meksika	88
VI.2.b) Enflasyon Hedeflemesi ve Şili	92
VI.2.c) Enflasyon Hedeflemesi ve İsrail.....	95
VII-)TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİNE YAKLAŞIM.....	99
VII.1) TÜRKİYE EKONOMİSİNİN SON 30 YILINA BAKIŞ	99
VII.1. a) Türkiye'de Enflasyonun Temel Nedenleri.....	102
VII.1. b)1994-2002 Dönemi	104
VII.1) ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE IMF.....	109
VII.3) ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE TÜRKİYE.....	110
VII.3. a) Enflasyon Hedeflemesi için Türkiye Merkez Bankasının Konumu	112
VII.3. b) Enflasyon Hedeflemesi için Türkiye'deki Kamu Maliyesi	114
VII.3. c) Enflasyon Hedeflemesinde Karşılaşılabilecek Zorluklar	119
SONUÇ	122
KAYNAKÇA	

ÖNSÖZ

Enflasyon 1920'li yıllara kadar ülke ekonomileri için büyük bir sorun oluşturmamıştır. Yaşanan büyük bunalımın ardından 1930'lu yılların başından itibaren enflasyon oranlarındaki artışlar, para otoritelerini önlemler almaya zorlamıştır. Enflasyonun ülke ekonomilerine olan maliyetleri her geçen gün daha da fark edilmiş 1980'li yıllara gelindiğinde fiyat istikrarının sağlanması bütün ekonomilerin ilk amacı haline gelmiştir. Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla merkez bankalarının uyguladığı, döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme vb. yaklaşımların, hızla gelişme kaydeden finansal piyasalar ve oluşan türevleri ile finansal serbestleşme sonucu etkin birer nominal çapa olma özellikleri kaybolmuştur. Enflasyon karşısında yeterli sonuçları elde edemeyen Merkez Bankaları alternatif strateji arayışına girmişlerdir. 1990 yılından itibaren Yeni Zelanda'nın uygulamaya koyduğu enflasyon hedeflemesi, kısa zamanda başta gelişmiş ülkeler tarafından hızla uygulanmaya başlanmış ve başarılı sonuçlar elde edilmiştir.

Çalışmanın ilk bölümünde 1900'lü yılların başından 1980'li yıllara kadar geçen süre zarfında uluslararası para sistemlerine değinilip, başta enflasyon olmak üzere, ekonomik performanslara kısaca göz atılmıştır. İkinci ve üçüncü bölümde, para politikasının yerel amaç ve araçlarına kısaca değinilmiştir. Kullanılan para politikası araçları anlatılarak, para politikasında karşılaşılan sorunlara teorik açıdan yaklaşılmıştır. Özellikle para politikasının güvenilirlik sorunu ve para politikasında yaşanan zaman tutarsızlığı problemi değişik açılardan incelenmiştir.

Dördüncü bölümde ise 1970'li yıllardan itibaren fiyat istikrarının temel amaç edinilmesiyle; döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, nominal örtülü çapa hedeflemesi, nominal GSYİH hedeflemesi gibi para politikası rejimleri irdelenmiştir. Bu rejimlerin uygulamalarından örnekler verilerek uygulandığı süreçte performanslarına göz atılmıştır.

Çalışmanın beşinci bölümünde son yıllarda popüleritesi artan para politikası stratejisi olan enflasyon hedeflemesinin tanımı, teorik yaklaşımı ve uygulama şartlarına değinilmiştir. Sağlanan avantajlar ve dezavantajlar belirtilmiştir.

Altıncı bölümde enflasyon hedeflemesini uygulayan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin ekonomik performansları ve uyguladıkları politikaların özellikleri anlatılmıştır. Yaşanan sorunlar ve ortaya çıkan sonuçlar fiyat istikrarı sağlama kriterine göre değerlendirilmiştir.

Yedinci bölümde Türkiye ekonomisinin performansı enflasyonla beraber 30 yılı ele alınmış, 2002 yılıyla örtük enflasyon hedeflemesine geçen Türkiye'nin, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği açısından ekonomik alt yapısı ve çeşitli olumlu ve olumsuz faktörler irdelenmiştir.

Bu çalışmamda bana yön gösterip yardımcı olan sayın danışman hocam Ercan Eren'e teşekkürlerimi sunarım.



ÖZET

PARA POLİTİKASI ARAÇLARINDA SON GELİŞMELER ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE TÜRKİYE

20.yüzyılın sonuna yaklaşılmasıyla beraber, para politikası yürütülmesinde hangi stratejinin izlenmesi konusu merkez bankalarının yüz yüze kaldığı anahtar sorun olmuştur. Farklı nominal çapaların kullanılmasından sonra, kamuoyuna orta vadeli sayısal enflasyon hedeflerinin açıklandığı ve bu hedeflere ulaşmak için taahhütte bulunulduğu enflasyon hedefleme parasal stratejisinin son zamanlarda popülaritesi artmıştır. Bu yaklaşım gelişmiş ülkelerde adapte olunduktan sonra, para politikasının yürütülmesinde başarılı nominal çapa sağladığı izlenmektedir. Bu çalışma beş farklı para politikası rejiminin (Döviz kuru hedefleme, parasal hedefleme, örtülü nominal çapa hedefleme, nominal GSYİH hedefleme, enflasyon hedefleme) uluslararası deneyimlerini değerlendirmiştir. Aynı zamanda bu çalışmada bir takım para politikası uygulama sorunlarının mevcut olduğu Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin bir model olup olamayacağı tartışılmaktadır.

ABSTRACT

RECENT DEVELOPMENTS OF MONETARY POLICY TOOLS INFLATION TARGETING AND TURKEY

The key issue facing central banks as we approach the end of the twentieth century is what strategy to pursue in conduct of monetary policy. After using different nominal anchors, one choice of monetary strategy that has become increasingly popular in recent years is inflation targeting which involves the public announcement of medium – term numerical targets for inflation with a commitment by the monetary authorities to achieve these targets. This approach appears to have provided a successful nominal anchor for conducting monetary policy in industrial countries that have adopted it so far. This study examines the international experience with five basic types of monetary policy regimes. (Exchange-rate targeting, Monetary Targeting, Monetary Policy with Implicit but not Explicit Nominal Anchor, Nominal GDP Targeting). This study also includes a discussion of Whether inflation targeting can be model for Turkey While there are some monetary policy difficulties.

TABLolar LİSTESİ

TABLO-1 PARA POLİTİKASI HEDEFLERİN KULLANIMI.....	16
TABLO-2 : ÜLKELERE GÖRE ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN UYGULAMA ÖZELİKLERİ.....	98
TABLO -3 : TÜRKİYE'DE BÜTÇE AÇIKLARI, BÜTÇE AÇIKLARININ ARTIŞ HIZLARI VE BÜTÇE AÇIKLARININ GSYİH ORANLARI.....	115
TABLO-4 : ENFLASYON HEDEFLEYEN ÜLKELERDE MALİ BASKINLIK RASYOLARI (1995).....	115
TABLO-5 : TÜRKİYE'DE KAMU KESİMİ BORÇLANMA GEREKSİMİNİN GAYRİ SAFİ MİLLİ HASILAYA ORANI (KKBG / GSMH).....	116
TABLO-6 TÜRKİYE'NİN DIŞ BORÇ GÖSTERGELERİ.....	118
TABLO -7:TÜRKİYE'NİN İÇ BORÇ STOKU, İÇ BORÇ STOKUNUN GSMH'YA ORANI.....	118
TABLO-8: TÜRKİYE'DE YILLAR İTİBARIYLA M2 MİKTARLARI VE BU MİKTARLARIN GSMH'YA ORANI.....	119
TABLO-9: ENFLASYON HEDEFLEYEN ÜLKELERDE MALİ DERİNLİK ORANLARI (%) (1995).....	119

ŞEKİL LİSTESİ

ŞEKİL 1- ZAMAN TUTARSIZLIK PROBLEMİNİN ŞEKİLDE GÖSTERİMİ.....26

ŞEKİL-2 ŞİLİ'DE PARA AKTARIM MEKANİZMASININ ENFLASYONA ETKİSİ...74



KISALTMA LİSTESİ

a.g.e	: Adı Geçen Eser
DİE	: Devlet İstatistik Enstitüsü
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
DPT	: Devlet Planlama Enstitüsü
ERM	: Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (European Exchange rate Mechanism)
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi hasıla
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereksimi
MB	: Merkez Bankası
NİV	: Net İç Varlıklar
NUR	: Net Uluslararası Rezerv
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (Organization of Economic Cooperation and Development)
TCMB	: Türkiye Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi

I-) PARA POLİTİKASI REJİMLERİ VE EKONOMİK PERFORMANSLARA TARİHSEL BAKIŞ

Para politikası rejimleri, parasal otoritelerin makroekonomik büyüklüklerin evrimini etkilemek kabiliyetlerin tabiatı ile, kurumlar ve alışkanlıkların empoze ettiği kısıtları ve sınırlamaları içermektedir.¹

Tarihe baktığımızda iki grup para politikası rejimi görebilmekteyiz. Değerli madene (altın, gümüş, vb) göre konvertibiliteyi temel alan ve fiat parayı temel alan iki tip parasal rejimde, nominal çapa konsepti olarak birbirine benzemektedir. Nominal bir çapa, para politikası için hedef olarak hizmet veren bir nominal değişkendir. Değerli maden-konvertibilite rejimde kullanılan değerli madenin parasal fiyatı nominal bir çapa oluşturmaktaydı. Uluslararası açıdan bakıldığında iki temel parasal düzenleme ortaya çıkmaktadır; sabit ve esnek kur. Bu ikisinin arasında kalan varyantlar da (ayarlanabilir ve yönetilen dalgalı kur gibi) hükümetlerce kullanılmış ve hala kullanılmaktadır.

I- 1) KLASİK ALTIN STANDARDI

1870’te dünya bimetalizmden altın monometalizme geçiş yaptı. O dönemde bir çok ülke, endüstri ve ticarete dünya devi İngiltere’nin izinden yürümeye çalıştı. Almanya ise Franco-Prussian savaş tazminatını, altın standardı oluşturma finansmanında kullandı ve bunu diğer önemli Avrupa ülkeleri takip etti. İsveç, Danimarka ve Norveç İskandinav parasal birliğin bir parçası olarak altın standardına geçiş yaptı. 1880 de bir çok ülke bu rejimde yerini almıştı.

1914 yılına kadar uluslararası parasal sistemde konvertibilitenin temelini oluşturan altın, uluslararası parasal sistemin temel iskeletini sağlayacak şekilde hizmet verdi.² Altının sabit nominal fiyatı ulusal para sisteminde nominal çapa olarak ve uluslararası sistemde sabit kur paritesi şeklinde hizmet verdi.

¹ Bordo Micheal ,Anna J. Schwartz,(1997), Monetary Policy Regimes And Economic Peformance ,The Historical Record, National Brueau of Economics Research, Working Paper 6201, s 3

²Bordo Micheal, Lars Joung, (2000) , A Return To The Convertibility Principle Monetary And Fiscal Regimes İn Historical Perspective, İnternational Economic Assocation Conference in Trento (Italy), s. 11

Bu rejimde altın, uluslararası ödeme birimi olmuştur. Sistem ülke parasının miktarı kadar veya asgari karşılık oranı kadar altın birikimini öngörmektedir. Hükümet parasını sabit bir değerden her an altın ile değiştirmeyi taahhüt etmektedir³.

Altın standardı, konvertibilitenin ihtiyacı parasal politikalarda etkin bir kısıtlama sağlamıştır. 1881-1913 yılları arası taban ve para stoğu genişlemesi düşük ve istikrarlı bir seyirdeydi. Para arzı klasik altın standardı rejiminde parasal altın stoğu ile belirleniyordu. Yeni altın üretimi çeşitli yollarla (maliyetler artırılarak) sınırlandırılabilirdi. Sistemde sabit kur oranları disiplini, birtakım altın ve sermaye akımları ile zorlanıyordu. Bazen para otoriteleri belirli bir hedef aralığında içsel stabilite amaçlı bu oranlarla oynayabiliyorlardı.

Klasik altın standardında mali politikalar bir çok ülke için konvertibilite kuralı bakımından ikinci sırada yer aldı. Konvertibilitenin uygulandığı rejimde, para ile finanse edilen açıklar sonucu altın kaçışları ve piyasa temsilcileri tarafından uluslararası rezervlerin tükenecek korkusu bir takım spekülatif ataklara sebep olmuştur. Tahvillerle karşılanmaya çalışılan açıklar gündeme risk primi olgusunu getirmiştir.

Bu dönemde hükümet harcamalarının milli gelire oranı düşük seviyelerde kalmıştır. Enflasyon ortalaması sıfıra yakın değerlerde gerçekleşmiş, parasal genişleme ekonominin büyüme oranı ile benzerlik göstermiştir.

I- 2) I. DÜNYA SAVAŞI

Klasik altın standardı, I. Dünya Savaşının çıkmasıyla 1914'te sona erdi. Savaş arifesinde klasik altın standardı rejimi, altın kur standardı sistemine benzemeye başladı. Bazı ülkeler konvertibilitenin olduğu kur rejimine sahip çıkmaya çalışmış, fakat oluşabilecek güven krizi ihtimali ve 1. Dünya savaşının gelişi, bununla beraber konvertibilite ile ilgili kaygılar çöküşün başlamasında etkili olmuştur.

Bu dönem mali politikalara bakıldığında, altın standardı sisteminin sonunu hazırlayan savaşla beraber oluşan güven krizinin ve hızla artan devlet harcamalarının etkilerini görmekteyiz. Savaş nedeniyle devlet harcamalarındaki artış bütçe açığını hızla arttırarak milli gelire oranını %8'lerden %24'lere ulaştırmıştır.

³Paya Merih ,(1998), **Para Teorisi ve Para Politikası** ,İstanbul, s. 35

Hükümetler, harcamalarda oluşan keskin artıştan dolayı, ya vergileri arttırmak veya merkez bankası ve kamudan borçlanmayı arttırmak şeklinde iki seçeneğe sahiptiler. Savaşan devletler bir çok metot deneselerde harcamaları artan vergi oranlarıyla karşılayamadılar. Özellikle savaşan devletlerde bütçe açıkları hızla artış kaydetti. Savaşa katılan ve katılmayan devletlerde de kamuya olan borç oranı hızla artmaya başladı.⁴

Devlet harcamalarındaki aşırı artış savaşan ülkelerdeki para otoriteleri üzerinde baskı kurdu. Konvertibilite gereklilikleri, bütçe kaygıları nedeniyle geçersiz kaldı. Parasal taban I. Dünya Savaşı sırasında ortalama %28,8 oranında artış kaydetti. Klasik altın standardı zamanında bu oran ortalama %2,9 civarıydı.

Genişleyen para arzları sonucunda fiyatlar genel seviyesi hızlı bir şekilde arttı. Fiyatlar genel seviyesindeki artış oranı para arzı artış oranı ile aynı seviyelerde kaldı(yaklaşık %20). Nominal faiz oranlarında aşırı hareketler yaşanmadı. Klasik altın standardı sürecinde ortalama %3,6 civarında olan faizler, savaşla beraber %4,7 seviyelerine yükselmiştir. Kurlarda istikrarsız ortamdan dolayı geniş aralıklarda hareketlenmeler yaşandı. Reel ekonomik büyüme savaş yıllarında negatife döndü. Bu dönemde ekonomilerde mali ve para politikası yönetimlerinde büyük farklılıklar yaşanmıştır.

I- 3) I. DÜNYA SAVAŞI SONRASI DÖNEM

Bu dönem birkaç rejimden oluşan bir süreçtir. 1920 ortalarında oluşan altına geri dönüş, kısa ömürlü altın standardı, büyük depresyon ve altın standardının çöküşü şeklinde özetlenebilir.

I. Dünya savaşı sonrası hükümetler istikrarlı parasal sisteme kavuşmak istediler. Bu aşamanın mali ve parasal politikaları önemseyen iki ana karara ihtiyacı vardı. Hükümetler borçları bir şekilde çözüme kavuşturmak zorundaydı. Hükümetler ya borçları erteleyici bir takım mali politikalar üretecek ya da enflasyonu kullanarak borçları eritmeye çalışacaktı. Her iki kararda da kredi verenler ve alanlar arasında derin etkilere sahipti⁵.

Almanya, borçlarını hiperenflasyonu kullanarak ödeme yolunu seçti. Fransa ise yüksek enflasyon yoluna gitti. Aslında Fransa, iç borçları iyileştirecek politikalar

⁴ Bordo, Micheal, Lars Joung, (2000), a.g.e, s. 15

⁵ Bordo, Micheal, Lars Joung, (2000), a.g.e, s. 16

T.C. YÜKSEKÖĞRETİM KURULU
DEKÜMANTASYON MERKEZİ

üretmek için tekrar altın sistemine dönmek istemişti. İngiltere ise bütçesinde fazla vererek borçlarını ödedi.

Klasik altın standardı I. Dünya Savaşı sonrası tekrar altın kur standardı gibi oluşturulmaya çalışıldı. İngiltere ve diğer ülkeler savaş sonrası oluşan kur ve enflasyon istikrarsızlığının tehlikesini fark edip, savaş öncesi altın konvertibilitesinin iyi işlediği günlere dönülmesi konusunda istekliydi. 1922 yılında Genova Konferansında temel prensiplerin geliştirilip, üye ülkelerin merkez bankalarının altın rezervleri için ikame döviz pozisyonu adaptasyonu prensibi desteklendi. Ama sistem büyük ekonomik karışıklıklarla ve olumsuz sermaye akımlarıyla karşı karşıya kalıp, sağlıklı ve güvenilir bir işleyiş göstermeden başarısızlığa uğradı.

Altın standardının kaybolmasıyla yeni mali ve parasal politikaların denenmesine fırsat verdi. Bazı ülkeler genişleyici mali politikalara adapte olmaya başladı. İsveç, kriz politikası olarak genişleyici bütçesini reel sektörde dengeleyici bir olgu olarak gösteren fikirler sundu. Ayrıca İsveç, Knut Wicksell normuna göre fiyat istikrarını temel alan programını tanıttı. Bu program fiyat beklentileri üzerine etkili temel argümanları içerdi

Altın standardı yıkıldıktan sonra ulusal paraları birbirine dönüştürme olanağı kalmamasından dolayı, ülkeleri uluslararası ödemelerde iki yanlı (bilateral) anlaşmalar yapmaya zorlamıştır. Böylece dünyada çok yanlı denkleştirme mekanizması yıkılmış ve dünya ticareti ciddi bir darboğaza girmiştir⁶.

Savaş sonrası dönemde parasal taban ve parasal stok genişlemesi düşüşe geçti. Savaştan sonra devlet harcamalarında düşme gözlemlendi ama hiçbir zaman savaş öncesi dönem oranlarına inmedi. 1930'daki büyük depresyon sonucu Keynesyen politikalar hakim olmasıyla kamu harcamalarında artış başladı. Ama bütçe açıkları ciddi boyutlara ulaşmadı.

I- 4) II. DÜNYA SAVAŞI

II. Dünya Savaşının başlamasıyla devlet harcamaları, I. Dünya Savaşından daha keskin bir şekilde artış kaydetti. Hükümetler I. Dünya Savaşı sırasındaki aynı finansal problemlerle karşı karşıya kaldı. Devlet harcamalarının milli gelire oranı bazı ülkelerde tüm zamanların en üst seviyelerine ulaşmıştır. Fiyatlar genel düzeyi, I. Dünya Savaşına

⁶ Seyidoğlu Halil ,(1999),Uluslararası İktisat Teori Politika Ve Uygulama, İstanbul ,13. Baskı , s. 541

benzer bir şekilde birden keskin artışlar kaydetti. Savaşan ülkelerde senyoraj yüksek seviyelere ulaştı. Genelde kısa ve uzun dönem faizler düşük seviyede seyir gösterdi.

Kısacası II. Dünya Savaşı ve sonrası süreçte, I. Dünya Savaşı dönemindeki benzer etkiler para ve mali piyasalarda gözlemlendi. Savaşa katılan ülkelerde savaşın ağır faturası, sonraki dönemde para politikaları üzerinde baskı unsuru oluşturdu.

I- 5) BRETTON WOODS SİSTEMİ

Bretton Woods son konvertible rejimdir. Bu rejimde Amerika Birleşik Devletleri'nin önemli ticari gücü nedeniyle dolar-altın kuru belirlenmiş ve diğer üye ülkeler paritelerini dolara göre ayarlamışlardır.⁷

Bu yeni sistem ile ilgili başta Amerike Birleşik Devletleri ve İngiltere olmak üzere çeşitli görüş ve planlar mevcuttu. Bu iki ülke görüşleri arasındaki temel fark, İngiltere'nin planının Amerika'ya göre daha çok iç politika özerkliği taşıması idi. Amerika planı ise daha çok kur dengesi üzerinde önemle duruyordu.

John Maynard Keynes ve Harry Daxler sunduğu ayarlanabilir sabit kur rejimi ile ilgili taslak, uluslararası para kuruluşu ile koordine edilebilecekti.

Sonunda Bretton Woods'ta karar birliğine varılan anlaşma ile Amerika ve İngiltere planlarında uzlaşma sağlanmış oldu. Bu uzlaşma ile İngiliz planında belirtilen politika yapıcılarının özgür ve esnek olmaları, Amerika planında belirtilen nominal altın kur istikrarının önemi konusunda uzlaşma sağlandı. Sistem sabit bir kur belirlenerek başlatıldı. Altın ve dolarda oluşabilecek herhangi bir dengesizlik halinde üyeler kendi kurlarına gerekli müdahaleleri yapabileceklerdi. Yine üye ülkeler oluşabilecek ödemeler dengesi sorunlarında, ani ve spekülatif sermaye hareketlerinden kendi iç dengelerini koruyabilmeleri için destekleneceklerdi. IMF, bu gibi durumlarda geçici likidite sağlayan sistemin yapısını ve işleyişini kontrol etmeye çalışacaktı.

Konvertibilite merkezinin İngiltere yerine Amerika olmasının yanında Bretton Woods sistemi klasik altın standardından farklılıklara sahipti. Birinci olarak tüm düzenlemeler hükümetler arası uluslararası uzlaşma hükmü altında oluyordu. Oysa altın standardında böyle değildi. İkinci olarak politik özerkliği konvertibilitenin daha masraflı olmasına rağmen desteklenmiş olmasıydı. Bunlar konvertibilitenin anahtar olduğu altın standardı ile

⁷ Bordo Micheal , Anna J. Schwartz, (1997), a.g.e , s. 16

büyük uçurum oluştuyordu. Üçüncü olarak, sermaye hareketleri kontrol altında tutulma çabalarının gösterilmesi idi.⁸

Bretton Woods Sistemi de beraberinde birçok problemle başladı. Tam operasyonel halde başarıya ulaşması oniki yıl aldı. İlk yıllardaki sorunlardan biri, tek uluslararası para birimi olma görevini üstlenen doların piyasalardaki eksikliği idi. Bu sorun Marshall planı ile çözülmeye çalışıldı. Bir başka sorun ise iki yanlı ticaretten (biletarizm) doğan problemlerdi. Bu sorun 1950 de oluşturulan Avrupa Ödemeler Birliği (European Payment Union) ile çözülmeye çalışıldı.

Bretton Woods sistemi 1959'dan 1967'ye kadar Amerikanın altın kurunu sabitlediği ve geri kalan ülkelerin kurlarını dolara sabitlediği bir sistem haline dönüştü. Dolar anahtar rezerv para olarak ortaya çıktı. Ayrıca IMF'nin izlediği rol Amerika ve diğer G-10 ülkeleri arasında oluşan yarışma ortamında gölgelendi. IMF'nin sağladığı olanaklar ve hizmetler yeterince başarılı ve istikrarlı bir mekanizma olmadı.

Bretton Woods Sistemi ileri ülkelerde düşük enflasyon ve yüksek sürdürülebilir büyüme sağlamada başarılı rol oynadı. Fakat bu uzun sürmedi. Sistem bazen arz ve talep şokları ile yüz yüze kaldı.

Likidite, güven ve düzenlemelerle ilgili üç ana problem sistemin uygulandığı zaman periyodunda akademik ve politik tartışma konusu oldu. Tartışma konusu, dünyadaki sermaye hareketleri düzenlemesi, sabit kur rejimi ve iç politika özgürlüğü konularında odaklaştı. Amerika için 1957'den sonra oluşan ısrarlı ödemeler dengesi açığı, kuşku kaynağını oluşturmaya başladı. Para otoritelerine göre bu kuşku oluşabilecek bir takım krizler için problem oluştuyordu. Ayrıca Amerika'nın kalan dolar pasifleri altın stoklarında artışa neden oldu. Amerika Birleşik Devletleri sermaye akımlarını kısıtlayıcı bir takım tedbirler olsa da bu bir çözüm olmadı. Ana çözüm doların likiditesinin artışına sebep oldu.

Altın-dolar sisteminin ana problemi güvenin sürdürülebilirliği idi. Eğer parasal altın stoğu dünya ekonomisindeki büyümeyi Amerika Birleşik Devleti'nin altın rezervini sürdürülmesi için yeterliliği sağlayamazsa, sistemin dinamiği istikrarsız bir hal alıyordu. Sistem spekülasyon ataklara maruz kalır ve bazı piyasa temsilcilerinin uluslararası sabit kuru ve finansal politikaları bozucu hareketlere neden olur durumdaydı. Sermaye hareketleri

⁸ Miller Leroy Roger, Robert W. Pulsinelli ,(1985), **Modern Money and Banking**, Western Kentucky University , s. 354

bloke edilmesine rağmen geliştirilen türevleri ve çeşitleri para kurlarında bazen devalüasyona kadar varan zorunluluklara sebep oluyordu.

Bretton Woods sistemi 1968 ile 1971 yılları arası Amerika Birleşik Devletleri'ndeki enflasyonist parasal genişleme sonucu çöktü. Vietnam Savaşının finansmanı için Amerika Birleşik Devletleri genişleyici bir para politikası izledi. Bu dönemde Avrupa ülkeleri tam istihdama yönelik Keynesyen politikalar uyguluyorlardı⁹. Dünyada enflasyon oranlarında artışlar meydana geldi. Amerika Birleşik devletleri dolar standardı kurallarını ve fiyat istikrarını sürdürme politikasını bıraktı. Başkan Richard Nixon konvertibiliteye 15 Ağustos 1971 de altın penceresini kapatarak son verdi .

Sistemin çalışmasını ve kurların sabitliğini önemli derecede engelleyen diğer önemli sorunun kaynağı, artan sermaye mobilitesidir. Ticari politikalara ve uluslararası kurtarma paketlerine rağmen sabit kura karşı spekülatif saldırılar bu dönemde durdurulamamıştır.

Klasik altın standardı sisteminde ulusal para altına çevrilmesi esas alınırken Bretton Woods sisteminde sadece Amerika Birleşik Devletlerinin bunu sürdürmesi gerekiyordu. Sistemde paritelerde değişikliğe izin veren olasılık ödemeler dengesinde temel istikrarsızlığı oluşturuyordu.

Sonuçta Bretton Woods sisteminde altın nominal bir çapa olarak hizmet etti. Bu bağlamda altın, 1960'lar ortalarına kadar A.B.D para politikasının önemli bir kısıtıydı. Bu durum 1950 ve 1960 yılları arası düşük enflasyonun sebebini açıklıyordu. Bununla birlikte kredibilite altın standardına göre daha zayıftı. Bu da çok etkili bir nominal çapa oluşturmuyordu.

Altın penceresinin kapanmasıyla ve Bretton Woods Sisteminin çökmesiyle sabit nominal çapa kullanılan konvertibilite rejimlerin izleri görülmedi.

I- 6) DALGALANAN KUR :

Bretton Woods sisteminin çökmesiyle dünya genelinde dalgalanan kur sistemine geçildi. İlk yıllarda bu kur rejimi kirli dalgalanma olarak karakterize edilmişti. Para otoriteleri kapsamlı bir şekilde kur ve volalite düzeylerine müdahale ettiler. Bu da takas piyasalarında düzgün dalgalanmalara ve sistemin gelişimine katkı sağladı.

⁹ Bordo Micheal, Lars Joung, (2000), a.g.e , s. 31

Yine 1980'lerde takas piyasalarına müdahaleler, 7 ülkeden oluşan grubun politik koordinasyonunun bir parçası gibiydi. Dalgalandan kurlar kimi zaman makroekonomik istikrarsızlıkları artıran ve uluslararası ticaretin maliyetini arttıran bir takım saldırılara uğramaktaydı.

Bütün problemlere rağmen esnek rejimin 1970 petrol fiyatı şokları ve takip eden yıllardaki sorunlara karşı, önemli bir yıkım olmaksızın sağladığı uyum, sabit kur görüşlerini ve düzenlemeleri yapan bir takım ülkeleri bir nevi başarısızlığa mahkum etti. Bretton Woods tecrübesi üzerine aktör ülkeler kendi ulusal çıkarlarında kontrol edemedikleri uluslararası kur düzenlemelerine maruz kalmamak için zorunlu uzlaşmaya yöneldiler. Bretton Woods Sisteminin yıkılmasından sonraki on yıl parasal tabanda genel bir genişleme yaşandı. Bunda yaşanan dışsal şokların etkisi de mevcuttur. Takip eden yıllarda antiinflasyonist para politikaları uygulanmış 1980 başlarında yaşanan resesyona enflasyon düşük seviyelere gerilemiştir.¹⁰

Bölgesel düzeyde başlıca ülkelerden daha fazla çıkar ve uyumun olduğu durum olamasa da Avrupa ortak para birimi ile parasal birliğe doğru ilerlemeye başladı. 1979'da Bretton Woods'tan sonra modeli oluşturulan (altını temel almayan) daha esnek ve finansal kaynağı daha iyi olan ERM kuruldu. 1980'li yılların sonlarına kadar üye ülkelerce merkez ülke Almanya'yla benzer politika yürütülmesiyle başarı sağlandı. Fakat 1968'den 1971 yılları arasındaki Bretton Woods sistemi gibi bu sistemde 1992-1993 arası benzer şekilde çöktü. Avrupa ülkelerinin karşılaştığı en büyük problem mali ve borç politikalarında ortak eşgüdümle hareket edilememesidir. Diğer ülkelere kıyasla yüksek kamu açığı taşıyan ülkeler-örneğin İtalya- Almanya benzeri parasal politikaları ortak yönetememiştir. Avrupa Birliği gelecekte oluşacak Avrupa Parasal birliktelik için gerekli mali ve parasal politik ihtiyaçları tartışır hale gelmişti. Avrupa Topluluğu Konseyi'ni oluşturan on iki üye ülke 1991'de Maastricht kentinde toplanarak ekonomik ve parasal birlik konusunu karar bağladılar. Üç aşamalı strateji uygulanıp parasal ve ekonomik birlik sağlanacaktı. İlk aşamada sermaye hareketlerinde serbesti sağlanmasına ve maliye politikalarının birbirine yakınlaştırılmasına çalışıldı. İkinci aşamada Avrupa Para Enstitüsü kurulmuş bu kurumun Avrupa Merkez Bankası'na dönüşerek özerk biçimde Topluluk politikasını yönlendirmesi yönünde çalışmalar yapılması amaçlandı. 1995 yılında Madrid'te gerekli kriterleri sağlayan onbir ülkenin katılımı ile 1 Ocak 1999 tarihinde ekonomik ve parasal birliğin üçüncü ve

¹⁰ Bordo Micheal , Anna J .Schwartz (1997) ,a.g.e, s. 20

son aşamasına geçilmiştir.1998 yılında bağımsız bir kuruluş olan Avrupa Merkez Bankası kurulmuştur.¹¹

I- 7) GENEL BAKIŞ

Genel bir özet çıkarırsak, uluslararası konvertibilitenin uygulandığı sistemde, üye ülkelerin paralarının sabit altın fiyatına göre ayarlamaları sistemde istikrarlı bir çapa oluşmasını sağlamıştır. Bu çapa enflasyonun düşük seviyelerde kalmasına yardımcı olmuştur. Oluşan istikrar ortamı bazen dış şokların etkisinde kalmış buda milli gelirden ve işsizlik oranında dalgalanmalara sebep olmuştur. Uluslararası sisteme bağlılık ülkelerin kendi iç para ve mali politikalarında bağımsızlığı engelleyici faktör olmuştur.

Fiat para rejiminde, para otoriteleri açık piyasa işlemlerini ve diğer politik araçları kısa ve uzun dönem istikrarı sürdürerek, bir takım şoklardan korunma amaçlı kullandılar. Bu da daha etkin mali politika özerkliği sağlamıştır. Konvertibilite uygulanan rejim içinde fiat para sistemini takip eden ülkeler kendi aralarındaki sabit kurlara bağlı kalabiliyorlardı. Bu da uluslararası ticarete para dönüşüm maliyetlerinden korumasını sağladı. Sistemde üye ülkeler arasında dominant ülkenin parasına göre politikalar belirlenmediği takdirde istikrarlı bir nominal çapa oluşturulamıyordu

Dalgalanan kur rejime geçildikten sonra ülkelerin para otoriteleri bağımsızlıklarını kazanarak, kendi ulusal hedefleri doğrultusunda politikalara yön vermişlerdir. (örneğin tam istihdam veya düşük enflasyon)

Enflasyonun genel seyrine baktığımızda klasik altın standardının hakim olduğu yıllarda oranların düşük olduğunu görmekteyiz. Üye ülkelerdeki enflasyon oranları sıfıra yaklaşırken üye olmayan Japonya'da bu oran yüksekti.

Savaş dönemlerindeki hızlı parasal genişlemeler yüzünden enflasyon oranlarında keskin yükselişler yaşanmış hatta Almanya gibi ülkelerde hiperenflasyonlar görülmüştür. Bu dönemlerde enflasyon, borçları ödemek için bir yol olarak kullanılmıştır.

Bretton Woods sistemiyle beraber enflasyon eski ortalama düşük seviyelerine gelmiş fakat Amerika Birleşik Devletlerinin Vietnam savaşı nedeniyle parasal genişlemesi nedeniyle tekrar yükselişe geçmişti. İşsizlik oranını düşük tutmak nedeniyle Keynesyen

¹¹ Seyidoğlu Halil , (1999), a.g.e, s.. 557

politikalar kullanılmasıyla enflasyon oranlarında artışlar gözlenmiştir. Büyük bunalımın yaşandığı 1930'lu yıllarda bu yolla devlet harcamaları arttırılmıştır.

1970'lerde yaşanan petrol krizleri etkisiyle tekrar parasal genişlemeye gidilmesiyle enflasyonda gerek maliyet gerek talep etkili artışlar yaşanmış, 1980'li yılların başlarındaki resesyona ve merkez bankalarının bağımsızlıklarını kazanmaya başlamasıyla fiyat istikrarı birinci hedef olmuştur. Gerek mali gerek parasal politikalarla sürdürülebilir büyümenin sağlanabilmesi için gerekli fiyat istikrarı günümüzde bir çok ülkede hassasiyet gösterilen konudur.

II-) PARA POLİTİKASI TANIMI VE AMAÇLARI

Para politikası, para arzını ve faiz oranlarını değiştirerek ekonomiyi etkileme girişimidir ve ülkenin merkez bankası tarafından yürütülür. Faiz oranları ve para yaratılması (parasal taban , rezerv para yada gücü yüksek para) olmak üzere başlıca iki alet vasıtasıyla yürütülür¹².

Süre gelen zamanda para otoritelerince genel görüş olarak para politikasının altı amacı ortaya çıkmaktadır. Bunlar, i- fiyat istikrarı ii- tam istihdam iii- ekonomik büyüme iv-faiz istikrarı v-finansal piyasalar istikrarlılığı vi-ödemeler dengesi şeklindedir.

II- 1) FİYAT İSTİKRARI

1970'li yıllardan itibaren enflasyonist eğilimlerin ekonomik yapı üzerindeki tahribatı açıkça görülmüş, fiyat istikrarı konusunda duyarlılık artmıştır. Politika yapıcılar enflasyonun sosyal ve ekonomik açıdan ağırlaşan maliyetlerini fark ederken, fiyat istikrarının önemi artmıştır. Artan fiyat seviyesi (enflasyon), ekonomideki belirsizliği arttırıp, ekonomik büyümeyi engellemesi ve gelir dağılımını etkilemesi nedeniyle hiç arzu edilmeyen bir olgu olmuştur.

Değişken enflasyon oranı, enflasyonist oluşumların öngörülmesini zorlaştırmaktadır. Çoğu kurum, firma ve fertlerin geleceği planlamasını güçleştirmektedir. İş dünyasında mukaveleler enflasyon düzeyindeki süprizleri karşılayacak şekilde risk primleri içerir. Bunun doğrudan etkisi; fiyatların, ücretlerin ve faizlerin daha yüksek seviyelerde

¹² Parasız İlker,(2001), *Enflasyon+Kriz-Ayarlamalar* , Bursa , s. 92

bağlanmasıdır. Bu ise para arzının mevcut durumda daha az iş hacmi anlamına gelmektedir¹³.

Bugün birçok ekonomist fiyat istikrarını korumanın ve sürdürmenin para politikasının asıl amacı olduğunu kabul etmektedir. Bunun nedenlerini kısaca şöyle açıklayabiliriz¹⁴.

- a- Para arzındaki artışın uzun dönemde reel ekonomide bir etkisi olmayacak, kısa dönemde geçici etkilere sahip olacaktır.
- b- Enflasyonun ülke ekonomisine verdiği genel zararların götürüsü oldukça yüküldür.
- c- Para politikalarının enflasyona etkisi, toplam arz ve talep şokları ve ara hedeflerin istikrarsızlığı nedeniyle uzun ve değişken gecikmelerle gözlenebilmektedir.
- d- Dinamik tutarsızlık probleminden dolayı merkez bankaları aktivitelerinde bazı kısıtlamalar oluşmaktadır. Politikacıların ve özel sektörün merkez bankası üzerinde fiyat istikrarını bozabilen, reel ekonomiyi uyarıcı politikalar üretmesi yönünde baskılar mevcuttur. Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankasının düşük enflasyon taahhüdü bu baskıları engelleyerek büyüme, istihdam vb gibi amaçların yerine enflasyonun üzerine yoğunlaşma sağlamaktadır.

II- 2) TAM İSTİHDAM

Literatürde tam istihdam düzeyinin arzu edilen bir hedef olarak sunulması yaygın olmakla birlikte, ekonominin işleyişi bakımından belli bir işsizlik oranının faydalı olabileceği konusunda görüşlerde mevcuttur. Ekonominin normal işleyiş sürecinde dahi belli bir işsizlik oranı doğal kabul edilip doğal işsizlik oranı sık sık kullanılır. Liberal iktisatçılar bu oranı oldukça yüksek düzeyde ifade etme eğilimindeyken, Keynesyenler daha düşük tanımlama eğilimindedirler.¹⁵

Ekonomide işsizlik oranının artışı ile başlıca iki çeşit sorun ortaya çıkar. 1) Yüksek işsizlik oranı bireylerin ekonomik sıkıntılarında yüksek artışa neden olarak bazı suçlarda

¹³ Paya Merih, (1998), a.g.e , s. 146

¹⁴ Kadioğlu Ferya, Nilüfer Özdemir, Gökhan Yılmaz, (2000), Inflation Targeting In Developing Countries, The Central Bank Of Republic Turkey Discussion Paper ,September, s. 3

¹⁵ Paya Merih, (1998), a.g.e , s. 147

artışa yol açar.2) İşsizlik oranı yükseldiğinde ekonomide iş gücünün yanında kaynak kullanımında da eksiklikler doğacak ve bu üretimde kayıplara neden olacaktır¹⁶.

Yüksek istihdam amacı, işsizlik oranının sıfır olmasını sağlamak yerine, istihdam arz ve talebin dengelendiği istikrarlı bir istihdam düzeyinde bulunmaktır. İşte bu düzeyde doğal işsizlik oranıdır. Tartışılan işsizlik oranı büyüklüğü tarihte yaşanmış ekonomik istikrarsızlık ve kriz dönemlerinde çıkan oranlar doğrultusunda genel düzeyi belirlenmiş gibidir.1930'da büyük depresyonda işsizlik oranı ABD'de %20 leri bulmuştur.1960'larda bu oran %4'lere düşmüş fakat bu düşüşü bazı enflasyonist politikalar sağlamıştır.Genel olarak kabul edilen oran %6 civarındır. Bu oran mesleklerin iyi tanıtılması ve bir takım eğitim politikalarıyla daha düşürülmesi mümkündür.

II- 3) EKONOMİK BÜYÜME

Ekonomik büyüme ve tam istihdama ulaşma amaçları birbiriyle yakından ilişkilidir. Çünkü firmaların yatırımlarını arttırmaları, verimliliği yükseltmeleri ekonomik büyümeye ve işsizliğin düşmesine sebep olur. Ekonomik büyüme firmaları yatırım yapmaya ve fertleri de tasarruf yapmaya cesaretlendirir. Tasarruf artışı firmaların yatırım yapması için finansal kaynak bulmasında kolaylaştırıcı rol oynayacaktır.

Arz yanlı iktisatçılar tarafından yatırımı teşvik edici vergi politikaları ve tasarruffu arttırıcı politikalarla ilgili görüşler sık sık savunulmaktadır. ABD son on yıldır ekonomik büyümeye özen göstermiştir. 1950-1960 yılları atası %3,5'larda olan büyüme 1973-1990 yılları arası ortalama %2,5'lara gerilemiş 1990 yılından sonra ortalama 1950-1960 yılları arası seviyelere tekrar yükselmiştir. Ekonomik büyüme için neler yapılması gerekliliği ve para politikasının oynayacağı rol daima tartışma konusu olmuştur.¹⁷

Enflasyonist politikalarla kısa dönemde ekonomik büyüme sağlanabilmekte ama parasal genişleme ile uzun dönemde desteklenebilir değildir.

II- 4) FAİZ İSTİKRARI

Faizlerin dalgalanması, ekonomide belirsizlikler yarattığından, gelecekle ilgili plan ve yatırımları zorlaştırıcı bir etken olduğundan faiz tarafında istikrar, para otoritelerince arzu edilen bir olaydır. Faizlerdeki dalgalanma tüketicilerin davranışlarında değişimlere bu da

¹⁶ Mışkın Frederic S.,(2001), *The Economics Of Money, Banking And Financial Markets* ,6. Baskı , s. 454

¹⁷ Mışkın Frederic S. ,(2001) ,a.g.e, s. 455

firmaların yatırım ve üretim faaliyetlerinde tereddütlere neden olmaktadır. Özellikle gelişmekte olan bazı ülkelerde devlet borçlarını dış kaynaktan sağlayabilmek için faiz oranlarını yüksek tutulmaktadır. Dış sermayeyi cazip faiz oranlarını kullanarak borçlanabilme çabaları ekonomide özellikle reel ekonomide kredi faiz oranlarının artmasına neden olur.

II- 5) FİNANSAL PİYASALAR İSTİKRARI

Finansal krizler finansal piyasaların istikrarını bozan ana sorunlardır. Bu sorunlar tersi seçim, ahlaki davranış problemlerini arttırarak piyasalara yönelecek fonların ve fertlerin verimli yatırımlarını engelleyerek keskin daralmalara neden olur.¹⁸ Merkez bankaları için finansal sistemi krizlere karşı korumak para politikası için önemli bir amaç haline gelmiştir.

Finansal piyasalardaki istikrar faiz istikrarını ön plana çıkarmıştır. Faizlerde oluşacak dalgalanmalar büyük belirsizlik yaratarak finansal kurumları zor durumda bırakması en önemli nedenlerdendir. Faiz oranlarındaki artış uzun dönem tahvillerden kısa dönemli kağıtlara kaçışa sebep olur. Bu ise borçlanma süresinin kısılmasını sağlar. Fonların kısa vadeli plasmanlarının uzun vadeli olması nedeniyle başarılı bir aktif pasif yönetiminde dahi banka kesimini zaman zaman nakit sıkıntısına düşürebilmektedir. Bu da bankacılık sektöründe yapısal sorunlara neden olmaktadır.

II-6) ÖDEMELER DENGESİ

Uygulanacak para politikası ödemeler bilançosu dengesini sağlayıp sağlamayacağı noktası önem arz etmektedir. Ödemeler dengesindeki açık dış ticaret açığından ileri geliyorsa, ithalat ihracattan fazla demektir. İthalat fazlalığı ise giderek para arzının daralmasına sebep olmaktadır. Çünkü ithalat için gerekli olan döviz ödemesi ithalatçıya milli para karşılığı satılacaktır. Bunun anlamı da piyasadan bir miktar satınalma gücünün çekilmesi demektir. Para arzının daralması, faiz oranlarını yükseltecek ve yatırım harcamalarını kısıcaktır.

Ödemeler dengesinde artan uluslararası ticaretin önemi, ülke parasının diğer ülke paralarına göre değerini belirleme konusunu hassaslaştırmıştır. Paranın değerli hale gelmesiyle ithal mallar ucuzlaşıp, ihraç mallarının yabancı ülkeler için pahalı hale gelmesi

¹⁸ Mışkın Frederic S, (2001), a.g.e , s. 456

dış ticaret açığına ve dolayısıyla ödemeler dengesi açığına sebep olacaktır. Belli bir süre sonra bu açık özellikle gelişmekte olan ülkelerde yabancılar tarafından spekülatif ataklara neden teşkil edebilecektir. 2001 yılında Türkiye’de yaşanan büyük devalüasyon sonucu oluşan kriz buna iyi bir örnektir.

II- 7) AMAÇLAR ARASINDAKİ ÇELİŞKİ

Para politikalarının bazı amaçları kendi aralarında tutarlı olsa da (tam istihdam-ekonomik büyüme, faiz istikrarı-finansal piyasalar istikrarı) bazen bu geçerli olmamaktadır.

Kısa dönemde fiyat istikrarı, faiz oranı istikrarı ve tam istihdam ile arasında ihtilaflar oluşabilmektedir. Örneğin ekonomik genişleme ile işsizlik oranında azalma meydana gelirken, enflasyon ve faiz oranlarında yükselme yaşanabilmektedir. Eğer merkez bankaları faiz oranlarında yükselmeyi engelleyici politikalar uygulayarak ekonomide canlılığı arttırmak isterse enflasyonist sonuçları doğurabilmektedir. Tersî şekilde ise, faiz oranlarında oluşacak yükselmeler kısa dönemde işsizliğin artışına sebebiyet verebilir. İlimli fiyat artışları içinde sağlanan bir ekonomik büyüme ithalat talebini yükseltmekte eğer ülkenin petrol gibi bir yer altı zenginliği yoksa, ödemeler bilançosu dengesini sağlamakta zorluklar çekilmektedir.¹⁹

Para politikası tarafından bazı amaçlara büyük ölçüde ulaşılmış olması, öteki amaçları ele almaya imkan vermektedir. Ayrıca gerçek durumun amaçlanandan geri kalması, özellikle kriz biçimindeki gelişmeler amaçların öncelik sıralamasında etkili olmaktadır²⁰. Örneğin, 1929-32 dönemindeki kitlesel işsizlik tam istihdamın amacının öncelik kazanmasına, II. Dünya Savaşı sonrası dönemde fiyat artışlarının sürüp gitmesi –tam istihdam amacının büyük ölçüde ulaşılmış olmasının da etkisi ile- fiyatlar genel düzeyi istikrarının öncelikli amaç durumuna gelmesine, ABD ve İngiltere’de 1960’ larda uzun süren büyük ödemeler bilançosu açıklarının ortaya çıkması, ödemeler bilançosunun denkleğinin sağlanması amacını ön plana taşımıştır. Günümüzde ise merkez bankalarının asıl amacı fiyat istikrarını sağlamak olduğu genel kabul görmektedir.

¹⁹ Parasız İlker ,(1998), Para Politikası Türkiye’de Uygulamaları, Bursa 5. Baskı s. 4

²⁰ Kepkep Naci ,(1991), Enflasyon Kurumlar – Politikalar ve Avusturya Keynesçiliği , İstanbul , s. 161

Merkez bankalarının amaçları doğrultusunda uygulayacağı para politikalarının sonuçları, uygulama sürecinde kendilerini zorlayıcı politik ve kamuoyu baskılarına neden olabilmektedir.

III-)MERKEZ BANKASI STRATEJİSİ VE HEDEFLERİN KULLANILMASI

Merkez bankasının temel sorunlarından biride yüksek istihdam ile beraber fiyat istikrarına ulaşabilmektir. Bu amaçları para politikası araçları direkt olarak etkileyememektedir. Bu nedenle para politikası genelde iki safhalı strateji uygulamaktadır. Amaç ara hedefler yoluyla nihai hedefleri etkilemektir.²¹

III- 1) ARA HEDEFLER

Ara hedefler, para politikası araçlarıyla nihai hedefler arasında yer almaktadır. Politika araçlarının ara hedeflerle, ara hedeflerin de nihai hedeflerle yakın ilişkide olduğu için, merkez bankasının ara hedefleri kullanarak nihai hedefe ulaşma olasılığı daha yüksektir²². Para politikası uygulama sürecinde faiz oranları ve parasal büyüklükler olmak üzere iki tür ara hedef vardır.

Seçilecek ara hedef, politika araçları ile politika hedeflerini birbirine bağlama yeteneği yüksek olan bir değişken olmalıdır. Ara hedefe ilişkin sık ve doğru bilgi sağlanabilmeli, para politikası uygulama sürecinde kolay biçimde izlenebilmelidir.

III- 2) FAALİYET HEDEFLERİ

Merkez bankası para politikası araçlarını kullanarak ara hedefleri doğrudan etkileyemez. Bu nedenle merkez bankası faaliyet hedeflerini kullanmaktadır. Faaliyet hedefleri para politikası yetkililerince doğrudan kontrol edilebilen ve para politikası araçları ile ara hedefler arasında yer alan unsurlardır. İki ana gruptan oluşur. Kısa dönem faiz oranları(örneğin bankalar arası para piyasası faiz oranı) ve rezerv büyüklükleri (toplam rezervler, parasal taban, açık piyasa politikası aracılığıyla sağlanan rezervler vb).²³ Kısaca bu tüm süreci özetlersek merkez bankası politika araçlarıyla ilk olarak faaliyet hedeflerine

²¹ Akdiş Muhammet ,(1996), *Para Politikalarının Ekonomik İstikrar Üzerine Etkinliği ve Türkiye*, Afyon Kocatepe Üniversitesi Yayınları, Yayın No:2 , s. 46

²² Aktan, Coşkun Can, Utku Utkulu , Selahattin Togay ,(1998), *Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler*, İ.M.K.B , s. 8

²³ Aktan Coşkun Can, Utku Utkulu ,Selahattin Togay ,(1998), a.g.e , s. 9

ulaşmaya çalışır. Faaliyet hedefleri aracıyla ara hedeflere, ara hedefler aracıyla nihai hedeflere ulaşmaya çalışmaktadır.

TABLO-1 PARA POLİTİKASI HEDEFLERİN KULLANIMI

Para Araçları	Politikası	Faaliyet Hedefleri	Ara Hedefler	Nihai Hedef
-Açık İşlemleri	Piyasa	-İnterbank Faiz Oranları	-Kısa Ve Uzun Vadeli Faiz Oranları	-Yüksek İstihdam
-Reeskont Politikası		-Diğer Kısa Vadeli Faiz Oranları	-Parasal Büyüklükler	-Fiyat İstikrarı
-Zorunlu Karşılıklar Politikası		-Rezerv Büyüklükleri	-Kredi Büyüklükler	-Ödemeler Dengesi
-Diğer Politikalar				-Ekonominin Büyümesi

Kaynak : Akdiş Muhammet,(1996), Para Politikalarının Ekonomik İstikrar Üzerine Etkinliği ve Türkiye, Afyon Kocatepe Üniversitesi Yayınları, Yayın No:2, s. 43

III-3)PARA POLİTİKASI ARAÇLARI

Merkez bankaları para arzını, faiz oranlarını belirlemek ve para politikasının amaçlarına ulaşmakta para politikası araçlarını kullanmaktadır. Özellikle tüm dünyada merkez bankalarınca yaygın olarak kullanılan üç tip para politikası aracını görmekteyiz²⁴. Bunlar: açık piyasa işlemleri, zorunlu münzam karşılık oranı, reeskont oranıdır. Ayrıca uygulanmakta olan diğer para politikası araçları ise; disponibilite , zorunlu döviz devir oranı, mevduat faiz oranı, ithalat teminatları, asgari ödeme oranı, selektif kredi kontrolü ve ikna yolu şeklindedir.

III-3-a) Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri (APİ) dolaşımdaki para miktarını etkilemesi, faiz oranlarını ve parasal tabanı değiştirme nedeniyle önemli bir araçtır. Merkez bankası tarafından piyasadan hazine bonosu, tahvil ve senetler alınıp satılarak piyasaya para verilip, para çekilmektedir. Dolaşımdaki rezerv paranın yada parasal tabanın değişmesi bankaların likidite durumu kontrol altına alınmaktadır.

²⁴ Ireland Peter,(2002), Money Banking, And Financial Markets, Department of Economics Boston College, <http://www.1.bc.edu/irland/ec261.html>

Açık piyasa işlemleri iki çeşit amaçla karşımıza çıkmaktadır. Parasal tabanda istenmeyen değişimi önlemek amacıyla yapılan operasyonlar savunma amaçlı olmaktadır. Eğer parasal taban bilinçli değiştirilmek isteniyorsa, dinamik amaçlı olmaktadır. FED'in en etkin olarak kullandığı para politikası aracıdır.²⁵ Açık piyasa işlemleri sayesinde merkez bankasının alım ve satımı ile hem fiyatlara hem de piyasadaki para miktarına etkisi olmaktadır

TCMB'nin kullandığı en önemli araçlardan birisidir. TCMB açık piyasa işlemlerini doğrudan alım, doğrudan satım, repo ve ters repo yoluyla piyasadaki likiditeyi düzenlemektedir. Doğrudan alım işlemi, piyasadaki vadesine en az bir yıl kalmış devlet iç borçlanma senetleri tekliflerin değerlendirilerek alınmasıdır. Doğrudan alımı planlanan miktar hedefine ulaşıncaya kadar gelen teklifler kabul edilmektedir. Doğrudan satım işlemleri ise, açık piyasa işlemleri portföyünde bulunan devlet iç borçlanma senetlerinin bankalara satılması işlemidir. Merkez Bankası'nca satışı yapılan kıymeti satın almak isteyen bankaların talepleri hedeflenen satış tutarına ulaşıncaya kadar karşılanır. Geri satım vaadiyle alım (repo) işlemi piyasada likidite sıkıntısının geçici olduğu durumlarda, bankacılık sistemi rezervlerinin geçici bir süre için artırılması amacıyla kullanılmakta olup, işlem tarihinde, bankalardan devlet iç borçlanma senetleri ilerde belli bir tarihte belli bir fiyattan geri satmak vaadiyle satın almaktır. Geri alım vaadiyle satım (ters repo) işleminde piyasada likidite fazlasının geçici olduğu düşünüldüğü durumlarda yapılan kısa vadeli bir işlem çeşididir. İşlem valör tarihinde, açık piyasa işlemleri portföyündeki devlet iç borçlanma senetleri belirli vadede, gene belirli bir fiyattan geri almak vaadiyle bankalara satılır. Ters reponun vadesi 91 günü aşmamaktadır.

Açık piyasa işleminin pozitif yönlerini belirtirsek ilk başta kontrolün merkez bankasının elinde olmasıdır. Satın alma veya satmanın hacmi büyük yada küçük olma serbestliği mevcuttur. Sürekli olabilmekte duruma göre hızlı etkiler oluşturmaktadır. Değişkenlik kolayca yapılabilir. Bir önceki saat alım yapıp kısa süre zarfında satım yapılabilmektedir.

III-3-b) Zorunlu (Munzam) Karşılık Oranı

Ticari bankalar, mevduatlarının (bankalararası mevduat hariç) kanunen saptanan bir oranı zorunlu karşılık olarak tutmak zorundadırlar. Böylece bankaların gerekli likidite ihtiyacını karşılaması ve güvenilirlik sağlanmasına yardımcı olunmaktadır. Zorunlu

²⁵ **Tools of Monetary Policy**, Federal Reserve Bank of Newyork, www.ny.frb.org/pihome/educator/fed/tools.html

karşılık oranının yükseltilmesi durumunda bankalar sağladıkları kredi ve yatırımları geri çekmek durumunda kalmakta, yine bu oran düşürüldüğünde ise bankalar zorunlu karşılıkların bir kısmını piyasada kullanılmak üzere kredi tabanını genişletmektedir.

Mevduat münzam karşılıkları bankaların kullanabilir rezerv imkanını, yani bankaların para yaratma imkanını sınırladığı için merkez bankalarının önemli para politikası araçlarından biridir. Özellikle Türkiye’de bu karşılıklar 1980’lere kadar kamuya kaynak amaçlı kullanılmıştır. 1985’ten itibaren düzenlemeler yapılan bu sistemde 2000 yılı aralık ayında yapılan değişiklikle TL mevduatına uygulanan bu oran %4'lere düşmüştür.

III-3-c) Reeskont Oranı

Reeskont oranı, nihai borç verme mercii olarak merkez bankasının bankalara açtığı kredilere uyguladığı faiz oranıdır. Ancak bu doğrudan açılan bir kredi değil merkez bankasınca belirlenen menkul kıymetlerin reeskonta tabi tutulması ile açılan bir kredidir. Bankalar ellerindeki ticari senetleri, vadeleri dolmadan merkez bankasına kırdırarak rezervlerini arttırabilmekte, reeskont oranlarındaki değişmelerle rezervleri ve kaydi para yaratmaları etkilenmektedir.

Türkiye’de reeskont oranı, aslında 1989 yılına kadar bir para politikası aracı olarak değil selektif kredi politikası aracı olarak kullanılmış ve bu çerçevede orta ve uzun vadeli reeskont kredileri veren TCMB bir nevi kalkınma ve yatırım bankası işlevi görmüştür. 1989 yılında yapılan reform ile uzun vadeli reeskont kredisi uygulamasına son verilmiş, bu görev Türkiye kalkınma Bankası ve Eximbank’a verilmiştir. Bu tarihten itibaren reeskont kredileri sadece bankaların acil ihtiyaçlarını karşılamak üzere kısa ve orta vadeli olarak verilmesi öngörülmüştür. Ancak bankalar pek fazla reeskont kredisi almadığından yada alamadığından bu araç pek sık kullanılmamaktadır. Reeskont kredisinin piyasalardaki likiditeyi ayarlamak ve parasal denetimi sağlamak amacı ile kullanılmaması, reeskont faizlerin ilan edilmesinin piyasaya sinyal verici bir niteliği kalmamasını da beraberinde getirmiştir²⁶.

III-3-d) Disponibilite Oranı

1211 sayılı T.C Merkez Bankası Yasası’nın 40-II-a maddesine dayanarak mevduat kabul eden bankalar, taahhütlerine karşı disponibl değerler(likiditesi yüksek değerler; nakit veya kolaylıkla paraya çevrilebilir tür değerler) bulundurmak zorundadır. 1959 yılında %5 olarak kullanılmaya başlanan disponibilite oranı zamanla bir çok defa değişime uğramıştır. 1995 yılında mevduatlara uygulanan bu oran %3 olarak belirlenmiş bu değerler için

²⁶ Erçel Gazi ,(1996), Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri , TCMB Başkanın Konuşmaları, s. 4

değişik özellikte DİBS bulundurulması zorunlu hale gelmiştir. 1996'da DİBS oranı %3'ten %6'ya çıkmış, 2000 yılında ise %8'e çıkarılmış %2'lik artan kısım TCMB nezdinde serbest tevdiat olarak tutulmuştur. 2000/2 sayılı kanuna göre bankaların pozisyon açılarının önlenmesi için, pozisyon aşmaları için bulundurulacak dispoñibilite oranı %8 den %100'e çıkmıştır. Genel olarak baktığımızda, dispoñibilite oranlarının bir para politikası aracı olarak kullanılmasında oranların değişmesinden çok, tutulacak DİBS oranı önem kazanmıştır. Yani dispoñibilite oranı para politikası aracı yerine maliye politikası aracı olmuştur²⁷.

III-3-e) Zorunlu Döviz Devir Oranı ve Kuru

TCMB'nin en çok kullandığı araçlardan bir diğeri ise, zorunlu devir oranları ve buna bağılı olarak devir kurudur. Merkez Bankası ekonomide kazanılan dövizlerin belli bir oranının kendisine satılmasını öngörmektedir. TCMB her yıl belli bir miktarda dış borç geri ödemesi için rezervlerini belli bir oranda tutmak zorundadır. Döviz piyasasına istikrarı sağlamak için müdahaleye gerekli miktarda döviz bulundurma gereksinimini bu para politikasının önemini ortaya çıkarmaktadır. Türkiye'nin serbest kur sistemi uygulayan ve tam bir sermaye hareketleri serbestine sahip olması, bu para politikası aracının önemini ortaya çıkarmaktadır. İlan edilen ve değişebilen devir oranları piyasalar için sinyal olma özelliğini göstermektedir. Son yıllarda yapılan düzenleme ile devirlerin bir kısmı Merkez Bankası bünyesindeki piyasalarda satılması öngörülmüştür. Ayrıca Merkez Bankası bilançosunu düzenlerken veya büyümesini kontrol ederken zorunlu devir oranlarında değişikliklere gitmektedir. 1998 yılının ikinci yarısında zorunlu döviz devirlerine bir süre ara verilmiş daha sonra devir oranı "0" olarak belirlenmiştir.

III-3-f)- Mevduat Faiz Oranı

Merkez Bankasının bankaların mevduata verebilecekleri azami faiz oranını veya kesin faiz oranını tayin edebilme yetkisi mevcuttur. Yürütülecek faiz politikası bankaların mevduat yapılarını etkilemektedir. Örneğin mevduat faizlerinin alternatif yatırım araçlarına göre düşük faiz vermesi bankaların mevduat kaybına neden olabilmekte, böylece Merkez Bankasının piyasadaki kredi miktarını etkileyebilmektedir.

1980 sonrası genelde reel getiri sağlayacak şekilde belirlenmeye çalışılmış bu da zaman zaman TL'ye olan talebin artmasını sağlamıştır. 1990'lı yıllarla beraber kamunun artan kaynak talebi nedeniyle piyasalarda belirleyici hale gelmesi bono faizlerinin

²⁷ Günal Mehmet (2001), *Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikaları Uygulamaları*, İMKB, s. 108

artmasına, belirsizlikle beraber halkın TL'den kaçarak mevduatlarda azalışlar meydana gelmesine yolaçmıştır. 1994 yılında Merkez Bankası, faiz yarışını önlemek ve faizleri kontrol etmek için faizlere üst limit koymuştur. Döviz piyasalarına, bono ve tahvillere olan talepteki gelişmeler mevduat faizlerinin etkin bir para politikası aracı olma vasfını yitirmesine sebep olmuştur.

III-3-g) İthalat Teminatları

1930'dan itibaren ithalatçılardan alınan teminatlar 1990 yılında kaldırılmıştır. Bu süre zarfında bu oranlarda oynama yapılarak likiditeye etki yapılmıştır. Fakat 1990 da kaldırılması ile hükmünü yitirmiştir.

III-3-h) Asgari Ödeme Oranı (margin requirement)

Sermaye piyasasının gelişmiş olduğu ülkelerde bu politika aracı önemli işleve sahiptir. Kredi ile alınan menkul kıymetler için belli bir asgari oranın borçlu tarafından kendi olanakları ile ödenmesi gerekmekte diğer kısmında da banka kaynaklarının kullanımı serbest olmaktadır. Bu oranın düşürülmesi genişlemeci para politikasını desteklemekte ve menkul kıymetlerin fiyatlarını etkilemektedir. Özellikle Türkiye'nin sermaye piyasasında gelişimle bu politika aracının önemi artacaktır.

III-3-ı) Selektif Kredi Kontrolü

Bu politika amacı, kalkınma planına göre kredi dağılımını etkilemektir. Bu amaçla bazı sektörlere vergi muafiyeti ve sübvansiyon yapılıp, sektör bazında reeskont, ve kanuni karşılık oranlarında farklılaştırma yapılmaktadır.

III-3-j) İkna Yolu (Moral Suasion)

Bu para politikasının uygulamasında Merkez Bankası, nedenleri belirterek, mevduat bankalarına kredi arttırması veya kısması yolunda telkinlerde bulunmaktadır.

III-3-k) Para Politikası Araçlarının Türkiye'de Kullanımı

1980'lerin başında döviz kuru ve faiz politikası izleyen TCMB, faizleri önce serbest bırakmış, sonra banker krizinin ardından tekrar kontrol altına almıştır. Mevduat munzam karşılıklarının kontrolü 1987 yılına kadar önemli bir para politikası aracı olmuştur. 1987 yılında açık piyasa işlemlerinin başlamasıyla birlikte önemli bir araç olan TCMB'nin hizmetine sunulmuştur. 1988'de işlemlere başlayan Döviz Efektif Piyasası da bankaların döviz rezervlerini daha etkin yönetmesini sağlamanın dışında, döviz kuru politikası uygulamasını kolaylaştırmıştır. 1989 yılında ise orta ve uzun vadeli reeskont kredilerini

iptal etmesi ve sadece bankacılık sektörünün likidite durumunu ayarlamak için kısa vadeli reeskont kredisi vermeye başlamıştır.

TCMB'nin en çok ve sık kullandığı para politikası araçları ; açık piyasa işlemleri, zorunlu döviz devir oranı(1998'de "0" olmuştur) ve kuru, bankalar arası para piyasası faiz oranıdır. Bankalar arası para piyasası işlemleri, açık piyasa işlemi gibi işlem görmektedir. TCMB açık piyasa işlemleri ve bankalar arası para piyasası işlemleri aracılığı ile piyasaların likidite durumunu ayarlamakta ve faizlerin istikrarlı olmasını sağlamaktadır. Ancak, burada amaç büyük ölçüde Hazine'nin kolay borçlanabileceği bir ortam oluşturmaktadır.

TCMB mevduat münzam karşılıkları ve dispoñibilite oranlarını kullanarak para miktarını sınırlamaktadır. Fakat burada gerçek amaç para miktarını sınırlayarak, fiyat istikrarını sağlamak yerine zorunlu karşılıkların DİBS olarak tutulması ile hazineye bir katkı yapılmaktadır. Zorunlu karşılık oranların yüksek tutulması, daha önce belirtildiği gibi, karşılık gerektirmeyen yeni araçlara ve bilanço dışı işlemlere yönelmeyi beraberinde getirmiş, yani finansal yeniliklere yol açmıştır. Ayrıca, TCMB döviz ve faiz piyasalarında istikrara yönelmesi nedeniyle, Döviz-Efektif piyasaları ve bankalar arası para piyasası faiz oranlarını para politikası aracı olarak kullanmıştır. Bankacılık kesiminin risklerini azalması ve istikrarının sağlanması için ise doğrudan para politikası aracı olarak kullanmadığı, ancak para arzını etkileyen Kur Riski Oranı ve Net Döviz Pozisyonu /Sermaye Tabanı Oranı uygulamaları görülmektedir.

FED'in en çok kullandığı para politikası araçları ise, açık piyasa işlemleri, iskonto oranı, zorunlu karşılık oranı, ikna yolu, selektif kredi kontrolü ve asgari ödeme oranıdır. Bunlara arasında en önemli araç ise, en esnek olması ile açık piyasa işlemleri yer almaktadır. Açık piyasa işlemleri New York FRB tarafından yürütülmektedir.²⁸

Genel olarak bakıldığında merkez bankalarının para politikası uygulamalarında başarılı olması, hedeflerin oluşturulduktan sonra bu hedeflere ulaşmada yeterli yetki ve para politikası araçlarına sahip olmak zorundadırlar. Fakat bazen para politikası araçları gerekli etkinlik ve amaçta kullanılamamakta bunun altında ise para politikasının içinde bulunduğu birtakım sorunlar ve merkez bankalarının özellikle araç bağımsız olmamaları yer almaktadır.

²⁸ Akyazı Haydar, (2001) "TCMB ve FED'in Karşılaştırılması" *Bankacılar Dergisi* , s. 11

III- 4) PARA POLİTİKASI SORUNLARI

Para politikasının günümüzde karşılaştığı en büyük sorun, bu politikanın ekonomik istikrara en yüksek katkıyı yapacak şekilde düzenlenmesindeki güçlüktür²⁹. Ekonomik davranışlar firmaların ve fertlerin ileride para otoritelerinin yapacakları konusunda beklentilerden etkilenmesinden dolayı günün şartlarına uygun (dicretionary) politikalarda zaman tutarsızlığı problemi oluşmaktadır. Ekonomik birimlerin bugünkü kararları kısmen gelecek politikalara ilişkin beklentilerine bağlıdır ve politika otoritesinin uygulayacağını söz verdiği bir politikadan vazgeçme güdüsüne sahip olduğunun farkındadırlar. Tutarsızlık olgusunun ortaya çıkış nedeni de budur.³⁰ Ekonomide, reel üretimin önceden beklenen enflasyon düzeyinde sabit kalırken, beklenmedik bir enflasyonla birlikte artış gösterdiğini varsayalım. Politika uygulayıcılarının enflasyon, istihdam ve üretim gibi reel büyüklüklerle ilgili olarak eşanlı hedefler koymaları durumunda, para politikası için bir zaman uyumsuzluğu (time inconsistency) sorunu yaşanacaktır. Uygulanan politikalarla ilgili zaman uyumsuzluğu, politika otoritesinin önceden ilan ettiği politikalardan vazgeçip, özel sektörü kandırma politikası izleyerek kısa dönemli kazanç elde etme güdüsü nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Bunun sonucunda fertlerin beklentileri sonucu enflasyon risk primlerinin faiz hadleri ile ücret ve maaş kararlarının birleştirilmesi ve enflasyon beklentilerinin çok yavaş biçimde düşmesi olacaktır. Zaman tutarsızlığı problemi sonucu merkez bankalarının ekonomik çıktıyı takip edecek politika izlemesi, çıktıda kazanç olmadan yüksek enflasyonla sonuçlanabilmektedir.³¹

Zaman tutarsızlığı problemine vergi konusunda basit bir örnek verebiliriz. Sermaye mallarını vergilendirme, yatırımı azaltıcı özelliğe sahiptir. Bu nedenle hükümetler sermaye mallarını vergiden muaf olması yönünde sözlerle politika yürütmek eğilimindedirler. Yatırımlar özel sektör tarafından yapıldıktan sonra hükümet önceki sözünden vazgeçip yeniden vergilendirmeye gidebilir. Zaten bu vergi yeni yapılan yatırıma ve kararlara zarar vermeyecektir. Fakat özel sektör ajanları rasyonel iseler (hükümetin gelecek dönemlerle ilgili eğilimlerini anlama) bir daha hükümetin sözlerine inanmayıp yatırım kararlarını bu doğrultuda yönlendireceklerdir.

²⁹Oktar Suat ,(1998), *Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı* , İstanbul, s 11

³⁰ Erdoğan Funda ,(1997) ,*Para Poliitikasının Zaman Tutarsızlığı Ve Güvenilirlik Problemi Türkiye Örneği*, SPK Yayın No:63 , s 39

³¹ McDonoug William, (1997) “ A Framework For The Pursuit Of Price Stability” *Federal Reserve Bank Of New York Economic Policy Review* , Valume 3 ,Number 3 , s. 11

Bu bahsettiğimiz örnekle zaman tutarsızlığı teorisi için iki önemli yön ortaya çıkmaktadır³²:

- (a) Gelecek hakkında rasyonel beklentilere sahip olmak (rationality expectations)
- (b) Kredibilite (credibility)

Literatürde güvenilirlik problemi, ex ante ve ex post kısıtlar ayrımı dikkate alınarak ortaya konulmaktadır. Politika otoritesinin “t” döneminde optimal bir politika kuralı veya geleceğe ilişkin bir politika planı hazırlamaya çalıştığını varsayalım. Ex ante, yani özel sektör bazı tercihlerini yapmadan önce, “t” dönemi kısıtları veri iken optimal politika seçilmektedir. Bu politika “t+s” döneminde de optimal olacak mıdır? Bu sorunun yanıtı, politikanın t, t+s aralığında özel sektörün ekonomik kararlarını nasıl etkilediğine bağlıdır. “t” döneminde seçilen optimal politika özel sektörün davranışını etkileyecektir. Ancak ex post , yani tercihler yapıldıktan sonra “t+s” döneminde politikaya verilecek tepki ex ante tepkiden farklı olabilir, çünkü “t+s” döneminde t, t+s aralığındaki özel kesim ekonomik kararları artık “geçmiş” tir ve bu da hükümetin ex post kısıtlarını ex ante kısıtlarından ayrı farklı hale getirmektedir. Dolayısıyla, hükümet t+s dönemindekinden farklı bir politika seçeceklerdir ki, bu optimal planın dinamik veya zaman tutarsız olduğunu göstermektedir³³.

Eğer hükümet ex ante optimal politikayı yürüteceğine dair önceden bağlayıcı sabit bir karar verebiliyorsa (commitment), politikadan ex post ayrılma güdüsü önemsiz olmaktadır. Ancak, bağlayıcı –sabit politika ortamlarının olduğu durumlar oldukça enderdir. Bunun nedeni, hükümetin egemen karar birimi konumunda olması ve politika enstrumanlarının bir kısmı veya tümü üzerinde bağlayıcı olmayan tarzda hareket etme serbestisine(discretion) sahip bulunmasıdır. Dolayısıyla, bağlayıcı – sabit politika kararların verilmesi mümkün olmadığında ortaya çıkan ex post ayrılma güdüsü nedeniyle bir güvenilirlik problemi ile karşıya kalmaktadır.

Eğer hükümetle özel sektör ajanlarının amaçları ayrı ise, ahlaki tehlike (moral hazard) durumu ortaya çıkmaktadır. Kredibilite ise bağdaştırıcı eğilimde rol oynayacaktır. Rasyonel ajanlar geçmiş açısından bakıldığında optimal davranışlar takınmasıyla hükümete güvenebileceklerdir.

³² Why is Lung Run Inflation positive, (II) Time Inconsistency
www.gmw.oc.ukwuyte1767macropol/lecture9pdf/

³³ Erdoğan Funda, (1997), a.g.e , s. 36

Para politikası, politika yapıcılar tarafından kendi amaç fonksiyonunu maksimize edecek yönde seçilmektedir. Ekonomideki ajanlar ise yalnızca ekonomi için hangi modelin doğru olduğu değil, bunun yanında politika yapıcıların amaç fonksiyonunu da bilmektedir. Ekonomide kısa dönem toplam arzı (short run aggregate supply) (SRAS) yazarsak;

$$y_t = y + \alpha (p_t - p_t^e) \quad (1)$$

p_t^e ifadesi t periyodunun başlangıcında p_t fiyat seviyesinde beklen fiyat seviyesini gösterir. Buradaki SRAS denklemi, ücret yapışkanlığı ve fiyat yapışkanlığı ile tutarlılık göstermektedir. Eğer $p_t = p_t^e$ ise ekonomi y üretim çıktısı tam istihdam düzeyindedir.

Enflasyon oranını $\pi_t = p_t - p_{t-1}$ ve t zaman diliminin başlangıcında beklenen enflasyonu $\pi_t^e = p_t^e - p_{t-1}$ alırsak, ekleme ve çıkarma işlemleri sonucu aşağıdaki fonksiyona ulaşırız.

$$y_t = y + \alpha (\pi_t - \pi_t^e) \quad (2)$$

Bu fonksiyonda y_t , π_t ve π_t^e olmak üzere üç tane endojen değişken bulunmaktadır. Bu nedenle burada iki tane daha eşitliğe ihtiyaç duyulmaktadır. Beklentiler veri iken, enflasyon oranı para politikası tarafından belirlenmektedir. Politika yapıcılar kendi amaç fonksiyonlarını maksimize edecek para politikalarını seçeceklerdir.

Beklentilerin doğrulandığını farz edersek tam istihdamda üretim çıktısı y, iş piyasasında (labour market) ortaya çıkmaktadır. Tam istihdam üretim çıktısının sabit olduğunu düşünürsek, enflasyon oranı ile parasal büyüme oranı denk düşecektir. Burada hükümetin parasal büyüme oranı yerine enflasyon oranını tercih edeceğini düşünebiliriz. Politika yapıcıların amaç (fayda) fonksiyonu ise;

$$W_t = y_t - \Upsilon \pi_t^2 \quad (3)$$

Politika yapıcılar ekonomik çıktının mümkün olduğunca en fazla olmasını istediğinden dolayı, enflasyonun sıfırdan farklı eksi yada artı yönde sapmalardan hoşlanmayacaktır. Bu ise ahlaki tehlike (moral hazard) probleminin kaynağını oluşturmaktadır: özel sektör ajanları kendi fayda fonksiyonunu maksimize etmek için

ekonomik çıktının tam istihdam düzeyinde isterken, hükümet daha yüksek çıktı seviyesini istemektedir.

Oyunun yapısını inceleyelim:

1. Ajanlar t zaman sürecinin başında (fiyatlar ve nominal ücretler önceden bir dönem için belirli) rasyonel beklentilerini oluşturur. Ekonominin modelini ve politika yapıcıların amaç fonksiyonunu bilmektedirler.

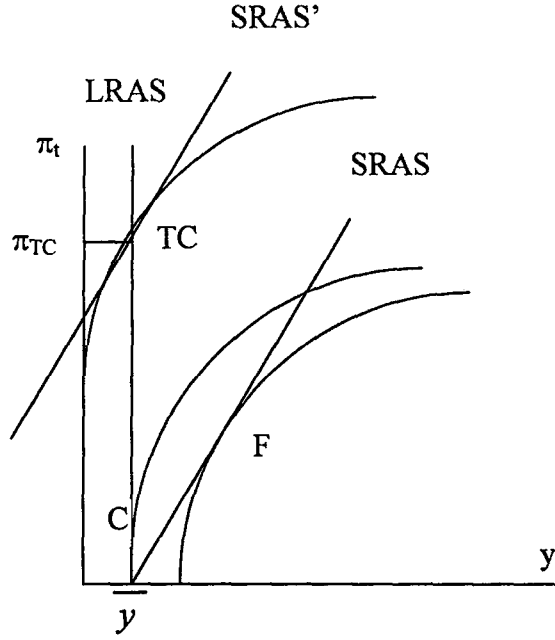
2. Kişiler beklentilerini oluşturduktan sonra , t süreci boyunca, politika yapıcılar kendi amaç fonksiyonunu (3) maksimize eden parasal politikayı (2) nolu kısıtlama ile verilen beklentiler ışığında seçerler. Verilen beklentiler için, para politikası seçimi t zamanında hüküm süren enflasyon oranı ve üretim çıktısını belirler.

Eğer ajanların beklentileri rasyonel olarak alındığında denge kavramı, kusursuz ileri görüş dengesi olacaktır. Denge, kısa dönem toplam arzın (2) karşılanmasıyla, hükümetin ana amacı, (3) beklentilerin veri olduğu ve beklentilerin ex post olarak doğrulandığı durumlara bağlı biçimde maksimize edildiği $[y_t, \pi_t, \pi_t^e]$ formunda bir vektöre dönüşecektir. Denge vektörü;

$$\pi_t^e = E_{t-1}(\pi_t) = \pi_t \quad (4)$$

Zaman tutarsızlığı problemini anlamak için hükümetin bildirdiği, kişilerin beklentilerin oluşmasından önce t zamanında sıfır enflasyon oluşacağını düşünebiliriz. Rasyonel ajanların hükümetin bildirimine inandığında bir denge oluşmadığını göstermek gerekmektedir. Ters varsayım ($\pi_t^e = 0$ şeklinde) yaparsak, π_t^e SRAS 'nin pozisyonunu belirleyecektir. Eğer $\pi_t^e = 0$ ise, SRAS şekilde oluşu üzere C noktasından geçecektir.

Geriye dönersek, t zamanında politika yapıcılar veri π_t^e yi alarak optimal π_t yi seçeceklerdir. Kişilerin beklentileri şekillendikten sonra hükümet beklenmedik bir enflasyon yaratma eğilimine sahiptir. C noktasında (Eğer $\pi_t = \pi_t^e = 0$) politika yapıcıların enflasyon ve üretim çıktısındaki marjinal ikame oranı, SRAS nin eğiminden daha yüksektir: beklenmedik bir enflasyonla hükümet daha düşük bir kayıtsızlık eğrisine ulaşabilecektir (F noktası). Mademki ajanlar hükümetin amaç fonksiyonunu biliyorlar, t zamanının başlangıcında politika yapıcıların taahhütlerine inanırlarsa hükümet pozitif bir enflasyon yaratma amacı taşıyacaktır. Bu nedenle ajanlar hükümetin ilk açıklamalarına inanmayacak ve $\pi_t^e = 0$ şeklinde bir denge olmayacaktır.



ŞEKİL 1- ZAMAN TUTARSIZLIK PROBLEMİ NİN ŞEKİLDE GÖSTERİMİ

Kaynak : Why Is Lung Run İnflation Positive (I) Time İnconsistency [www.Omw.Oc.Uk / Wuyte1767macropol/Lecture9pdf](http://www.Omw.Oc.Uk/Wuyte1767macropol/Lecture9pdf)

Kusursuz-ileri görüş dengesi (perfect-foresight equilibrium) açısından ajanların beklentilerinin ex post olarak doğru olması gerekmektedir. Bu ise yalnızca politika yapıcıların enflasyon ve üretimdeki çıktı arasındaki marjinal ikame oranının (MRS), SRAS eğimine eşit olması durumunda olabilmektedir. Ancak, enflasyon hükümetin marjinal maliyeti için yüksekse ve sağlanan beklenmedik enflasyonun getirisine eşitse, politika yapıcıları beklenmedik enflasyon yaratma eğilimi taşımayacak ve beklentiler doğru çıkacaktır.

Denge denklemini çözmeye başlarsak, t zamanında enflasyon oranı hükümetin optimizasyon problemi tarafından belirlenecektir. (3) nolu eşitlikteki y_t yerine (2) nolu eşitliği kullanırsak

$$\max_{\pi_t} W_T = y + \alpha (\pi_t - \pi^e) - \gamma \pi_t^2 \quad (5)$$

eşitlik alınan türevle

$$\alpha - 2 \gamma \pi_t = 0 \quad (6)$$

$$\pi_t = \alpha / 2Y \quad (7)$$

Üçüncü eşitlik kusursuz ileri görüş (perfect-foresight) varsayımından ileri gelir.

$$\pi_t^e = \pi_t = \alpha / 2Y \quad (8)$$

Ajanlar hükümetin refah fonksiyonunu bilirler ve hükümetin refahını maksimize eden enflasyon oranını beklemektedirler. Denklem (7) zaman tutarsızlığı enflasyon oranını vermektedir. Bu, hükümetin ex post kısıtından türetme eğilimi olmadığı enflasyon oranıdır.

Yine bu bir α 'nın artan fonksiyonu (daha düz SRAS, beklenilmeyen bir enflasyon oranı ile daha büyük kazanç sağlar), Y da azalan. (daha büyük Y için, daha yüksek çıktı için daha yüksek enflasyon trade off'u hükümetin daha az istekli olması)

Eğer $\pi_t^e = \pi_t$ aldığımızda eşitliğin üretim çıktı düzeyi y tam istihdam seviyesinde olacaktır.

(3) nolu denklem içine üretim çıktı düzeyi ve enflasyon değerini koyduğumuzda , hükümet zaman tutarsızlığı eşitliği

$$W_{TC} = y - \alpha^2 / 4Y \quad (9)$$

Eğer sıfır enflasyon için hükümet gerekli kredibiliteye sahip olsaydı, refah yünden

$$W_C = y > W_{TC} \quad (10) \quad \text{olacaktı.}$$

Şekile baktığımızda TC noktasında (zaman tutarlılık dengesi) ekonomi doğal düzeyde fakat enflasyon oranı C noktasından yüksektir. Bu nedenle hükümet refahı düşüktür. Bu bir çeşit mahkumlar çıkmazı oluşturmaktadır. Ekonomi etkin olmayan zaman tutarsızlığı dengesi ile TC noktasındaki durumla ortaya çıkacaktır, halbuki C noktasında herkes daha iyi konumda olacaktır.

Beklenen enflasyonun sıfır olduğu zaman uzun dönem enflasyonun pozitif olması hükümetin yüksek ekonomik çıktıya karşı yüksek enflasyon oranına tercih etmesine yarar.

Ancak hükümet kendini zorunlu kılmadığı sürece, ekonomi bu etkin olmayan dengeye yönelir.

Daha iyi bir dengeye kavuşmak için kısaca³⁴:

1-Sıfır enflasyonu salık tersinemez ve güvenilir anayasal kural.Bu durum bizim basit modelimizde ekonominin C noktasında sonuçlanacağını emin olunmasıdır. Yaşanabilecek sorun ise; çıkacak herhangi bir şok durumunda katı kurallar varlığının kısa dönemde bazı dengeleri bozabilme ihtimalidir.

2- Bağımsız merkez bankası. Hükümet para politikasını bağımsız bir merkez bankasına devretmelidir. Merkez bankası ile hükümet arasında önemli bir fark, merkez bankasının enflasyondan hoşlanmamasıdır. (yüksek Υ değerine sahip olma). Belli bir esnekliğe izin verir ama enflasyonun zaman tutarlı oranı düşük de olsa hala pozitifdir.

3- Merkez bankası çalışanları için optimal iş sözleşmeleri . C'deki etkin denge ,merkez bankası çalışanlarına makul primler verilerek oluşturulan iş sözleşmeleri olur.(Çalışanların maaşlarının enflasyon oranının azalan fonksiyonu olması gibi)

4- İtitbar, saygınlık. Hükümetle özel kesim ajanları (birimleri) arasındaki stratejik etkileşim zaman içinde sürekli devam eder. Geleceği hesaba katan bir hükümet, önünün görebildiği planlama ufku boyunca refahını maksimize eder. Hükümetin 3. denklemdeki faydasının şimdiki değerini maksimize ettiğini düşünürsek;

$$IW = \sum_{i=0}^{\infty} W_t / (1+\rho)^i \quad (11)$$

Burada ρ , hükümetin iskonto oranıdır.

1. periyodun başlangıcında, hükümetin enflasyonu sıfır olacağını ilan ettiğini ve kişilerin inandığını farz edelim. Eğer hükümet beklenmeyen bir enflasyon yaratırsa (

³⁴ Why is Lung Run Inflation Positive (II) Time Inconsistency ,a.g.e, s. 43

şekilde F noktası), kendi refahını 1. periyotta W_C 'den (Faydanın, C noktasından geçen kayıtsızlık eğrisi ile ilişkili olduğu) W_F 'ye (faydanın, F noktasından geçen kayıtsızlık eğrisi ile ilişkili olduğu.) yükseltir. Fakat tüm takip eden periyotlarda ajanlar enflasyonun zaman tutarlı oranını (6. denklemde verilen) bilecekler ve hükümetin refahı W_{TC} (TC'den geçen kayıtsızlık eğrisi ile ilişkili düzey) olacaktır. Bu nedenle hükümetin refahı;

$$IW_F = W_F + \sum_{i=0}^{\infty} W_{TC} / (1+\rho)^i \quad (12) \text{ olacaktır.}$$

Tersi durumda eğer hükümet sıfır enflasyon açıklamalarına sadık kalırsa elde edeceği fayda şimdiki ve gelecek periyotlarda W_C olacaktır ($W_F > W_C > W_{TC}$). Bu sebeple hükümetin refahı ;

$$IW_C = W_C + \sum_{i=0}^{\infty} W_C / (1+\rho)^i \quad (13)$$

Hükümet, eğer $IW_F - IW_C > 0$ ise verdiği sözünden dönebilecektir.

$$IW_F - IW_C = (W_F - W_C) + \sum_{i=0}^{\infty} (W_{TC} - W_C) / (1+\rho)^i \quad (14)$$

Hükümet bir seferlik dönemde kişileri kandırarak bir kazanç elde edebilecektir. Fakat $W_{TC} - W_C < 0$ olduğundan, bütün gelecek dönemlerde şekilde de gösterildiği üzere ekonominin C noktası yerine TC noktasında sonuçlanması ile hükümet daha fazla zarar görecektir. PDV'nin gelecekteki zararı şimdiki kazancından yüksekse hükümet bu durumu, itibarını sürdürüp sözlerine sadık kalabilecek düzeyde bulmaktadır ve C'deki etkin dengenin sağlanması için hükümetin herhangi bir ek taahhüdüne gereksinimi yoktur. Ama yine de ekonomik birimlerin politika yapıcıların sözlerini tutup tutmadıklarını kontrol edebilmeleri için hükümet uyguladığı ve uygulayacağı politikaları saydam ve tutarlı bir biçimde ifade etmelidir. Aslında burada ekonomik birimlerin sahip oldukları bilginin önemi artmaktadır.

III. 4-a) Tam ve Eksik Bilgide Para Politikası

Merkez bankalarının ekonomideki bazı değişkenlerde (İstihdam, büyüme, piyasalarda istikrar vb) daha iyi sonuçlar almak amaçlı bazı politikalar yürütmesi, zaman tutarsızlığı

probleminin ve güvenilirliğin kazanılmasını geciktirici etkenlerin sebebini oluşturmaktadır. Beklenmeyen enflasyon yani beklenmeyen parasal genişleme, üretimi ve istihdamı etkileyecektir. Mevcut işsizlik düzeyinin yüksek bulunması ve daha yüksek bir ekonomik çıktı bu parasal genişlemeye yönelten sebeplerdendir³⁵.

Mevcut kamu finansmanındaki açıkları kapatmak için bazı sınırlamalara rağmen merkez bankasından alınan avanslar kullanılmaktadır. Ödemeler dengesindeki açığın yapılan devalüasyon ile dengelenmesi amaçlanmaktadır. Yapılacak devalüasyon, reel ücretleri düşürerek ihracatı arttıran gerek milli gelirde gerekte istihdamda olumlu katkıda bulunacaktır. Fakat ekonomik birimlerin tam bilgiye sahip olmaları halinde (belirsizliklerin olmaması) ise beklenmedik enflasyon yaratmak amaçlı parasal genişleme üretim ve istihdamda kazanç sağlamadan yüksek enflasyona sebep olmaktadır. Tam bilgi varsayımında her türlü belirsizliğin dışlanması, politika belirleyicilerin özel sektör beklentilerini farklı tarafa yönlendirecek yeteneği kalmamaktadır³⁶.

Fakat her zaman ekonomik birimler tam bilgiye sahip değildir. Örneğin para politikasını belirleyicilerin değişmesiyle yeni gelen otoritenin gelecek dönem izleyeceği politikaların önceden tahmin edilememesi, gelen kişilerin istihdam, büyüme yada enflasyon hassasiyetlerinin bilinmemesi eksik bilginin oluşmasına neden olmaktadır. Oluşan bu belirsizlik eksik bilginin kaynağını oluşturmaktadır. Ekonomik birimler zamanla otoritenin izleyeceği politikalarla bilgi sahibi olmakta ve belirsizlikleri azaltma çabasını göstermektedir.

Genellikle para otoritelerinin kullandığı tüm bilgiye ekonomik birimlerin sahip olmaması eksik bilginin diğer nedenidir. Para otoritesi ekonomik veri zenginliği halktan daha fazladır. Bu bilgi doğrultusunda gelecek dönem enflasyon ve para talebi tahminleri yapabilmekte ve bunu ekonomik birimlerden gizleyebilmektedir. Ekonomik birimler ise enflasyon oranları veri eksikliğinden dolayı geçmiş dönemlere göre tahmin yapılabilmektedir³⁷.

Para otoritesi, elinde bulunan bilgiler doğrultusunda gelecek dönem politikalarını belirlerken, ekonomik birimleri kandırarak beklenmedik enflasyon yaratması kısa vadede kazançlar sağlayabilecek fakat gelecek dönem güvenilirlik kaybından dolayı politikalarına

³⁵ Orphanides Athanosias, John C. Williams, (2003) , Imperfect Knowledge, Inflation Expectations and Monetary Policy, Federal Reserve Bank of San Francisco Research Papers ,March , s. 3

³⁶ Erdoğan Funda, (1997) , a.g.e , s 179

³⁷ Parasız İlker , (2003), Para Politikası Türkiye Uygulaması , Bursa , s. 344- 345

inanılmayıp cezalandırılabilir. Dolayısıyla para politikasında güvenilirlik kavramı başarının kazanılıp fiyat istikrarının korunmasında önemli yer tutmaktadır.

III- 4-b) Para Politikası ve Güvenilirlik

Para politikasında yaşanan zaman tutarsızlığı gibi bazı sorunların çözümü güvenilirlik olgusuna dayanmaktadır. Güvenilirliği, kamuoyunun, uygulanan politikanın işleyiş sürecinde bir değişiklik meydana geldiğinde, böyle bir değişikliğin gerçekten gerekli olduğu için gerçekleştirildiğine inanması şeklinde tanımlayabiliriz. Ayrıca gerekli güvenilirlik, yürütülen politikanın merkez bankasının karşı karşıya kaldığı hedefler ve sınırlamalar konusunda kamuoyunun bilgisi ile tutarlılık içinde bulunmasıdır. Uygulanacak olan politikaların hükümet açısından optimal olması yanında, özel sektör açısından da güvenilir olması gerekmektedir. Makroekonomik politika oluşum süreci, hükümet ve özel sektör arasında karşılıklı hareketler tarafından belirleniyor olması politikanın güvenilirlik niteliğini önemli hale getirmekte, bu nedenle politika belirleyicileri oluşturdukları politikalarda özel sektörün beklentilerini dikkate almak zorunda kalmaktadır³⁸.

Özellikle istikrar politikaları ve düşük enflasyonun korunduğu politikaların istenilen başarılı sonuçlara ulaşabilmesinde güvenilirlik anahtar rolü üstlenmektedir. Gerekli güvenilirliği kazanmamış politikalar hem enflasyon hem de üretimdeki çıktıda kayıplara neden olabilmektedir.

Politikaların başarıya ulaşması için gerekli olan güvenilirlik, elde edilmesi kolay bir olgu değildir. Bunun için bazı koşulların yerine getirilmesi gerekmekte ve belli bir zamana ihtiyaç duyulmaktadır. Örneğin merkez bankasının başkanlığına muhafazakar ve tecrübeli bir kişinin getirilmesi politikalarda güvenin kazanılması için bir yöntem olabilmektedir. Merkez bankası başkanının muhafazakar niteliği, enflasyona karşı duyduğu hoşnutsuzluğun topluma oranla daha fazla olmasından kaynaklanmaktadır. Merkez bankasının başına geçecek bu kişi merkez bankasının para politikası yürütürken enflasyonla savaşmayı hükümetlerden daha fazla vurgulaması gerekmektedir. Muhafazakar bir merkez bankası başkanı olumlu bir süreç yaratmakla birlikte, yalnızca enflasyonla ilgilenen aşırı-muhafazakar bir başkanın oluşu, üretime gösterilecek aşırı kayıtsızlıkla olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir³⁹.

³⁸ Oktar Suat, (1996), **Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**, İstanbul , s. 11

³⁹ Erdoğan Funda , (1997), a.g.e , s. 95

Son zamanlarda merkez bankasının inanırlılığının artması için, kurumsal düzenleme modellerin temelinde enflasyon yaratma eğiliminin azaltılması veya ortadan kaldırılabilmesi yer almaktadır. Bu yaklaşımla merkez bankası başkanının ve çalışanlarının maaşı, bankanın bütçesini GSMH ve enflasyon oranı gibi belli başlı makroekonomik değişkenlerin performansına göre belirleyen bir performans sözleşmesi yapılması önerilmektedir. Politikayı hazırlayan ve uygulamaya koyan yöneticilerin atanma süreçleri, politikalarla ilgili rapor verme zorunluluğu bu sözleşmelerde yer alabilmektedir.

Yeni Zelanda'da bu sözleşme yaklaşımı uygulanmaktadır. Yeni Zelanda merkez bankasının başkanı hükümet ile enflasyon hedefi üzerinde bir sözleşme yapmaktadır. Hedeflenen enflasyona ulaşıldığı takdirde ödüllendirme, hedeften büyük sapma yaşandığı takdirde ise yaptırım uygulaması gündeme gelmektedir. Fakat Kanada ve İngiltere'de olduğu gibi aşırı enflasyona karşı uygulanan yaptırımlar merkez bankasına karşı inanırlılığın kaybolmasına neden olmaktadır⁴⁰.

III-4-c) Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Güvenilirlik

Para politikasının yarattığı enflasyonist eğilimi ortadan kaldırmaya ve güvenilirliğin kazanılmasına yönelik kurumsal düzenleme yaklaşımından biri de merkez bankasının bağımsız olmasıdır. Aslında Grilli (1991), Cukiermen (1992), Allesine ve Summers'ın (1993) yaptıkları araştırma ve çalışmalarda merkez bankasının bağımsızlık derecesiyle ortalama enflasyon arasında negatif korelasyon elde edilmiştir. Fakat genel olarak ortaya çıkan ortak görüşe göre bağımsız merkez bankası güvenilirliğin sağlanmasına olumlu katkı yaparak düşük enflasyona erişilip sürdürülebilmesine büyük ekonomik maliyetler getirmeden katkıda bulunmaktadır.⁴¹

Genel bir tanımlama yaparsak merkez bankasının bağımsızlığı en temel anlamıyla fiyat istikrarını korurken uygulayacağı para politikası rejimini ve kullanacağı parasal araçları kendi kararları ile seçmesi ve uygulaması olarak tanımlanabilir.⁴²

Siyasi iktidarlar genellikle merkez bankalarını kendi denetimleri altında tutmaktan yana tavır almakta, bunu korumak için de gerektiğinde bu kurumlar üzerine bakılarda bulunmaktan kaçınmamaktadırlar. Merkez bankalarının fiyat istikrarına yönelik tüm

⁴⁰ Fischer Stanley , (1995), Central Bank Independence Revisited, American Economic Association Papers and Proceedings 55 , s. 203

⁴¹ Daunfeldt Swen-Olov, (2003), Central Bank Independence and Price Stability: Evidence From 23 OECD Countries, The Swedish Research Institute of Trade, Department of Statics, Unea Universty, s. 2

⁴² Alpaslan Melike, Pelin Ataman Erdönmez "Enflasyon Hedeflemesi" TBB Bankacılar Dergisi ,Sayı:35 s 7

çalışmaları, hükümetlerin üç önemli beklentisi ile çelişebilir. Birincisi; hükümetlerin mali işlemlerini yürütmek, ikincisi; finansman açıklarını kapatmak , üçüncüsü ise; özel sektör ve kamudaki gelişme projelerinin uygulamasından doğan açıkları kapatmak, kredi vermektir. Dolayısıyla hükümetler için iktidarı sürdürmek nasıl amaç ise, merkez bankası da bu amacı gerçekleştirecek araç olmaktadır.⁴³

Bu nedenle, merkez bankasının bağımsızlığını, bu kurumlar ile siyasi otorite arasındaki ilişki belirlemektedir. Diğer bir deyişle, aralarındaki ilişkinin derecesi, merkez bankalarının ne ölçüde bağımsız olduğunun da göstergesidir. Bu açıdan yaklaşıldığında, bağımsızlığı, hükümetin merkez bankası üzerindeki nüfuzunun ve müdahalesinin sona ermesi olarak tanımlayabiliriz. Hükümetlerin direktiflerine bağlı kalmadan serbestçe hareket edebilme özgürlüğüne sahip merkez bankası, kurumsal olarak bağımsız bir kimlik kazanmış anlamına gelmektedir.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde seçimlere yakın, ülkede ekonomik hareketliliği arttıran politikalar güdülmesi amaçlanmaktadır. Merkez bankasının kurumsal olarak bağımsız olması yada, politik müdahalelerden korunması, seçim ekonomisinin uygulanmasına fırsat vermemekte yada bunu en aza indirmektedir.⁴⁴

III-4-a-i) Yasal ve Fiili Bağımsızlık

Yasal bağımsızlık; merkez bankasının yönetim ve yürütmeye ilgili tüm organların, siyasi otoriteden bağımsız olarak serbestçe karar alabilme ve hareket edebilmelerini sağlamak üzere bankanın yasal yönden düzenlenmesidir. Oluşturulacak yasal çerçeve, merkez bankasına, siyasi otoritelerinin baskılarına çıkabilme gücünü verdiğinden, bağımsızlığın sağlanması yönünden önemli bir adımdır. Merkez bankasının siyasilere karşı korunduğu bu düzenleme sürekli güçlendirilmeli ve korunması gereklidir.

Fiili bağımsızlık ise yasal olarak bağımsızlığı içermekte olup, yasal bağımsızlığı kazanılmasının yanında pratikte uygulanmasıdır. Bazı ülkelerde yasal düzenlemeler yapılmasına karşın uygulamada merkez bankaları siyasi baskılardan kurtulamamakta ve bağımsızlığını kazanamamaktadır. Örneğin merkez bankasının üst düzey yöneticilerin iş güvenliğini sağlayan yasanın var olmasına rağmen merkez bankasından borçlanmasına sınırlama getirilmemesi bağımsızlığı engellemektedir

⁴³Onaran Ayyıldız Zahide,(1997) "Para Politikası ve Merkez Bankasının Rolü", **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi** , Yıl :34, Sayı 3 , s. 53

⁴⁴ Otkar Suat ,(1996), a.g.e, s. 34

III-4-a-ii) Politik ve Ekonomik Bağımsızlık

Merkez bankasının para politikasının enflasyon yada ekonomik aktivite düzeyi gibi nihai hedeflerini belirleyebilme kapasitesi, politik bağımsızlığı ile ilgilidir. Merkez bankasının ekonomi politikası hedeflerini, hükümetin etkilerinden uzak olarak belirleyebilme gücü politik bağımsızlığı oluşturmaktadır.

Ekonomik bağımsızlık ise, merkez bankasının, para politikasının hedeflerini gerçekleştirmek üzere gerekli araçları belirleyebilme kapasitesidir. Diğer bir deyişle, merkez bankasının hiçbir müdahale ve sınırlama olmaksızın, para politikası araçlarını kendi iradesi doğrultusunda seçebilmesi ve kullanabilmesidir.

Aslında yukarıda bahsettiğimiz politik ve ekonomik bağımsızlık, merkez bankasının amaç ve araç bağımsızlığıdır. Amaç bağımsızlığı merkez bankasının para politikasını doğrudan kendisi hazırlamakta ve uygulamakta, araç bağımsızlığında ise para politikasında kullanacağı araçları serbest olarak kendisi belirlemektedir.

Amaç bağımsızlığı konusunda bazı görüş ayrılıkları yaşanmaktadır. Politika belirleyicilerin hesap verebilir olması gerekliliği demokrasinin bir unsuru olması nedeniyle, para politikasının amaçlarını seçimle gelmiş hükümetlerin belirlemesi gerekmektedir. Bu görüşe göre merkez bankası amaç bağımsız olmamalıdır.⁴⁵

Özellikle merkez bağımsızlığına getirilen eleştiriler, merkez bankasının bağımsızlığının demokrasi ile uyumsuzluk göstermesinden kaynaklanmaktadır. Para politikasının yürütülmesi tamamen merkez bankasının elinde olması, halkın iradesi ile seçilerek oluşan parlamentonun dışında hareket etmesi demokrasi ile bağdaşmamaktadır. Merkez bankasının başarısız yönetimi ekonomiyi etkilemekte, bu başarısız ekonomik sonuçların faturası siyasilere çıkarılabilmektedir. Siyasilerin seçimi kazanıp kaybetme şansını riske etmektedir. Fakat diğer bir görüş ise bağımsız merkez bankasının demokrasi ile uyumsuzluk içinde bulunmadığını, aksine merkez bankalarının gerek sivil kuruluşlar gerek bazı otoriteler tarafından eleştirilerek tam hesap verebilir olması, merkez bankasının gerek toplum gerek politikacılardan tam bağımsız olmadığını göstermekte ve demokrasi ile çelişmemektedir.⁴⁶

Amaç bağımsızlığı üzerine çeşitli görüş ayrılıkları olmasına rağmen, araç bağımsızlığının olması gerekliliği konusunda görüş birliği mevcuttur. Araç bağımsızlığı

⁴⁵ Parasız İlker, (2003), a.g.e, s. 338

⁴⁶ Drazen Allen, (2002) "Central Bank Independence, Democracy and Dollarization" *Journal of Applied Economics*, Volume 5 ,No : 1 , s. 3

merkez bankasının zaman tutarsızlığı politikalarının izlenmesini daha iyi sakınmasını sağlayabilmektedir.

Bağımsızlığın ölçülmesi konusunda yapılan çalışmalarda dört kriter ortaya çıkmaktadır:⁴⁷Birincisi, merkez bankası başkanı ve üyelerin değişim sıklığıdır. Başkan ve üyelerin görevde kalış süresinin uzunluk ve kısalığı, görevine kimin son verdiği önem taşımaktadır. Eğer merkez bankası üyeleri hiçbir baskıya maruz kalmadan uzun dönem (8 yıl) görevlerinde kalabiliyorsa bağımsız kabul ediliyorlar.

İkincisi: para politikası belirlenirken merkez bankası ve hükümet arasında oluşabilecek sorunlarda kimin daha etkili olduğu ve merkez bankasının rolünün ne olduğuna bakılmakta ve merkez bankası gerek bütçede gerekse diğer kararlarda aktif rol alıyorsa bağımsız kabul edilmektedir.

Üçüncüsü; merkez bankasına fiyat istikrarı dışında başka amaçlar yüklenmiyorsa bağımsız kabul edilmekte ancak diğer hedefler yüklenildiğinde (tam istihdam, büyüme vb) bağımsızlık zayıflamaktadır. Bağımsızlığın varlığından bahsedebilmek için, bir merkez bankasının başlıca görev ve hedefi, uzun dönemde fiyat istikrarını gerçekleştirmek olmalıdır. Büyüme, istihdam, ödemeler dengesi gibi makro ekonomik hedeflerin çokluğu, hedefler arasında etkin bir koordinasyonun oluşmasını engelleyici bir unsur oluşturmaktadır. Bu para politikasının şeffaflığını azaltır ve merkez bankası ile politikacıların sorumluluğunu azaltıcı rol oynamaktadır.

Son olarak; eğer merkez bankası kamu kesimine fazla kredi açmıyor fazla kamu finansmanında yer almıyorsa bağımsız kabul edilmektedir. Birçok ülkede yaşanan enflasyon deneyimleri, merkez bankasından kamu açıklarının kapatılmasında ucuz ve kolay bir finansman aracı olarak yararlanıldığını ortaya koymuştur. Merkez bankasının hükümete bu şekilde kaynak sağlamasını sınırlayıcı bir yasal düzenlemenin bulunmaması, bankanın kaynakları üzerindeki baskıyı arttırıcı rol oynamaktadır.

IV-) PARA POLİTİKASI REJİMLERİ

Doğru para politikasının seçimi, güvenilirliğin sağlanması ve sağlıklı bir ekonomi için can alıcı bir faktördür. Aşırı genişleyici para politikaları nasıl ekonomik etkinliği azaltıcı ve sürdürülebilir ekonomik büyümeyi engelleyici enflasyona sebebiyet veriyorsa, aşırı sıkı

⁴⁷ Onaran Ayyıldız Zahide, (1997), a.g.e , s. 54

para politikaları, işsizliği arttırıcı ve üretimi düşürücü resesyona neden olabilmektedir. Ayrıca aşırı sıkı para politikaları deflasyonist süreçle fiyatlar genel seviyelerinde düşmeye yol açabilmektedir. 1930 yılında yaşanan büyük bunalım ve son zamanlarda Japonya Ekonomisinin bulunduğu durum buna örnek olabilir.⁴⁸

Son yıllarda fiyat istikrarının uzun dönem para politikasının asıl amacı olduğu, artan bir çoğunlukla konsensus olarak karşımıza çıkmaktadır. Oluşan bu konsensusa rağmen, fiyat istikrarı nihai hedefine ulaşmak için nasıl bir para politikası yürütülmeli sorusu hala mevcuttur.⁴⁹

Fiyat istikrarı gibi nihai amaca ulaşmak için ara hedef olarak bir döviz kuru oranı , para arzı oranı, enflasyon oranı gibi nominal çapa tüm ülkelerde para politikasının merkezi özelliğini oluşturur.

Uluslararası uygulamalarda dört tür para politikası rejimi görülmektedir. Ayrıca teorik olarak yer almakta olan nominal GSYİH hedeflemesiyle beraber sayarsak :

a)- Döviz kuru hedeflemesi b)- Parasal hedefleme c)- Açıklanmayan ancak kullanılan örtülü (implicit) nominal çapa hedeflemesi d)- Enflasyon hedeflemesi e)-Nominal GSYİH hedeflemesi.

Bu tür rejimlerin genel amacı fiyat ve kurda istikrar sağlamak, kur ve enflasyon beklentilerini olumlu yönde etkilemektir. Farklı rejimlerde beklentiler üzerinde “çapa” olarak kullanılan nominal değerler, i-hedef kur, ii-parasal büyüklük, iii-nominal gelir hedefi iv-enflasyon hedefi olabilmektedir.⁵⁰

Nominal çapayı, para politikasının uygulanmasında hedef olarak nominal bir değişken şeklinde tanımlamak mümkündür.⁵¹ Diğer bir tanımı ise, para politikası rejiminde değişik şekillerde ulusal paranın değeri üzerinde getirilmiş olan sınırlama ya da kısıtlama olarak da tanımlamak mümkündür. Halkın beklentilerini yönlendirme özelliğine sahiptir.

⁴⁸ Mışkın Frederic, (2001) ,a.g.e , s. 506

⁴⁹ Mışkın, Frederic (1999), International Experience With Different Monetary Policy Regimes ,Nber Working Paper ,7044, [http/ www.nber.org/paper /w7044](http://www.nber.org/paper/w7044) s. 1

⁵⁰ Keyder Nur ,(2002) , Para –Politika-Uygulama ,8. Baskı s. 447

⁵¹ Bordo Micheal ,Anna J. Schawatz, (1997), a.g.e , s. 1

Nominal apa bağlılık para otoritelerini, para arzını veya enflasyon oranı gibi çapa değerlerini belli bir bölge aralığında tutmaya yönelik para politikası yürütülmesine zorlar.

Her değişkenin nominal çapa olarak kullanılmayacağı bir gerçektir. Bunun için gerekli olan bazı Şartlar; değişkenin kontrolünün kolay, toplum tarafından kolaylıkla izlenebilir, güvenilir, seçilen hedef değişken ile nihai ve uzun vadeli hedef arasında yüksek korelasyonun bulunması, kısa sürede izlenebilir ve ekonomideki diğer amaçları engelleyici ya da perdeleyici olmaması Şeklinde özetlemek mmkndr⁵²

Nominal apa, fiyat seviyesinin ani ve hızlı inip çıkmasını engelleyerek, ülke parasının değerini korumayı sürdürür. Dolayısıyla kullanılacak bir tür nominal çapa başarılı bir para politikası için gerekli bir öğedir. Fiyat istikrarı için önemli görev üstlenen nominal çapa, para politikalarında karşımıza çıkan zaman tutarsızlığı problemini de sınırlayıcı bir etkiye sahiptir. Kullanılacak nominal bir çapa günün getirdiği politikalarda (discretionary policy) kısıtlamaya giderek zaman tutarsızlığı probleminden korunmasına yardımcı olacaktır.

IV- 1) DÖVİZ KURU HEDEFLEMESİ

Döviz kuru hedeflemesi uzun bir geçmişe sahiptir. Genelde küçük bir ülkenin parasını, enflasyonu düşük diğer büyük bir ülkenin parasına sabitlemesi, enflasyonu düŐürüp sürdürebilmesi için bir metottur. Basitliği ve anlaşılması kolay olan bir sisteme sahip olduğundan dolayı döviz kuru hedeflemesi, gelişen ve gelişmekte olan ülkeler arasında geçmişte popülarite kazanmış bir rejimdir. Tamamen sabit kur sisteminin (Fixed or Pegged system) yanında, çapa alınan ülkenin enflasyonun daha küçük olması nedeniyle belli bir oranda paranın değer kayıplarıyla, sürünen sabit kur (crawling peg) sistemine adapte olunabilmektedir.

Döviz kuru hedeflemesi bazı önemli avantajlara sahiptir. Nominal apa olarak hedeflenen kur, uluslararası ticarete konu olan mallar için enflasyonu kontrol altına almada ve düşük enflasyonu sürdürmede direkt yararı vardır. Uluslararası ticarete konu olan malların fiyatının dünya piyasasında belirlenmesi, ülke içinde bu malların fiyatlarının dövize sabitlenmesiyle enflasyon sürecinde bir avantaj oluşturur. Türkiye gibi ithalatın büyük bir kısmı hammadde, aramalı ve sermaye mallarından oluŐuyorsa bu sistemle,

**T.C. YKSEKCRETİM KURULU
MONETAR POLİTİKALAR MERKEZİ**

üreticinin ithal girdi maliyeti artmayarak enflasyonist etkide bulunmayacaktır.⁵³ Eğer döviz kuru hedeflemesinin kamuoyunda ve özel sektörde kredibilitesi varsa, enflasyon beklentilerini hedef alınan paraya sahip ülkenin enflasyon oranlarına çekecektir. Para politikası belirleyicilerinin istihdam kazançları sağlamak amaçlı genişleyici politikalar izlemeye yönelik takdir hakkı bulunmaktadır. Döviz kuru hedeflemesi para politikasının yürütülmesinde otomatik kural sağlayarak zaman tutarsızlığı probleminin hafiflemesine yardım edecektir. Sistemin daha basit ve açık olması halk tarafından daha anlaşılır olmasını sağlar.

Bu avantajlarla beraber döviz kuru hedeflemesi Fransa ve İngiltere gibi gelişmiş ülkeler paralarını Almanya'nın para birimi Marka bağlayarak oluşturdukları sistem başarılı olmuştur.

Fransa 1987 de parasını Alman Mark'ına sabitledikten sonra %3 olan enflasyon oranı %2'lere gerilemiştir.1996 yılında Fransa ve Almanya'nın enflasyon oranları birbirine yakın değerde ve %2'lerin altında kalmıştır. Aynı süreçle İngiltere parasını Alman Markına bağladıktan sonra %10 olan enflasyon oranını %3'lere inmiştir.⁵⁴

Döviz kuru hedeflemesi aynı zamanda gelişen piyasalara sahip ülkelerde hızlı enflasyon düşmeleri sağlamıştır. Meksika'da 1994 teki devalüasyon öncesi 1988 de %100 leri aşan enflasyon 1994'te %10 seviyelerine inmiştir.

Şüphesiz bazı önemli avantajlara sahip olmasına rağmen, döviz kuru hedefleme rejiminin hakkında bazı sorular ve eleştiriler mevcuttur. İlk olarak bu rejimde para politikası bağımsızlığının kaybedilmesi söz konusudur. Açık sermaye piyasaları vasıtasıyla döviz kuru hedeflemesi, ülke içi faiz oranlarını hedef alınan ülkenin faiz oranlarına yaklaştırır. Döviz kurunu hedefleyen ülke çapa olarak benimsenen ülkede oluşacak şoklara karşı para politikasıyla cevap verme kabiliyetini kaybetmektedir. Yani hedef alınan ülkede yaşanacak şoklar (faiz oranlarında ani sıçramalar) direkt olarak hedefleme yapan ülkeye yakın oranlarda etki yapacaktır.

⁵² Malatyalı Kamuran ,(1998), Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği, DPT Yıllık Programlar Ve Konjktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları 1998-01 , s. 4

⁵³ Özel Saruhan ,(2000), Türkiye'de Enflasyon Devalüasyon ve Faiz, İstanbul , s. 76

⁵⁴ Mishkin Frederic, (1999) ,a.g.e ,s. 3

Bunun örneği 1990 yılında iki Almanya'nın birleşme sürecinde yaşanmıştır. Eski Doğu Almanya'nın yeniden yapılandırılması için yapılan büyük mali genişleme Almanya'daki faiz oranların kısa ve uzun dönemde artmasına sebep olmuştur. Faiz oranlarındaki bu artış, parasını marka sabitleyen Fransa'da faiz oranlarının artışına ve ekonomik büyümede azalmaya, işsizlikte artışa neden olmuştur.

Döviz kurunun çapa olarak kullanılmasının diğer bir dezavantajı ise kurun, ödemeler bilançosu ayarlamaları için kullanılamamasıdır. Ancak, diğer toplam talebi kontrol altına almaya yarayan araçlar iyi kullanılabilirse; ödemeler bilançosunda, sabit kurda sık sık ayarlama yapmaya gerek kalmadan istikrar sağlanabilir. Fakat kısa dönemde istikrar sağlanmasına rağmen uzun dönemde talebin kısılmaya çalışılması zor olmaktadır.⁵⁵

Diğer bir problem ise, döviz kuru hedeflemelerinin ülkelerin paralarını spekülâtif ataklara açık hale getirmesidir. 1992 de Almanya'nın Doğu Almanya'yı yeniden yapılandırma politikasıyla oluşan süreçte paralarını Alman Markına bağlayan ülkelerin başına gelmiştir. ERM içinde bulunan ülkeler negatif talep şokları ekonomik büyümede düşüşe ve istihdamda azalmaya rağmen hükümetlerce, paralarını Mark'a sabitlenmesi sürdürülebilmesi mümkünken, spekülâtorlerce döviz kuru hedeflemesinden ayrılacağı kuşkusu ve soruları doğmuştur.

1992 de Fransız Frank'ına , İspanya Pesato'suna , İngiliz Pound'una , İsveç Kron'una spekülâtif ataklar yaşandı. Fransa bu ataklara rağmen sabit kurunu korumaya devam etti .Fakat İngiltere, İspanya, ve İtalya paralarını koruyamayıp devalüe etmek zorunda kaldılar.

Fransa'nın para kurunu koruması, yaşanan durumda para politikasını iç şartlara göre istediği şekilde bağımsız oluşturamaması 1992 sonrası ekonomik durgunluk ve artan işsizlik maliyeti ile ödemiştir. İngiltere sabit döviz kurunu bırakarak enflasyon hedeflemesine geçmiş ve daha iyi ekonomik dinamiklere sahip olmuştur. Ekonomik büyüme daha yüksek olmuş, işsizlik oranında düşme yaşanmış ve enflasyon performansı Fransa'dan daha kötü olmamıştır.

Sanayileşmiş ülkelerle gelişen piyasalara sahip ülkeler arasında paralarının döviz kuru hedeflemesine başlamasıyla, bağımsız para politikalarından uzaklaşmalarından dolayı kaybettikleri bakımından aralarında farklar doğmaktadır. Bazı gelişen ülkeler gerekli

⁵⁵ Çağlar Ünal, (1997) "İstikrar Politikalarında Nominal Çapa Seçimi ve Para İkamesi", İktisat İşletme ve Finans Dergisi ,Yıl 34 , Sayı 1, s . 35

ekonomik ve para politikalarını yönetecek, geliştirecek kurumlara sahip değillerdir. Bağımsız para politika uygulamaları ile faydaları az olup bazen kayıpları fazla olabilmektedir. Bu nedenle gelişmiş bazı ülkelere (A.B.D gibi) para politikalarının adapte etmeleri kendi bağımsız politikalarını kullanmaktan daha kazançlı olmaktadır. Sağlanan kazanç gelişmekte olan ülkelerin bu rejimi seçmesinde etken olmaktadır.⁵⁶

Genelde gelişmekte olan ülkelerde uzun vadeli tahvil piyasası mevcut değildir. Esnek kur rejiminde eğer para politikası çok genişleyici ise kurda değer kaybı meydana gelmektedir. Esnek kur rejimini uygulayan ülkelerde günlük kur dalgalanmaları aşırı genişleyici para politikasının sinyallerini verir. Gelişmekte olan ülkelerin merkez bankası bilançolarının şeffaf olmaması ve politikalarının yeterince açık olmaması gelişmiş ülkelere nazaran bu ülkelerin döviz piyasalarında sert ve ani hareketlere neden olabilmektedir. Bu da erken sinyallerin gerekliliğini göstermektedir. Döviz kuru hedeflemesi sayesinde merkez bankaları üzerinde daha etkin ve geniş araştırmalar, gözlemler oluşabilmektedir.

Politik ve parasal kurumların zayıf olduğu (gelişmekte olan ülkelerde) hiperenflasyon deneyimi yaşamış ülkelerde döviz kuru hedefleme rejimi enflasyonist psikolojiyi kırmak için yararlı olabilmektedir. Eğer bu rejim yeterince şeffaf olmazsa genellikle finansal krizle birlikte çökmektedir. Genelde günümüzde iki tip strateji kullanılmaktadır.

IV- 1-a) Para Kurulu

Para kurulu, sabit kurdan ve belirli bir yabancı para cinsinden sahip olunan döviz ve dövizli varlıklar karşılığında para arz etmeyi kurala bağlayan parasal kurum olarak tanımlayabiliriz. Tanımdan da anlaşılacağı üzere para kurulunda ekonomideki para veya parasal taban, para kurulunun döviz ve dövizli varlıklar karşılık gösterilmek suretiyle arz edilecektir⁵⁷.

Para kurulu sistemi işleyiş itibarıyla oldukça basit olup, para ihracı kesin kurallar çerçevesinde gerçekleşir. Geleneksel merkez bankacılığı işlemlerine son veren ve onu ikame eden para kurulu sistemi, doğası gereği siyasi otoritenin merkez bankası üzerindeki baskı ve müdahalelerinden de izole olur. Gerçekte para kurulu sistemi belli kurallara

⁵⁶ Mishkin Frederic, (1999), a.g.e s 6

⁵⁷ Kaplan Hayrettin,(2000) "Para Kurulu Yada 1TL= 1USD" **Active Bankacılık ve Finans Makaleleri**, Yıl 1, Sayı 7, s. 19

dayalı olarak işlev yaptığından, siyasi otoritenin, para otoritesi üzerindeki yetkilerini ve etkilerini kaldırır.

Para kurulu sisteminde rezerv para birimi (reserve currency) olarak seçilecek yabancı paranın, uluslararası piyasalarda işlem gören ve istikrar gösteren para birimlerinden biri olması gerekmektedir. Bu bakımdan para kurulu sisteminin uygulandığı ülkelerde genellikle rezerv para olarak ABD Doları ve Alman eski para birimi Markı gibi güçlü paralar seçilmektedir.

Para kurulunun, sabit kur sistemi ile çalışmasından dolayı uygulamaya geçilmeden önce sabit kurun seçimi önem kazanmaktadır. Bu amaçla, uygulamada genellikle kur, başlangıçta serbest dalgalanmaya bırakılmakta ve daha sonra sabit kur belirlenmektedir. Bu yöntemle başlangıçta döviz kurunda aşırı değerlenmeye veya düşük değerlenmeye fırsat verilmemektedir. Kullanılan milli para tam ve sınırsız konvertibiliteye sahiptir. İsteyen kişi ve kurumlar sabit kurdan herhangi bir sınır olmaksızın milli para karşılığında para kurulundan döviz talep etme imkanına sahiptirler⁵⁸.

Para kurulu, rezerv para ile birlikte sabit kur sisteminin benimsemekte ancak ekonomide nominal veya reel fiyatlara müdahalede bulunmamaktadır. Bunun yerine diğer tüm fiyatları arbitraj belirlemekte ve sistem otomatik olarak işlemektedir. Örneğin, para kurulu sisteminin uygulayan bir ülkenin ödemeler dengesi açığı verdiğini düşünelim; ödemeler dengesi açığı ekonomik birimlerin yerli para karşılığında yabancı para talep ederek yurt dışına transfer etmelerine yol açacak, böylece para kurulunun döviz rezervini daraltacak, dolayısıyla para arzını düşürecektir. Para arzının daralması faiz oranlarını artıracaktır. Ekonomide faiz oranların artışı yatırımları dolayısıyla geliri düşürecektir. Faizlerin yükselişe geçmesi yurt dışından fon girişine sebep olacaktır. Milli gelirin düşmesi ithalatı azaltacak, bu ise fon girişleri ile beraber rezervlerin yükselmesine ve ekonomide yeni dengelerin oluşumuna yol açacaktır. İşleyen bu döngü, sabit kur sistemi altında arbitraj fırsatının oluşmasından dolayı para kurulu uygulayan ülkenin faiz oranları zamanla rezerv ülkenin faiz oranlarına ve uluslar arası düzeylere yaklaşmaktadır. Özellikle kur riskinin ortadan kalkması, kurala bağlı para politikasının sağladığı güven, risk primini düşürmekte ve reel faiz oranlarının uluslararası düzeye yaklaşmasında temel rolü oynamaktadır⁵⁹.

⁵⁸ Kaplan Hayrettin,(2000), a.g.e , s 20

⁵⁹ Akyazı Haydar "Alternatif Parasal Rejimlerde Fiyat İstikrarı Enflasyon Hedeflemesi ve Para Kurulu Örnekleri" İktisat İşletme ve Finans Dergisi, Yıl 17, Sayı 190 , s. 85

Faiz oranlarının uluslararası düzeylere yaklaşmasına karşılık, enflasyon oranları için aynı şey geçerli değildir. Uluslararası mal hareketlerinde sadece uluslararası ticarete konu olan malların arbitraj imkanına sahip olması dolayısıyla uluslararası ticarete konu olmayan malların fiyatının uluslararası fiyatlar ile bağlantısı kesilmekte ve enflasyon oranında özellikle rezerv ülkedeki enflasyon oranından farklılıklar görülmektedir.

Para kurulu sisteminin temel özelliklerini şöyle sıralayabiliriz⁶⁰:

-Para kurulu temel görevi, ulusal paranın değerinin korunmasına ve fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olmaktır.

-Para kurulu sisteminde para arzı sadece piyasa güçleri tarafından belirlenir. Para arzı, halkın elinde tuttuğu banknot ve madeni para artı ticari bankacılık sistemi mevduat toplamından oluşur.

-Para kurulu sisteminde bütçe açıklarının monetizasyon yoluyla finanse edilmesi mümkün değildir. Kamu harcamaları sadece vergiler ya da borçlanma yolu ile finanse edilebilmektedir. Bu nedenle para kurulu parasal disiplini sağlamada önemli işlev görür.

-Para kurulu, ülke parasını rezerv çapa olarak seçilen daha istikrarlı bir paraya bağlayarak enflasyonun kontrolü üzerinde etkinliğini arttırabilir.

-Para kurulu sistemi, ihtiyari (discretionary) politikaların uygulanmasına olanak vermediğinden, para politikasının güvenilirliğini sağlama yönünde büyük başarı gösterir. Para kurulu, para politikasını siyasi otoritenin müdahalelerinden uzak biçimde yürütmesine olanak sağlayan bağımsız organizasyon ve personel yapısıyla güvenilirliğin sağlanmasına ciddi bir katkıda bulunur.

-Para kurulu, ülkenin döviz kuru hedefinden bağımsız olarak bir enflasyon hedefi ortaya koymaz. Son yıllarda bağımsız merkez bankaları yürüttükleri para politikalarının güvenilirliğinin artması için, halkın beklentilerini yönlendiren enflasyon hedefi belirlemektedir.

-Para kurulu sistemi genellikle para ikamesinin yaygın olduğu ülkelerde ortaya çıkmaktadır.

-Para kurulu sisteminde sermaye hareketi serbesttir. Para kurulu sahip olduğu tüm parasını, talep edildiğinde sabit kur üzerinden rezerv paraya dönüştürmeye hazırdır.

⁶⁰ Oktar Suat, (2001), **Kuramda ve Uygulamada Para Kurulu**, İstanbul, s. 5

Para kurulunun avantaj ve dezavantajları:

Para kurulunun avantajları: Para kurulu para politikasında güvenilirlik sorunu olan ve döviz krizi yaşayan ülkeler için çekici olmaktadır. Yüksek enflasyon yaşayan Arjantin, Estonya ve Litvanya enflasyonla başa çıkabilmek için gerekli güvenilirliğin sağlanmasında para kurulunu kullanmışlardır.

Para kurulunun basit ve anlaşılır olması ve piyasa tarafından kolayca takip edilmesi önemli bir avantaj getirmektedir. Sabit kurun uygulanması döviz piyasalarının rahat çalışmasını sağlamaktadır.

Para kurulu sisteminde, bütçe açıklarının monetizasyonu ortadan kaldırdığından veya bankalara borç verme imkanı olmadığından para kurulu sistemi altında uygulanan politikaların güvenilirlik derecesi artmaktadır. Özellikle enflasyonla mücadelede başarısız olmuş ve ekonomi yönetiminin inandırılığını yitirmiş olduğu ülkelerde, para kurulu kısa dönemde güven ortamını sağlamakta ve beklentileri olumlu yönde etkilemektedir. Yüksek kredibilite sayesinde faiz oranları uluslararası düzeylere yaklaşmaktadır. Belirsizliğin azalmasıyla reel faiz oranlarındaki risk primi düşmekte, kur riskinin ortadan kalkması ve mali disiplinin sağlanması ile uzun vadede dış ticaretin artmasına ve uluslararası piyasalara daha kolay giriş imkanı yaratılmaktadır⁶¹.

Para Kurulunun Dezavantajları: Para kurulunun kurulmasıyla beraber, döviz kurunun ileride değiştirilmemek üzere sabitleştirilmesini önemli sakıncaları beraberinde getirmektedir. Para kuruluna geçişle birlikte sonraki yıllarda döviz kurunun aşırı yüksek veya aşırı düşük bir şekilde değerlendirilmesinin önüne geçilmesi için ülkedeki fiyat ve ücretlerin esnek olması gerekmektedir. Aksi takdirde uzun süreli işsizlik ve parasal daralmayla karşılaşılacak bu ise sistemin varlığını tehlikeye atacaktır.

Para kurulunda faiz oranları rezerv ülkenin faiz oranlarına düşmekle beraber enflasyon için bu söz konusu olmayabilmektedir. Bunun en önemli nedeni ise dış ticarete açık olmayan malların dünya fiyatlarından soyutlanmış olmasıdır. Para kurulunu uygulayan ülke büyük ve dışa açıklık oranı düşük ise enflasyonda yaşanan bu olayın gerçekleşmesi büyük olasılıktır. Rezerv ülkeden daha yüksek enflasyon kurun değerlendirilmesine ve ihracatın azalmasına neden olabilmektedir.

Para kurulu sisteminde para arzının sahip olunan rezervle sınırlandırılmış olması daha önce de belirtildiği gibi kurumun, merkez bankasının aksine finansal piyasalarda son borç

⁶¹ Kaplan Hayrettin, (2000), a.g.e, s. 19

verme mercii görevini yerine getirmesini engellemektedir. Oluşabilecek bir krizde ise bankacılık sektörüne müdahale imkanı bulunmamakta veya kısıtlı olmaktadır. Ancak yurt dışından elde edilebilecek kredi çözüme yardımcı olacaktır. Sistemde oluşacak güvenilirlik eksikliği banka bilançolarında yer alan yurtiçi aktif ve yükümlülüklerinin yanı sıra yabancı para cinsinden aktif ve yükümlülüklerin yer alması ciddi borç ödeme sıkıntısı yaratmaktadır. Güvenilirliğin azalması faiz oranların artmasını sağlamakta ve bankaların dolar-faiz oranlarındaki değişme bankaların sermaye kazancına yada kaybına neden olmaktadır⁶².

Para kurulunu uygulayan ülkelerden Estonya para kuruluna geçişle beraber 1992 yılında olumlu gelişmeler yaşanmıştır. 1992 yılının sonunda enflasyon %7'ye 1994 yılının sonunda ise %1,4'e düşmüştür. 1994 yılı itibariyle ülkenin altın rezervi üç katına yükselmiş, Estonyanın ticaret ilişkisi Rusya'dan Batı Avrupa Ülkelerine kaymaya başlaması ülkenin cari işlemler açığının kapanmasında olumlu etki yaratmıştır. Fakat yaşanan sermaye akımları para arzında artışa neden olması ve ulusal paranın Alman Markına karşı değerlenmesi bazı sorunları beraberinde getirmiştir. Para kurulu 1983'te Honkong'ta 1991 de Arjantin 1997 de Bulgaristan'da 1998'de Bosna'da uygulamaya başlanmıştır. Arjantin'de yaşanan krizle birlikte parasını devalüe etmiş ve sistemden uzaklaşmıştır.

Para kurulunun uygulamaları hakkında, olumsuz yönde, genel olarak şu sonuçları çıkarabiliriz. Para kurulunun uygulanması ile ülkede a) parasal genişlemeye b) ulusal paranın aşırı değerlenmesine c) uluslararası rekabet gücünde düşüşe d) büyük cari işlemler açığına neden olabilecek bir sistemdir. Dolayısıyla, sermaye akımlarındaki değişmelerin devalüasyon beklentisi yaratarak ekonomiyi istikrarsız hale getirme potansiyelini önleme garantisi sağlayan bir sistem değildir⁶³.

IV- 1- b) Dolarizasyon

Geçen on yılda gerek gelişmiş (İtalya, İngiltere (1992)) gerek gelişmekte olan (Meksika (1994), Doğu Asya, Brezilya(1997), Türkiye (2001) vb) ülkelerde yaşanan döviz kuru krizleri ekonomilerin büyük yaralar almasına neden olmuştur. Bir karşılaştırma yapıldığında ise, gelişmekte olan ülkelerin gelişmiş ülkelere nazaran krizlerde daha büyük zarar gördüğü bir gerçektir. Büyük sermaye akımları özellikle küçük ekonomiye sahip ülkelerin döviz kurlarında ani değişikliklere sebebiyet vermesi, fiyatlar genel seviyesini

⁶² Aktan Coşkun, Utku Utkulu, Selahattin Togay, (1998), a.g.e , s. 175

⁶³ Aktan Coşkun, Utku Utkulu, Selahattin Togay, (1998), a.g.e, s. 187

olumsuz etkileyerek belirsizliklere yol açmıştır. Sermaye akımlarının ani hareketlerini önlemek amaçlı bazı önlemler alınmış ve gerek vergilerle gerek bazı kanun düzenlemeleri ile sistem oluşturulmuştur. Oluşturulan sistem bazı ülkelerde başarıya ulaşmamış ve kurlarda yaşanan belirsizlikler ve diğer kaygılar alternatif bir politika olan dolarizasyonu gündeme getirmiştir.

Tanım olarak dolarizasyon, bir ülkenin kendi para birimini tedavülden kaldırarak güçlü bir para biriminin benimsemesi ve ülke parası olarak kullanmasıdır. Aslında dolarizasyon para kururlundan daha güçlü taahhütte bulunan en uç sabit kur örneğidir⁶⁴. Para kurulunda her zaman paritenin değişebileceği ve sistemin terk edilebileceği ihtimali vardır. Ama dolarizasyonda böyle bir ihtimal yoktur.

Dolarizasyonun çeşitliliğine bakıldığında karşımıza üç tip çıkmaktadır. Bunlar resmi olmayan dolarizasyon, yarı resmi dolarizasyon ve resmi dolarizasyondur⁶⁵. Resmi olmayan dolarizasyonda kişilerin ellerinde ülke içinde kullanılan para birimi dışında başka bir para birimi tutmalarıyla oluşur. Bazı ülkelerde bu paraların tutulması yada ödeme birimi olarak kullanılması (ticari ilişkilerde, banka işlemlerinde) yasal olmamakta, bazı ülkelerde ise bazı kısıtlamalara uğramaktadır. Oluşan yasal zorluklara rağmen kişiler ulusal paralarını ikame eden başka parayı kullanmaktadır. Genellikle zamanla yabancı paraları banka mevduatlarına dönüşebilmekte, yabancı parasal varlıklar alabilmekte (yabancı hisse senedi, hazine bonusu vb.) bu yönde yatırımlar yapabilmektedir. Aslında yerli paranın başka para ile ikame edilmesinin en büyük nedeni, kişilerin paralarının ve tasarruflarının enflasyona yenik düşmemesidir. Daha güvenilir ve değerini koruyan güçlü bir para (Dolar, eski Alman Markı vb.) ikinci aşamada kişilerin sadece cebinde bulunmak yerine mal varlığının (hisse senedi, Hazine bonusu) ve mevduatının çoğunu oluşturmakta, fiyatı genelde pahalı malların alışverişinde kullanılmaya başlanmaktadır. Bu dolarizasyonun işleyişinde yerli para talebi istikrarsız hale gelmektedir. İkame paraya doğacak ani büyük talepler yerli parada değer kayıplarına yol açmaktadır. Bazen bilinçli spekülasyon atakları ile kurlarla oynanmakta ve bu enflasyonu olumsuz yönde etkilemektedir. Kur oluşan ani hareketler ile enflasyonda oluşan yükselme ekonomiyi istikrarsız hale getirmekte ve bankacılık kesimi finansal zorluk içine sokabilmektedir. Özellikle yabancı mevduatların yerel bankalarda tutulması ve kurlardaki ani değişim bankaların kur riskini almalarına neden olmaktadır. Ayrıca ikame para merkez bankasının para arzını kontrol etmesini

⁶⁴ Özel Saruhan, (2000), a.g.e, s. 99

⁶⁵ Mack Connie, (1999), Basic of Dolarization , Joint Economic Committee Staff Report Office of The Chairmen, www.users.erds.com/currency , s. 2

güçleştirmekte, politikaların etkinliğini azaltmaktadır. Bu tip dolarizasyona uğrayan ülkeler genelde ABD ile yakın ticari ilişkisi olan yüksek enflasyon yaşamış ülkelerdir. Genelde Latin Amerika Ülkeleri, Rusya, Balkan Ülkelerini örnek verebiliriz.

Yarı dolarizasyonda ise yabancı para yasal olarak kullanılmakta kişiler üzerinde herhangi bir kısıtlama olmamakta, ödemeler ve ticari ilişkiler yabancı para birimi ile yapılmaktadır. Yarı dolarizasyonun resmi dolarizasyondan (full dolarizasyon) farkı, ülkede milli para birimini yöneten, para politikalarını kullanan merkez bankasının olmasıdır.

Resmi dolarizasyon (full dolarizasyon) ise devletin resmi olarak yerli para biriminin yerine güçlü bir para biriminin kullanılmaya başlamasıdır. Yerli para birimi kalsa da çok az olarak kullanılmaktadır. Resmi dolarizasyona geçildikten sonra ekonomi için en önemli iki fayda ise; dolara karşı döviz kuru dalgalanmasının kalkması ile beraber döviz kuru krizlerinin elemine olması ve enflasyonun düşük seviyelere gerilemesinin sağlanmasıdır. Dolarizasyonla birlikte ekonomik politikada sağlanacak güvenilirlik sayesinde faiz oranlarında düşüşler görülmekte, gelecek dönemlerde finansal kriz çıkma olasılığı azalmaktadır. Eğer ekonomi politikalarını belirleyicilerin gerekli güvenilirliğe sahip olmadığı zaman ortaya çıkan zaman tutarsızlığı enflasyonla mücadelede yetersiz kalınmasına neden olmaktadır. Para basılarak oluşacak beklenmeyen enflasyon ihtimali ekonomik birimlerin gelecek beklentileri arasında yer alması bu problemin ana temelini oluşturmakta ve dolarizasyonla bu problem ortadan kalkabilmektedir⁶⁶.

Dolarizasyonun ülke ekonomilerine getirdiği diğer bir fayda ise, özellikle Güney Amerika Ülkeleri için önem arz eden dolar ekonomilerine entegrasyonu kolaylaştırmasıdır. Yaşanacak süreçle döviz kuru riskinin kalmaması ve iş görme maliyetlerinin düşmesi ticarete artışların yaşanmasını sağlayacaktır. Karşılıklı artan ticaretle birlikte finansal entegrasyonda yol alınmış olacaktır. Özellikle ABD ile ticari ilişkilerin artması büyüme için gerekli yatırımların artmasını sağlamaktadır.

Dolarizasyonla beraber ekonomide ortaya çıkan bazı olumsuzluklar nedeniyle gelişmekte olan ülkelerde kullanılması konusu hala tartışmalara yol açmaktadır. Bu olumsuzlukların en başında bağımsız para politikasının yürütülmesinin kaybolmasıdır. Aslında başka bir ülkenin para birimi kullanıldığında beraberinde o ülkenin faiz ve enflasyon oranını da getirmektedir. Ayrıca o ülkede oluşacak istikrarsızlık ve bazı sorunlar dolarizasyona geçmiş ülkenin ekonomisini de etkileyecektir.

⁶⁶ Mack Connie, (1999), a.g.e, s. 4

Dolarizasyonla gelen diğerk bir olumsuzluk ise ÷lkelerin senyoraj gelirlerinden mahrum kalmalarıdır. Özellikle gelişmekte olan ÷lkelerde senyoraj gelirleri önemli yer tutmaktadır. Resmi dolarizasyona geçildiğinde bu gelirlerden mahrum kalınacaktır. Önemli bir gelirden mahrum kalınması özellikle ilk yıllarda mali disiplinin oluşması ve sürekliliğinin sağlanmasında sorun yaratmaktadır. Ülkenin iç borçlarının ödenmesinde enflasyonun kullanılmayacak olması bazı ek önlemler alınmasını gerektirecektir.

Resmi dolarizasyona geçişle merkez bankasının borç veren son merci olma özelliğini kaybetmesi ÷lkede bazı finansal güçlüklerin yaşanmasına neden olmaktadır. Özellikle bankacılık kesimi merkez bankasıyla olan parasal ilişkileri değışmekte ve bazı finansal yükümlülüklerin yerine getirilmesinde zorluklar yaşanmaktadır. Ülke ekonomisinin aşırı ısınmasında ve yaşanacak resesyonlarda istediğı sıkı veya gevsek para politikalarını kullanmada zorluklar yaşayabilmektedir. Para politikalarındaki esnekliğin yitirilmesi istenilen makro ekonomik hedeflerin sağlanmasında para politikaların kullanılmasını güçleştirmektedir.

Resmi dolarizasyona geçen ÷lkelerden Ekvator, 1999 yılında Brezilya'da yaşanan krizle birlikte kurun değer kaybı yönünde baskı altında kalmış, finansal açıdan zor günler geçirmiştir. Yaşanan baskı sonucu ocak 2000'de hükümetçe alınan karar doğrultusunda zaten yarı dolarize olmuş ekonomi resmi dolarizasyona geçmiştir⁶⁷. Yerli para birimi kullanımı bırakılmış ve tamamen Dolar kullanılmaya başlanmıştır. Geçiş sürecinde bazı problemler yaşansa da daha önceden yarı dolarize olan ÷lke bu sorunları hafif maliyetler geçiştirmiş bankacılık kesimi yeni sisteme adapte olmuştur. 2000 yılının ocak ayında % 14,3 olan enflasyon 2001 yılında %2,5 seviyelerine gerilemiştir. Fiyat istikrarının sağlanmasında Ekvatorun başarılı olduğunu söyleyebiliriz. Fiyat istikrarı ile artan güvenilirlik özel sektörü olumlu etkileyerek uluslararası ve yurtiçi ticarete gelişme kaydedilmiştir. Özellikle ABD ile ticarete artış yaşanmış ABD'den ÷lkeye yatırımlar artmıştır.

IV- 2) PARASAL HEDEFLEME

Kullanılan bazı stretejilerde yaşanan başarısızlık para politikalarını yönetmek amaçlı başka stratejiler aranmasına sebep olmuştur. Parasal hedefleme uygulanan alternatif stratejilerden biridir

⁶⁷ Official Dolarization In Ecuodar , Instituto Ecuatoriano Política , Janury 2000 , s. 3

1970'lerde bazı ülkeler parasal hedeflemeyi para politikası olarak kullanmaya başlamıştı. Bu stratejide parasal büyüklükler ara hedef olarak kullanılarak asıl amaç olan fiyat istikrarına ulaşılmaya çalışılmaktadır. 1970 yılları başlarında artan enflasyon oranına tepki olarak Bank of Kanada parasal hedeflemeyi uygulamaya başladı. M1 parasal büyüklüğü yavaş yavaş azalan hedef bant içinde kontrol altına alınacaktı. 1973'te ise İngiltere artan enflasyon endişeleri nedeniyle Kanada'ya nazaran daha geniş bant aralığına sahip M3 parasal hedeflemesine geçti.

1978 de Bank of Kanada parasal hedeflemeye başlamasından üç yıl sonra döviz kurunda yaşanan endişelerden dolayı uyguladığı stratejiden uzaklaşmaya başladı. Döviz kuru ile oluşan uyuşmazlıklar ve belirsizlikler sonucu M1 hedeflemesinden, 1982 de Bank of Kanada'nın başkanı Gerald Boney'in "Biz parasal büyüklükleri terk etmedik, onlar bizi bıraktı" açıklamasıyla uzaklaşıldı⁶⁸.

İngiltere de 1970 sonlarında parasal büyüklüklerin hedefleri aşırı yükselmesi ve enflasyonda yaşanan ivme sonucu 1980 de başbakan Margaret Thatcher M3 büyümesini hedefleyen orta vadeli stratejisini tanıttı. Fakat M3 hedeflemesi için para politikasını bağlayıcı güvenilir indikatörler mevcut değildi . Zamanla yaşanan finansal yenilikler M3 ile Milli gelir arasındaki ilişkiye zarar vererek ABD'de yaşanan M1 hedeflemesine benzer sorunlar yaşanmasına neden oluyordu. M3 hedefi 1983 te geçici askıya alındıktan sonra 1985'te tamamen bırakıldı.

1973'te yaşanan petrol fiyatlarındaki artış %20'yi aşan parasal genişlemeyle beraber Japonya da %20'leri aşan enflasyonla büyük bir şok yaşanmasına sebep olmuştur. Japonya Merkez Bankası'nda diğer merkez bankaları gibi parasal büyüme oranlarına daha özen gösterme konusunda görüşmeler başladı. 1978 de banka çeyrek dönemler için M2Y ye yönelik tahminler ilan etmeye başladı. Bankanın parasal hedef ilan etmemesine rağmen, para politikası 1978'den sonra paraya daha odaklı halde görünümüne sahip oldu. 1979'da yaşanan ikinci petrol şokunda Japon Merkez Bankası birinci şok sonrası hızla yükselmesine izin verdiği M2Y büyümesini bu sefer azaltarak kontrol etmiştir. Banka parasal politikayı Federal Reserve'in ABD'de kullandığı benzer bir politikayla yürütmüştür. Japonya Merkez Bankası faiz oranlarını Japon interbank piyasalarında FED'in yaptığı gibi günlük operasyonel hedef olarak kullanmıştır.

⁶⁸ Mishkin Frederic, (2001), a.g.e, s. 515

1978-1987 sürecinde Japonya'nın para politikası performansı ABD'ye göre daha başarılı olmuştur. Düşük enflasyon oranı ve milli gelirden daha az değişkenlik yaşanmıştır.

ABD'ye paralel olarak Japonya'da yaşanan finansal yenilikler M2Y parasal büyüklüğünün göstergesi niteliğindeki önemini azaltmasına neden oldu. Japon Yen'inin değerlenmesi konusundaki endişeler Japonya Merkez Bankası tarafından 1987'den 1989'a kadar parasal büyümede artış yaşanmasını sağladı. Bazı gözlemciler parasal büyümede Gayrimenkul ve hisse senedi piyasasındaki (bubble ekonomi diye adlandırılıyor) spekülasyonu suçladılar. Bu spekülasyonu azaltmak için Japon Merkez Bankası parasal büyümeyi azalttı. Hisse senedi ve gayrimenkul piyasasındaki ani ve büyük fiyat düşüşleriyle beraber Bubble ekonomi çöktü.

1990 süreci Japonya ekonomisi için pek iç açıcı geçmemiştir. Hisse senedi ve gayrimenkul piyasasında yaşanan büyük fiyat düşüşleri hala süregelen bazı banka krizlerine sebebiyet vermiştir. Ekonominin zayıflığı finansal istikrarı bozucu bir deflasyon sürecini başlatmıştır. Bazı ekonomistler, Japonya ekonomisini durgunluktan kurtarmak için daha genişleyici bir para politikası uygulaması gerekliliği savunmaktadır⁶⁹.

Almanya ve İsviçre'de parasal hedefleme uygulamasında başarılar elde edilmiştir. Almanya, merkez bankası parası olarak bilinen dolaşımdaki para, banka mevduatları ve munzam karşılıkları hedeflerken daha sonra 1988'de M3 parasal büyüklüğüne geçmiştir. İsviçre M1 hedeflemesi ile başlamış daha sonra 1980'de daha sınırlı olan M0 parasal tabanı kullanmaya başlamıştır.

Almanya ve İsviçre'de uygulanan parasal rejimin diğer uygulayan ülkelere farkı, para politikasının üzerine daha çok yoğunlaşılması olmuştur. Bundesbank iki yada üç yıllık periyotlarda, büyümeyi hedef alanların dışında bırakmıştı. Her iki ülkedeki parasal hedefleme uzun vadeli önceliklere ve enflasyonu kontrol altına almaya odaklanmıştı.

Parasal hedef alanlarının oluşturulması (hesaplanması) şeffaf, basit ve anlaşılabilir politikalar üretilmesi yönünde baskı unsuru olmuştur. Ayrıca düzenli olarak kamuyla iletişim kurulmuştur.

Almanya ve İsviçre'de ki parasal hedefleme rejimi kamuyla açık iletişim stratejisi içinde olacağı yönünde güçlü taahhütte sahipti. Parasal genişleme hedefleri para

⁶⁹ Mishkin Frederic, (2001), a.g.e, s. 517

politikasını açıklamak için bir sistem olarak kullanılmıştı. Bundesbank ve İsviçre Merkez Bankası ofislerini kamuyla iletişim kurmak amacıyla kullanarak, neyin başarmak istendiğinin duyurulması ve anlaşılması için büyük çaba harcamışlardır. Hedeflerde oluşan sapmalar açıklanarak para politikasının nasıl yönetildiği konusunda halkın izleyebileceği mekanizma kurulmuş ve şeffaflık sağlanmıştır. Bu ise merkez bankalarının hesap verilebilirliğini arttırmıştır.

Almanya'nın düşük enflasyon sağlayan başarılı parasal hedefleme rejimi diğer ülkelerce takdir kazanmıştır. Zaten bu Almanya'nın neden ülkelerin paralarını sabitlediği ülke olmasını açıklamaktadır. Almanya yaşadığı birleşme süreci ile mali genişlemeler ve yüksek ücret talepleriyle yüz yüze gelmiş ve makroekonomik dengesizlikler yaşanmıştır. Ama bu etkiler kısa sürerek 1995'te enflasyon oranı tekrar %2'lere inmiştir.

1989 –1992 yılları arası İsviçre parasal hedefleme rejim için çok iyi bir dönem olmadı. Bu dönemde İsviçre Merkez Bankası başarılı enflasyon düşürme sürecinden sonra, aynı başarıyı düşük enflasyonu sürdürmede gösteremedi. Enflasyon oranı o yıllarda %5'li seviyelerin üstüne çıktı. Bu yükselmeye başlıca iki sebep vardı. İlk olarak 1985-1987 yılları arası güçlü İsviçre Franc'ı nedeniyle İsviçre Merkez bankası 1987'de parasal tabanı %2 hedeften daha fazla genişletti. İkinci olarak yeni bir interbank ödeme sisteminin getirilmesiyle ticari bankaların likidite ihtiyaçlarında revizyona gidildi. Gelişen bu olaylar sonucu İsviçre Merkez Bankası oluşacak etkileri yanlış tahmin etmesi ve kolay para politikası yürütmesi sonucunda enflasyon %5'li seviyelerin üstüne çıktı.

Bu problemlerin sonunda İsviçre Merkez Bankası parasal hedefleme rejiminde bazı düzenlemeler yaptı. Para politikasını daha gevşelterek yıllık parasal büyüme oranları hedeflerini bırakarak daha orta vadeli (1995-1999) süreçte parasal taban genişlemeleri planlamıştır. Yapılan revizyonlarla İsviçre'de enflasyon oranları tekrar %1'lere düştü.

Almanya ve İsviçre'de uygulanan parasal hedefleme rejiminden iki tane ders çıkarabiliriz. Birincisi, parasal hedefleme rejimi uzun vadede hedefleri izin verilen ölçüleri aşmamak koşulu ile enflasyonu dizginleyebilmektedir⁷⁰. Çok katı para politikaları kullanılmadan başarı sağlanabilmiştir. İkinci olarak bu iki ülke uyguladığı stratejide hedefleri tutturamamalarına rağmen başarılı olma sebebi, şeffaf bir politika izlemeleri ve kamuoyu ile çok iyi iletişim kurmalarıdır. Bu da merkez bankalarının şeffaf, açık ve hesap verebilir olmasından kaynaklanmaktadır.

⁷⁰ Mishkin Frederic, (2001), a.g.e, s. 520

Aslında parasal rejimin başarılı olmasının anahtarları olan esneklik, şeffaflık ve hesap verebilirlik enflasyon hedeflemesi içinde en önemli unsurlardır. Almanya ve İsviçre'nin uyguladığı parasal hedefleme, pratikte enflasyon hedeflemesine çok benzemektedir.

Parasal hedeflemenin döviz kuru hedeflemesine nazaran en büyük avantajı, merkez bankalarına ülke içindeki önceliklerle başa çıkabilme kabiliyeti vermesidir. Bu enflasyon oranı için hedef seçme yetkisi verebilmektedir. Diğer ülkelerinkinden farklı hedefler alınabilmekte ve milli gelirdeki dalgalanmalar için önlemler alınabilmektedir. Parasal büyüklüklerin açıklanmasıyla para politikasının tutumu ve politikacıların enflasyonla ilgili eğilimleri hakkında kamuoyuna sinyaller verilebilmektedir. Bu yolla gelecek enflasyon beklentilerinin düşmesi sağlanabilmektedir. Parasal hedefler, para politikasını düşük enflasyonu sürdürme konusunda hesap verebilir hale getirir.

Parasal hedefleme rejiminde nihai hedef değişkeni ve hedeflenen büyüklük arasında güçlü ve güvenli ilişki olması gereklidir. Eğer bu ilişki zayıf olursa parasal hedefleme tam anlamıyla çalışmayacaktır. Zayıf olan ilişki nihai amaçta istenilen çıktıyı sağlamayarak, para politikası durumu hakkında sinyaller vermeyecektir. Bu da merkez bankasının istediği şeffaflığı sağlayamayarak kamuoyuyla olan iletişimi engelleyebilecektir.

Türkiye için yapılan parasal büyüklüklerle enflasyon arasındaki ilişkiyi inceleyen çeşitli çalışmalar; Dolaşımdaki Para, Rezerv Para, Merkez Bankası Parası ve M2 büyüklüklerinden hiç birinin enflasyon oranı üzerinde istatistiksel anlamda nedensellik etkisi taşımadığı görülmektedir⁷¹. Aynı çalışmada M1 için kesin bir sonuca ulaşılamamakla birlikte M1Y ve M2Y ile yapılan analizlerde bu para stoklarının enflasyon üzerinde etkisi olduğu sonucuna varılmaktadır. Bununla beraber, bu noktada hatırlanması gereken husus, söz konusu yabancı para kapsayan para stoklarının Merkez Bankasının kontrolü altında olmayan para arzları olduklarıdır.

IV- 2-a) Para Arzında İçsellik Yaklaşımı ve Parasal Hedefleme

Ekonomide ödeme araçları stokuna para arzı denmektedir. Para arzına, yasal para, vadeli vadesiz mevduatlar, döviz cinsinden mevduatlar ve kamu mevduatları dahildir.

⁷¹ Malatyalı Kamuran, (1998), a.g.e , s. 7

Ancak 1990'lı yıllarla beraber mevduat sertifikası, banka yatırım fonları, kredi kartları gibi yeni finansal türevlerin çıkmasıyla para arzının tanımında güçlükler gözlenmektedir⁷².

Zorunlu karşılık oranı, reeskont oranı, disponibilite oranı, ithalat teminat oranı, kredi kontrolü ve seçici kredi yönetimi gibi para arzını etkileyen çeşitli araçlar mevcuttur. Bu araçları kullanarak para arzını etkileyen merkez bankası politikaları veya piyasalar (bankalar, mevduat sahipleri vb) olabilmektedir. Parasal etkinin kaynağı merkez bankası ise para arzı dışsal, parasal etkinin kaynağı piyasalar ise içsel etkilerden söz edilebilir.

Genel moneterist yaklaşımda para arzının merkez bankasının etkisinde olduğu savunulmaktadır. Son yıllarda ise Post Keynesgil yaklaşıma göre para arzı bir otorite tarafından değil, firmaların, hane halklarının ve bankaların davranışların sonucunda ekonomik hayatın gereksinmelerince belirlendiğini yani para arzının içsel olduğu savunulmaktadır.

Polin (1991), para arzının içselliği ile ilgili olarak iki teorik yaklaşımının belirgin olarak ortaya çıktığını ve bu iki teorinin hareket noktasının aynı olduğu söylemektedir. Bu ise, para arzının büyüme oranının ve daha da önemlisi, kredi imkanlarının finansal piyasalardaki talep baskısı tarafından belirlendiği fikridir. Pollin bu fikri daha da açarak, her iki yaklaşımın da Newyork Merkez Bankası'nın Başkan Yardımcısı olan Alan Holmes'ın 1969'da söylediği "gerçek dünyada, bankalar önce kredi verir ve mevduat yaratırlar, daha sonra da rezerv ararlar" sözünü kabul edip ancak farklılığın "daha sonra, rezerv ararlar" kısmının açıklanmasında yattığını ifade etmektedir. Bu aşamada iki farklı yaklaşım ortaya çıkmaktadır.⁷³.

a)-Uyum Sağlayıcı İçsellik Yaklaşımı: Bu yaklaşıma göre, bankalar ve diğer aracı kuruluşların yeterli rezervi olmaması durumunda, merkez bankaları onların ihtiyacını temin etmek zorundadır. Bunun tersine davranmak, finansal sistemi ve dolayısıyla ekonominin genelini tehdit edecektir. Merkez bankaları saadece bankaların rezerv ihtiyaçlarını karşılarken kullanacakları araçlar arasında seçim yapabilirler. Bu çerçevede, ya borçlanılmayan (nonborrowed) rezerv mevcudunun genişlemesini açık piyasa işlemleri aracılığıyla arttırmak veya bankaları reeskont penceresi kaynağından borçlanılan (borrowed) rezerv sağlamaya zorlamak yoluna gidebilir. Bu karar, bankaların kaynak

⁷² Barutça Hayri ,(2000), **Parasal Konjunktör Teorileri, Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Para Politikalarının Konjüktürel Etkileri**, T.C Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No :1205, s. 79

⁷³ Günel Mehmet , (2001) "Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım : Para arzının İçselliği ve Minsky'nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi" **İktisat İşletme Finans Dergisi**, Yıl:18, No:206 , s. 42

maaliyetini etkileyecektir. Ancak, merkez bankası bu rezervleri reeskont penceresi aracılığı ile temin etmek zorunda olduğu için, rezerv ihtiyaçları ile ilgili bir miktar kısıtlaması söz konusu değildir. Bu nedenlerden dolayı bu yaklaşım, uyum sağlayıcı içsellik yaklaşımı olarak adlandırılmaktadır⁷⁴.

b)-Yapısal içsellik teorisi: Merkez bankasının borçlanılmayan (non-borrowed) rezervleri, açık piyasa işlemlerinde kısıtlama yaparak kontrol etmeye çalışması,rezerv mevcudu üzerinde önemli miktar sınırlamalarına yol açmaktadır. Reeskont penceresinden borçlanma açık piyasa işlemlerinin yakın bir ikamesi değildir. Ancak, merkez bankalarının borçlanılmayan rezervleri sınırlandırma yoluna gitmesi durumunda, bankalar finansal yapı içinde tam olarak yeterli düzeyde olmasa da, federal fon piyasası, Eurodolar piyasası, mevduat sertifikası piyasası gibi piyasalardan borçlanma gibi yenilikçi pasif yönetimi uygulamaları aracılığı ile ilave rezervler yaratacaktır. Yani merkez bankasının sıkı para politikaları uygulaması durumunda, bankalar kar maksimizasyonu güdüsüyle hareket ederek finansal yenilikler yoluyla kaynak yaratacaktır. Dolayısıyla bu yaklaşımdaki içsellik finansal yapının kendi içinden geldiği için, yapısal içsellik yaklaşımı denmektedir.

Sonuç olarak 1980'lerde ivme kazanan finansal piyasalardaki yenilikler, 1990'da daha da hızlanmış ve neticede paranın tanımını aşmıştır. Bankaların faaliyetlerinin gelişmesi, paranın tanımını değiştirmeye başlamıştır. Yapısal değişiklikler ve finansal yeniliklere paralel olarak, önceden bir politika belirlemeye temel olabilecek bir parasal ilişkiyi tahmin edebilmek zorlaşmıştır. Bu bağlamda, parasal hedeflemeye dayalı politikaların etkileri azalmaya başlamış ve mali teknik yeniliklere paralel olarak, döviz kuru ve kısa vadeli faiz politikaları ön plana çıkmıştır. Çünkü para arzının dışsal olduğu varsayımına dayanan monetarist yaklaşımın bir sonucu olan parasal hedefleme, teknolojik ve finansal yenilikler sonucu paranın içselliği ön plana çıkınca önemini yitirmeye başlamıştır.

Bu konuda Türkiye'ye göz attığımızda ise finansal piyasalardaki ve araçlardaki gelişmeler, elektronik bankacılığın gelişmesine paralel olarak ortaya çıkan yeni araçlar ve bankaların bilanço dışı işlemlere ve sürekli yeni araçlar arayışına yönelmeleri Türkiye'de yapısal içsellik yaklaşımını destekleyen bir tablo ortaya koymaktadır. Kamunun aşırı kaynak talebi nedeniyle TCMB'nin para politikası uygulayamaması ve büyük ölçüde piyasanın ve dolayısıyla kamunun taleplerine uyum sağlayıcı bir politika izlenmesi de uyum sağlayıcı içsellik yaklaşımının iddialarını doğrular niteliktedir. TCMB kamu

⁷⁴ Günal Mehmet , (2001) ,a.g.e , s. 42

maliyesindeki disiplinsizlikten dolayı parasal büyüklükleri kontrol edememekte ve enflasyonu düşürecek gerekli önlemleri alamamaktadır⁷⁵. 1990 sonrası TCMB'nin amacı piyasalardaki istikrarı sağlamak ve Hazinesin borçlanmasını kolaylaştırmak haline gelmiş, fiyat istikrarını sağlamak ikinci plana gerilemiştir.

IV-3) ZİMNİ (İMPLİCT) ÇAPA HEDEFLEMESİ

Bu rejimde seçilmiş parasal büyüklüklere ilişkin hedefler belirlenir ve politikalar bu hedefe yönelik uygulanır, ancak kamuoyu hedefler hakkında açıklama yapılmaz⁷⁶.

Amerika Birleşik Devletlerinde para politikası yaklaşımı olarak kullanılmaktadır. Son on yıllık periyoda baktığımızda ABD başarılı makroekonomik performans (düşük enflasyon ,istikrarlı büyüme) açık bir nominal çapa kullanılmadan yakalanmıştır. Federal Reserve açık bir strateji belirtmemesine rağmen para politikasını yürütmede her şeye karşın uygun bir stratejisi vardır.

ABD gibi ülkelerde yürütülen ekonomik etkileyici para politikalarının önemli etkilerini, iki yıl sonra enflasyon üzerinde görülebilmektedir. Döviz kurundaki değişikliklere çabuk tepki veren ve yüksek değişken enflasyon yaşamış ülkelerde, esnek fiyatlar yüzünden bu gecikme daha kısa olabilmektedir⁷⁷.

Uzun dönemli gecikme (long lags) etkilerine hazır bulunmak, para politikasının enflasyonun kendisini gösterene kadar beklemeden, cevap vererek yönetmektir. Eğer merkez bankası enflasyonun işaretleri görülmeye başlamasına kadar beklerse, fiyat istikrarını korumak için oldukça geç kalmış olabilir. Doğacak olan enflasyon beklentileri ücretlere ve fiyatlara yansiyabilecek, oluşacak enflasyon uzun dönemli kontratlara ve fiyat anlaşmalarına yansiyarak büyük bir momentum oluşabilecektir.

Enflasyonun başlamasından korunmak için para politikasının önceden belirlenip pozisyon alınması gereklidir. Şimdiki zamanın enflasyonu düşük olmasına rağmen para politika yöneticileri iki yıl sonra enflasyonda artma ihtimaline göre para politikasını belirlemelidir.

⁷⁵ Günal Mehmet (2001 b), *Merkez Bankasının Değişen Rolü ve Para Politikaları Uygulamaları*, İMKB s. 115

⁷⁶Keyder Nur, (2002), a.g.e, s. 461

⁷⁷ Mishkin Frederic , (2001) ,a g e, s. 530

Alan Greenspan yönetiminde Federal Reserve Bank önceden müdahale edici para politikası yürütülmesi hususunda başarılı olmuşlardır. Örneğin Fed 1994 ve 1995 yıllarında faiz oranlarını arttırarak oluşacak enflasyon beklentilerini engellemekle kalmamış az bir oranda düşmesini de sağlamıştır. Kullanılan sistem aslında enflasyon hedefleme rejiminin özelliklerini de taşımaktadır. Çünkü kullanılan para politikası araçları gelecek enflasyon hedefini tutturmak için gecikme etkilerine göre düzenlenmektedir. Aslında FED'in uyguladığı stratejinin en iyi tanımı "just do it" şeklinde yapılmaktadır⁷⁸. Bu rejim nominal çapa kullanmaması ve çok daha az şeffaf olması nedeniyle enflasyon hedeflemesinden ayrılmaktadır.

FED'in uyguladığı bu sistemin getirdiği avantajlardan bahsederseniz, ilk başta parasal politikanın yurt içi önceliklere ve sorunlara daha iyi odaklanma yeteneği sağladığını söyleyebiliriz. Saadece istikrarlı para-enflasyon ilişkisini değil aynı zamanda sağlam fiyat istikrarı sağlamak için diğer bilgi kaynaklarını da kullanmaktadır. FED'in fiyat istikrarı üzerine yoğunlaşması, aşırı parasal genişlemeyi azaltmakta ve doğacak zaman tutarsızlığı problemini azaltmaktadır.

FED 1980 yıllarında enflasyon oranını çiftli hanelerden, 1991 yılında %3'lü seviyelere getirme başarısını göstermiş ardından da amaçladığı %2 seviyelerine istikrar oluşturacak şekilde indirmiştir.

Başarılı uygulanmış bu stratejinin bazı negatif yönleri de mevcuttur. İlk olarak şeffaflık eksikliğinden söz edebiliriz. FED'in gelecekte yaklaşımlarının ne olacağı soruları, gelecek enflasyon ve milli gelirdeki duyulan şüpheler finansal piyasalarda ve kamuoyunda çeşitli endişelere sebep olabilmektedir. Uygulanan "just do it" anlayışı merkez bankası yönetimindekilerin çok yetenekli, nitelikli ve başarılı olmasına katkı şeklinde bağlı olması sorun olabilmektedir. Son yıllarda Alan Greenspan ve takım arkadaşlarının yönetim başarısı FED'in prestijinde artışa neden olmuştur. Fakat bu yönetimde oluşacak değişiklikler gelecekte aynı başarılı yaklaşımların olup olmayacağı sorusunu gündeme taşımaktadır.

IV-4) NOMİNAL GSYİH HEDEFLEMESİ

Gerek para politikalarının tamamen enflasyon üzerine odaklanmaları kısa vadede ekonomik üretim çıktısında büyük dalgalanmalara sebep olması , gerek günümüzde

⁷⁸ Mishkin Frederic, (2001), a.g.e , s. 531

finansal piyasalardaki gelişim ve düzenlemelerle parasal büyüklüklerin politika yürütmekte iyi ve güvenilir bir rehber olma özelliğini yitirmesi, para politikaları için takip edilecek yeni kılavuzlara ihtiyaç duyulmasına neden olmuştur. Bazı ekonomistlere göre nominal GSYİH, ekonominin istikrarını sağlamada parasal büyüklüklerin yerini alabilecek para politikası kılavuzudur.

Nominal GSYİH büyümesi , reel GSYİH büyümesi ve enflasyonla yakın ilişkilidir. Tanım olarak nominal GSYİH, reel GSYİH ve fiyat seviyesinin çarpımına eşittir. Aynı şekilde nominal GSYİH büyümesi, reel GSYİH büyümesi ve enflasyona eşittir. Uzun dönemde genelde reel GSYİH büyümesi sabit bir trende devam ettiği için, uzun dönem enflasyon nominal GSYİH büyümesinden reel GSYİH büyümesinin çıkarılmasıyla ortaya çıkmaktadır⁷⁹. Örneğin reel GSYİH büyüme oranı %2,5 trendindeyse, nominal GSYİH büyümesi %3,5 oranında tutulursa uzun dönem enflasyon oranı %1 olarak bulunmaktadır.

Nominal GSYİH hedeflemenin para politikası yürütülmesinde iki farklı özelliği mevcuttur. İlk olarak nominal GSYİH hedeflemesi altında para politikası , toplam talepteki bozulmayı düzenleyici etkiye sahiptir. Kısa dönemde, A ülkesinden ithalat yapan ülkelerde ekonomik resesyondan dolayı ihracatın azalmasıyla A ülkesinde ortaya çıkacak reel GSYİH büyümesindeki yavaşlama sonucu hedefin altına düşen nominal GSYİH'ya tepki olarak, politika yapıcılar hedeflenen orana tekrar ulaşmasını sağlayacak para politikaları kullanabilecektir. Politika değişimleri toplam talebi uyararak, nominal GSYİH ve toplam talebin eski seviyelere ulaşmasını sağlayacaktır.

Nominal GSYİH hedeflemesinin ikinci özelliği ise toplam arzdaki bozulmalara tepki olarak politika yapıcılara istikrarlı büyüme ve enflasyon oranını elde etmede yardımcı olacaktır. Örneğin petrol fiyatlarındaki ani sıçrama, reel büyüme oranında azalma ve enflasyon oranında artma gibi istenmeyen iki durum ortaya çıkarmaktadır. Bu bir çeşit "dilemma" dır . Para politikasını değiştirerek bir değişkeni stabilize ederken diğer değişkende ek bir istikrarsızlık yaratabilmektedir. Örneğin petrol fiyatlarındaki artışa karşılık uygulanacak para politikası ile reel GSYİH büyümesindeki düşüş azaltılabilir ama enflasyon oranında kötüye gidüş yaşanabilir. Aynı durumda uygulanacak başka bir sıkı para politikası ile enflasyonda düşüş yaşanırken reel büyümede sorun olabilmektedir.

Nominal GSYİH hedefleme, enflasyon ve reel GSYİH büyümesinin üzerine eşit önem vererek bu dilemanın çözülmesinde politika yapıcılara yardımcı olmaktadır. Para

⁷⁹ Clark Todd E, (1994) "Nominal GDP Targeting Rules: Can Stabilize The Economy" *Economic Review* (Federal Reserve Bank Of Kansas City), Volume 79 , Issue 3

politikası, toplam arzdaki kötüleşme üzerindeki ekonomik çıktı ve enflasyonun etkisini eşitleyerek düzenleme yapacaktır. Örnek verirse, petrol fiyatlarındaki artış reel GSYİH büyümesinde %1 azalışa ve enflasyon oranında % 0,5 lik bir artışa neden olur. Bu da nominal GSYİH büyümesinde % 0,5 oranında azalışı beraberinde getirecektir. Nominal GSYİH hedefleme altında, para politikası ekonomiyi uyarıcı bir şekilde nominal GSYİH büyümesini hedeflenen doğrultuda % 0,5 arttıracaktır. Bu politika tepkisi sonunda enflasyon oranındaki artış ve reel GSYİH'daki artış aynı oranda % 0,75 te olacaktır. Böylelikle toplam arzdaki kötüleşme nominal GSYİH hedefleme ile dengelenmiş olacaktır.

IV-4 a) Nominal GSYİH Hedefleme Yöntemleri

Nominal GSYİH hedeflemeyi uygulayabilmek için birtakım prosedürler takip edilebilmektedir. Genellikle bu kurallar nominal GSYİH'yi hedef aralığında sürdürebilmek için kısa dönemli faiz ayarlamalarını gerektirmektedir. Politika yapıcılarının nominal GSYİH üzerinde direkt etkileri yok iken, kısa dönemli faizler üzerinde kuvvetli etkiye sahiptir. Açık piyasa operasyonları ile, örneğin politika yapıcılarının rezerv pozisyonları üzerine arttırdığı baskılarla, federal fonların oranlarını arttırabilmektedir.

Nominal GSYİH hedeflemesinin yürütülmesinde politika yapıcılarının nominal GSYİH'nin hedeften sapmasının ardından izlenecek tepkiler ve yöntem konusunda farklılıklar oluşmaktadır. Bir yönteme göre gerçek nominal GSYİH'nin hedeften sapmasının gözlemlenmesiyle para politikasının değiştirilmektedir. Diğer bir yöntemde, politika öngörülen gelecek nominal GSYİH'daki hedeften sapma ile değiştirilmektedir. Görüldüğü üzere geriden takip ederek ve tahmin yürütülüp ayarlanırlar iki çeşit yöntem bulunmaktadır.⁸⁰

Geriden takipli ayarlama yönteminde (*lagged adjustment*), politika yapıcılar hedeflenen oranla gerçekleşen nominal GSYİH büyüme oranı arasındaki farka göre kısa dönem faiz oranlarını ayarlama yoluna gitmektedirler. Eğer büyüme oranı son çeyrekte hedeflenen orandan fazla ise kısa dönem faiz oranı arttırılmaktadır. Ters durumda ise, nominal GSYİH'daki büyüme oranı hedeften daha aşağıda ise, kısa dönem faiz oranları düşürülmektedir. Bu yöntemle hedeften sapma durumuna göre kısa dönem faiz oranları ayarlanmaktadır. Fakat faiz oranlarında yapılan değişikliklere GSYİH'nin cevabı iki yada üç çeyrek sonunda gelebilmektedir. Bunun nedenlerinden biri ise, şirketlerin gelecek

⁸⁰ Clark Todd E, (1994), a.g.e,

dönemlerle tahminleri sonucu yaptıkları yatırım ve harcama planları değişen kısa dönemli faiz oranları ile değişmektedir. Ama bu değişiklik gerçekleşene kadar birkaç ay geçmekte ve bu aylar içindeki harcamalar ve davranışlar değişmemektedir.

Tahmin üzerine ayarlamalar (Forecast adjustment) yönteminde ise politika belirleyicileri gelecek öngörülerini ve tahminleri ışığında, şimdiki politikalarda düzenlemeler yaparak gelecekteki hedeflenen oranları tutturmaya çalışmaktadır. Gelecek nominal GSYİH tahmini ile birlikte şimdiki para politikaları şekillenmekte ve iki yada üç çeyrek sonra doğru etkileri beklenmektedir. Şimdiki kısa dönem faiz oranı, tahmin edilen gelecek dönem nominal GSYİH oranının hedeflenen orana eşitlenen kadar ayarlanmaktadır. Eğer gelecek yılki nominal GSYİH oranı hedefi aşacak şekilde öngörülüyorsa şimdiki kısa dönem faiz oranı arttırılmaktadır. Faiz oranlarında meydana gelen artış gelecek dönem nominal GSYİH büyüme oranlarında daha düşük beklentilere neden olmaktadır. Yine öngörüler gelecek dönem nominal GSYİH büyüme oranının hedefin altında kalması durumunda şimdiki dönem kısa vadeli faiz oranlarında düşüş yaşanacaktır. Bu yöntemin sağlıklı işleyebilmesi için sağlıklı tahminler yapılması gereklidir. Tahminlerde yapılacak hatalar, para politikalarının yürütülmesinde hatalara sebep olacak ve bu ise hedeflerden şaşan sonuçlar elde edilmesini sağlayacaktır. Kısa dönem faiz oranlarında yanlış tahminler doğrultusunda yapılacak artırımlar sonucu ekonomi gereksiz bir resesyona sebep olabilecektir.

Nominal GSYİH hedeflemesinin özellikle enflasyon hedeflemesiyle kıyaslandığında bazı dezavantajları da ortaya çıkmaktadır⁸¹. İlk olarak nominal GSYİH hedefleme merkez bankalarını yada hükümeti olası Nominal GSYİH büyüme oranı bildirimine zorlayacaktır. Bu bildirim aslında problemlidir. Çünkü olası nominal GSYİH büyüme oranı tahmini hassaslıktan uzak olabilmekte ve zamanla revize edilebilmektedir. Açıklanan oranlar kamuoyu tarafından sabit büyüme oranı olarak yanlış algılanma olasılığı vardır. Bu rakamlar kamuoyu tarafından düşük bulunma riski politikacıları populist aktivitelere götürme ihtimalide mevcut hale getirir. Aslında nominal GSYİH hedeflemesi merkez bankalarının enflasyon hassasiyeti yüzünden açıklanan rakamların düşük bulunma olasılığı nedeniyle suçlanmasını gündeme getirmektedir. Düşük enflasyon daha sağlıklı büyüme ortamını sağlamasına rağmen, tahminlerin normalden yüksek açıklanması kamuoyunun

⁸¹ Mishkin, Frederic ,(2001) ,a.g.e, s. 530

kesin hedef olarak benimsemesiyle beraberinde pozitif enflasyon getirme tehlikesi de mevcuttur.

İkinci olarak fiyat bilgilerinin kamuoyuna açıklanması daha sık zaman aralıklarında olabilmekte fakat bu nominal GSYİH bilgilerinin açıklanmasında mümkün olmamaktadır. Nominal GSYİH dataların toplanmasında bir takım gelişmeler yaşanmasına rağmen, nominal GSYİH'nın ölçülmesinde cari miktarlara ve cari fiyatlara ihtiyaç vardır. Bu iki unsurun zamansal düzgünlük içinde hassas ve doğru elde edilmesi zor bir iştir.

Tüketici fiyatlarındaki enflasyon oranı, nominal GSYİH ve reel GSYİH oranlarının kamuoyunun akılları karıştırmacı özelliği nedeniyle daha kolay anlaşılır ve takip edilebilir olmaktadır. Enflasyon oranının özel kesimi doğrudan ilgilendirmesi ve enflasyon performansının nominal GSYİH'ya nazaran daha kolay denetlenebilmesi, enflasyon hedeflemesinde halka karşı hesap verebilirlik nominal GSYİH hedeflemesine göre artmaktadır⁸². Nominal GSYİH hedefleme ile kısa dönemde ekonomik stabilizasyona ulaşılmasına rağmen, günümüzde enflasyon hedeflemesi ülkeler tarafından uygulanmaktayken nominal GSYİH hedeflemesi pratikte uygulanmamaktadır.

V- ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Özellikle 1990'lı yıllarla beraber döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme gibi nominal çapaların verimsiz performanslarının sonucunda, özellikle gelişmiş ülkeler tarafından enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlanmıştır. Finansal piyasalardaki yeniliklerle dışsal kabul edilen para arzının içselleşmesiyle ara hedeflerle nihai hedefler arasındaki ilişkiyi zayıflatması, finansal liberalleşme ile uluslararası sermaye mobilitesinin hızla artıp döviz kurlarını zorlayıcı ataklara sebep olması, nominal çapaların sağlıklı bir şekilde kullanılmasına engel teşkil etmiştir. Gelişmiş ülkelerdeki enflasyon hedeflemesinin başarılı sonuçları sonrası gelişmekte olan ülkelerde de uygulamaya geçişler başlamıştır.

Enflasyon hedeflemesini “ekonominin genel değişkenlerinin ve verilerinin dikkate alınarak belirli bir dönem için kabul edilebilir bir enflasyon oranının belirlenmesi ve para politikalarının belirlenen bu oranı yakalayacak şekilde yürütülmesidir”⁸³ şeklinde tanımlayabiliriz. Enflasyon hedeflemesi para politika stratejisi olarak beş ana unsuru kapsamaktadır. 1) Kamuoyuna orta vade enflasyon için sayısal bir hedefin bildirilmesi 2)

⁸² Erdoğan Fund,a (1997) ,a.g.e, s 123

⁸³ Oktar, Suat ,Erkan Tokucu ,(2001) “Yeni Bir Para Politikası Stratejisi olarak Enflasyon Hedeflenmesi Yaklaşımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği” Banka Ve ekonomik Yorumlar Dergisi , Yıl 38, Sayı 4

Kamuoyuna fiyat istikrarının birinci öncelikli amaç olduğunu ve diğer amaçların geri planda kaldığının taahhüt edilmesi 3) Saadece parasal büyüklüklerin ve döviz kurunun değil tüm ulaşılabilir verileri ve bilgilerin kullanılması. 4) Gelecek planların, parasal politika kararlarının kamuoyu ve piyasalarla sürekli bir iletişim sağlanmasının sonucu şeffaflığın oluşturulması. 5) Enflasyon amacının sürekliliğini sağlamak için merkez bankasının hesap verebilirliğini artırılması.⁸⁴

Enflasyon hedeflemesinin uygulanmakta olduğunu diyebilmemiz için bu beş ana unsurun varılması gereklidir. Özellikle bazı gelişmekte olan ülkelerde hükümetlerce, gelecek yıla ait ekonomi ve enflasyon hedefleri konulmaktadır. Fakat sadece bu hedeflerin sayısal olarak konulmasıyla burada enflasyon hedeflemesi uygulanıyor demek mümkün değildir. Ancak gerekli olan karakteristik koşulların bir fiil işlemesiyle uygulama sürecinden bahsedebilmekteyiz.

Enflasyon hedeflemesinde diğer ara hedefler olan para stoku ve döviz kurlarının baz alınmasına gerek yoktur. Ancak enflasyon hedeflemesine engel olmamak koşuluyla diğer hedefler yardımcı manada kullanılabilir. Ülke deneyimlerinde enflasyonun yanında başka nominal çapa kullanımının pek başarılı sonuçlar vermediği gözlenmiştir. Hedeflenen enflasyon oranını sağlamak için gerekli faiz oranı ile döviz kurlarını hedeflenen seviyede tutmak için gerekli faiz oranı arasında oluşacak fark, ekonominin üretim seviyesinde gereksiz dalgalanmalara neden olabilecektir. Para politikasını, bir ara hedef ya da hedefler seçme zorunluluğu olmadan doğrudan nihai hedefe dayandıran enflasyon hedeflemesi rejiminin, enflasyonu kontrol eden diğer yöntemlerden temel farkı para politikası araçlarının geçmiş ya da cari enflasyon yerine gelecek enflasyona dayanması ve gelecekteki enflasyon hakkında rastlantısal varsayımların yapılmamasıdır. Enflasyon hedefi açıklandıktan sonra uygulanan politikalar neticesinde enflasyon oranının beklenen hedefe doğru yavaş yavaş düşmesi beklenmektedir.

Enflasyon hedeflemesinde para politikasını şu şekilde kısaca özetleyebilmekteyiz.⁸⁵

$$E_t \pi_{t+j} \mid i_t = \pi^*$$

$E_t \pi_{t+j}$ terimi t zamanında i_t faiz seviyesi veri alındığında t+j zamanına ilişki oluşan enflasyon beklentisini, π^* ise enflasyon hedefini belirtmektedir. Enflasyon

⁸⁴ Mishkin S Frederic, (2000), Inflation Targeting In Emerging Market Countries.,NBER Working Paper, No 7618 , s. 1

⁸⁵ Mario I. Blejer, Alain Ize , Alfredo M. Leone, Sergio Werlang,(1999), **Inflation Targeting In Practice**, IMF Publications, s. 55

hedeflemesi $t+j$ enflasyonunu hedeflenen seviyeye getirecek faiz oranlarının ayarlanmasıyla oluşturulacak politikadır. Enflasyon tahminleri yapılırken beklentilerin dikkate alınması ve politikaların bu yönde şekillendirilmesi önem kazanmaktadır.

Aslında burada bahsetmemiz gereken diğer konuda ABD Hazine Bakan Yardımcısı görevinde bulunan John Taylor tarafından kavramsallaştırılan Taylor kuralıdır. Taylor kuralı, merkez bankasının kendisinin tanımladığı bir para politikası reaksiyon fonksiyonu çerçevesinde kısa vadeli reel faizlerin (r) alacağı yeni değeri gösterir. Bu kuralın ana değişkenleri, gerçekleşeceği tahmin edilen enflasyonun (π^e) hedef enflasyondan (π^*) sapması ile reel büyüme oranının (y) trend büyüme oranından (y^*) sapmasıdır. Merkez bankası, bu fonksiyonda enflasyon ile reel büyüme arasında hangisini daha önemli görürse ona göre o değişkenin fonksiyon içindeki ağırlığını (α, β) daha yüksek tutabilir.

$$r = r^* + \alpha (y - y^*) + \beta (\pi^e - \pi^*)$$

Özellikle gelişmiş ülkeler için yapılan çalışmalar merkez bankalarının kısa dönem nominal faiz oranlarını kullanarak düşük enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerine önemli ölçüde katkıda bulunduğunu göstermektedir⁸⁶. Üretim düzeyinin veya enflasyon oranının uzun dönem dengesinden sapması durumunda, merkez bankası kısa dönemli nominal faiz oranlarını (dolayısıyla kısa dönemli reel faiz oranlarını) değiştirerek enflasyon oranı veya üretim düzeyini etkileyebilmektedir. Diğer bir ifadeyle, eğer enflasyon oranı hedeflenen değerinin veya üretim düzeyi potansiyel üretim düzeyinin üzerindeyse, merkez bankası kısa dönemli reel faizleri artırarak toplam talebi kısabilir. Bu yolla enflasyon oranı veya reel üretim hedeflenen düzeylere çekilebilir. Bu mekanizmanın işleyebilmesi reel faiz oranı ile ekonomik faaliyetler arasında bir ilişki olmasını gerektirmektedir

Taylor kuralı düşünüldüğünde enflasyon hedeflemesinin tamamen kuralcılık durumuna göre reaksiyon (discretion) karşılığı içinde kuralcılıktan yana bir düşüncenin ürünü olduğu ve merkez bankasının elinin kolunun bir kuralla bağlanacağı fikri akla gelmemelidir. Enflasyon hedeflemesi, Taylor kuralının daha genelleştirilmiş şeklinde uygulamayı gerekli kılar⁸⁷. Bunun en önemli nedeni açık ekonomilerde döviz kurunun etkisinden dolayı doğrudan veya dolaylı olarak enflasyona olan etkisidir. Özellikle dalgalı

⁸⁶ Kesriyeli, Mehtap Cihan Yalçın,(1998), Taylor Kuralı Ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not , TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği No : 9802, s. 1

⁸⁷ Yılmaz Kamil , Cevdet Akçay, Emre Alper,(2002) , Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri Gelişmekte Olan Ülkeler Işığında Türkiye Analizi , Yayın No. TÜSİAD_T/2002-12/341, s. 81

kur rejiminde para politikası bu değişkendeki hareketleri göz önünde bulundurması gereklidir. Dolayısıyla anlaşılacağı üzere , merkez bankası amacına bağlı olarak enflasyon hedeflemesinin sıkı yada esnek versiyonlarını uygulaması mümkün olmaktadır. Merkez bankası enflasyonu düşürmek dışında bir amaç gütmüyorsa sıkı enflasyon hedeflemesi , üretim ve istihdam gibi diğer amaçları da varsa esnek enflasyon hedeflemesi uygulanması beklenir. Sıkı enflasyon hedeflemesi için politikası uygulanmasında hedefe ulaşabilmek için, para politikası araçlarının daha sık değiştirilmesi gerekecektir. Bu da, diğer değişkenlerin oynaklığının artmasına yol açacaktır.⁸⁸

Enflasyon hedeflemesi uygulamasında farklı görüşlerin yer aldığı konulardan biri de uygulanan politikaların kurala dayalı (rules) ya da ihtiyari (discretion) bir politika olup olmadığıdır. Sabit bir parasal büyüme kuralını savunan Friedman gibi, kuralcılığı destekleyenler, politikacıların ellerini bağlamakla kısa dönemde istikrarın sağlanmasında verimli olmayan girişimlerin engelleneceğini ve takdir yetkisine dayalı politikaların özünde varolan enflasyonist eğilimlerin bu şekilde engelleneceğini ileri sürmektedir. Takdir yetkisine dayalı politikaları savunanlar ise ekonominin yapısındaki değişimlerin veya öngörülme-yen şokların üstesinden gelebilmek için kurallara dayalı politikaların yetersizliğini vurgulamaktadır.⁸⁹ Bernanke ve Mishkin'in yorumuna göre enflasyon hedeflemesi bu iki görüş arasında yer almakta ve kural benzeri (rule-like) olarak isimlendirilmektedir. Bunun nedeni bu politikaların ileriye dönük olmalarından dolayı merkez bankalarının uzun dönemde istenmeyen bazı sonuçlar verecek politikalarla sistematik olarak bazı meşgul olmalarını engellemekte fakat aynı zamanda öngörülme-yen dalgalanmalarla baş edilebilmesi için takdir yetkisine dayalı politikalara izin vermektedir. Bu ara yaklaşımı "sınırlandırılmış takdir yetkisine" bağlı olduğu şeklinde yorumlanabilir.

Schmidt-Hebbel ve Mishkin, ekonomik yapı ve performans dikkate alındığında, enflasyon hedefleyen ülkelerin enflasyon hedeflemeyen sanayileşmiş ülkelerden farklı olan yönlerini araştırarak enflasyon hedeflemeyi etkileyen unsurları analiz etmiştir. Araştırmada on sekiz enflasyon hedefleyen ülke ile on enflasyon hedeflemeyen sanayileşmiş ülkesi karşılaştırılıp 1990-1999 yılı değişkenler logit model yardımı ile tahmin edilmiştir. Modelde enflasyon hedeflemeye sahip olma olasılığı "P (IT)" olarak yorumlanmıştır. Oluşturulan model aşağıdaki gibidir.

⁸⁸ Yılmaz Kamil , Cevdet Akçay, Emre Alper , a g e, s. 82

⁸⁹ Oktar, Suat ,Erkan Tokucu ,(2001) , a.g.e , s. 10

$P(IT) = F((\text{Inf} (+-), \text{Fiscal} (+), \text{Fin} (+-), \text{Open} (+-), \text{MT} (-), \text{BW} (-), \text{CBFI}(+), \text{CBGI} (-), \text{CBII}(+)))$

(Değişkenler üzerindeki (+) (-) işaretler , ilgili değişkenin beklenen değişkeni alabileceğini göstermektedir.

Burada; **Inf** normalize edilmiş enflasyon oranını , **Fiscal** bütçe fazlasını GSYİH'ya oranını , **Fin** Finansal derinlik göstergesi ($M2/ \text{GSYİH}$) , **Open** Açıklık oranını ($\text{ith}+\text{ihr} / \text{GSYİH}$) , **MT** Parasal büyüme hedefleri , **BW** Döviz kuru bandı genişliğini , **CBFI** MB Formel bağımsızlığını , **CBGI** MB amaç bağımsızlığını , **CBGII** MB araç bağımsızlığını göstermektedir.

Oluşturulan model sonucunda şu sonuçlar ortaya çıkmaktadır. Enflasyon hedeflemesine sahip olma olasılığı, Bütçe fazlası oranı (fiscal), MB araç bağımsızlığı (CBII) ile anlamlı pozitif ilişki içindeyken, parasal büyüme hedefi (MT) ile negatif anlamlı ilişkidir. Buna karşılık ticari açıklık oranı (Open), normalize edilmiş enflasyon oranı (Inf) ile pozitif fakat anlamlı ilişki içinde değildir. Aynı şekilde döviz kuru bant genişliği (BW), MB araç bağımsızlığı ve finansal derinlik göstergesi (Fin) ile negatif anlamlı ilişki içindedir.⁹⁰

Enflasyon hedeflemesinin normalize edilmiş enflasyon oranı ile pozitif ilişki içinde olması, enflasyon hedeflemeyen ülkelerin ortalama olarak enflasyon hedeflemeyen sanayileşmiş ülkelere daha yüksek enflasyon oranlarıyla yeni stratejiye başladıklarını yansıtmaktadır. Gerçekte yükselen piyasalara sahip bir çok ekonomi, enflasyonu düşürmek veya tek haneli rakamlara çekmek için yeni stratejiyi bir araç olarak kabul etmişlerdir.⁹¹ Diğerleri ise enflasyonu kabulden kısa bir süre önce veya sonra enflasyonla mücadele sürecini başlatmıştır. Enflasyon hedeflemenin bütçe fazlası değişkeni ile pozitif ilişki göstermesi, enflasyon hedefleme altında mali baskınlığın olmaması gereğine işaret etmektedir. Diğer taraftan, ticari açıklık oranı yüksek ülkelerin enflasyon hedeflemesini benimsemesinin daha fazla olasılık dahilinde olduğu ortaya konmuştur.

Enflasyon hedeflemesi parasal büyüme hedefleri ile negatif korelasyon göstermiştir. Enflasyon hedeflemesine sahip olma olasılığı, MB formel bağımsızlığı ve araç bağımsızlığı ile pozitif ilişki içindeyken, amaç bağımsızlığı ile negatif ilişki içindedir. Amaç bağımsızlığı ile negatif ilişki içinde olması, hedefleme stratejisi içinde merkez bankalarının tek başlarına enflasyon hedeflerini belirleyemediklerini göstermektedir.

⁹⁰ Bernanke Ben S, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen, (1999) „Inflation Targeting Lessons From The International Experience , Princeton University Press, s. 7

⁹¹ Altıntaş Halil, (2002) “Enflasyon Hedefleme Stratejisinde Ekonomik Performans Analizi ve Şili Uygulaması” İşletme ve Finans Dergisi ,Yıl :17, Sayı :193, s. 80

V-1 FİYAT SEVİYESİ HEDEFLEMESİ

Enflasyon hedeflemesi 1990'lı yıllarda yaygınlaşmaya başlamasına rağmen, politika olarak açık bir şekilde fiyat seviyesinin hedeflemesi daha eskiye dayanmaktadır. Fiyat seviyesi hedeflemesi, para politikasının uzun dönem temel amacının fiyat seviyesi olduğu politikadır. Hedef çoğu zaman sabit bir fiyat seviyesi olarak belirlenmektedir. Bunu denklem olarak belirtirsek:

$$P^*_t = P^*_{t-1} + \pi^*$$

Bu eşitlikte P^*_t döneminde hedef fiyat seviyesini; P^*_{t-1} önceki dönemde fiyat seviyesini, π^* ise, hedef enflasyon oranını göstermektedir⁹².

Fiyat seviyesi hedeflemesi uygulamasında, uzun dönem fiyat seviyesindeki kaymayı önlemek amacıyla oluşacak sapmalara tepki verecek politikalar sürdürülmektedir. Enflasyon hedeflemesinde ise tepki verilecek politikalar enflasyona göre olmaktadır. Fiyat seviyesi hedeflemesinde enflasyonun belirlenenden fazla olması durumunda, fiyat seviyesinin tutturulması için daha sonraki enflasyonun belirlenenden daha az çıkması gerekmektedir.

Fiyat seviyesinin enflasyon hedeflemesine göre avantajlarına baktığımızda ilk olarak uzun dönemde planlamayı ve nominal sözleşmenin yapılmasını kolaylaştırdığı görülmektedir. Diğer bir fayda ise nominal değerlerin reel değerler olması nedeniyle işlem ve menü maliyetlerin azalmasıdır. Fiyat seviyesi hedeflemesine yöneltilecek eleştirilerden bahsederek ilk olarak hedefin altında veya üstünde yer alacak fiyat şokları, enflasyon hedeflemesine göre daha fazla enflasyon ve üretim değişkenliğine yol açacak olmasıdır. Enflasyon hedeflemesinde fiyat seviyeleri dikkate alınmadan enflasyona odaklanılmakta olup, fiyat seviyesi hedeflemesinde oluşacak aşırı enflasyon hareketleri görülmemekte ve bu dalgalanmayı azaltmaktadır. Başka bir sorun ise fiyat seviyesi hedeflemesinin deflasyona neden olabilmesi bunun ise özellikle ekonomide borç alan kesimin lehine işlemesidir. Yaşanacak deflasyon piyasalarda kredilerde bir takım sorun yaratıp ahlaki tehlike (Moral Hazard) probleminin yaşanmasına neden olabilmektedir⁹³.

⁹² Barnett Richard , Mervan Engineer ,(2001), When Is Price Level Targeting A good İdea, Price Stability and Long Run Target For monetary Policy, Proceeding of Seminars ,The Bank of Canada , s. 105

⁹³ Demirhan Erdal , (2002), Para politikasının Değişen Yüzü : Enflasyon Hedeflemesi, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No : 231, s. 33

V-2) ENFLASYON HEDEFLEME REJİMİNİN ÖN KOŞULLARI

V-2-a) Nihai Hedefin Fiyat İstikrarı Olması

Merkez bankaları parasal yapıyı düzenleyen, parasal istikrarın dolayısıyla da fiyat istikrarının sağlanmasında sorumlu olan kurumlardır. Geçmişte ekonomik gelişmeye yardımcı olmak gibi bir amaca da hizmet eden merkez bankaları için fiyat istikrarının sağlanması son yıllarda giderek çok büyük önem kazandı ve bu amaç adeta varlıklarının nedeni oldu. Piyasa ekonomisinin geçerli olduğu ülkelerin kuruluş yasasında temel amacın fiyat istikrarını sağlanması olduğu güçlü bir biçimde yer aldı. Günümüzde parasal istikrar kavramından, hem istihdam düzeyinin yükseltilmesine (maksimum sürdürülebilir ekonomik büyümenin sağlanmasına) yardımcı olacak şekilde politikaların uygulanması, hem de fiyat istikrarının sağlanması anlaşılmaktadır. Yani bu iki amacın eşanlı olarak gerçekleştirilmesi söz konusudur. Ancak enflasyonun ülke ekonomisine bilindik ağır maliyetleri göz önüne alındığında, fiyat istikrarının para politikasında uzun dönemde daha öncelikli bir asıl hedef olması gerekmektedir.⁹⁴

Fiyat istikrarına öncelik verilmesinin arkasındaki şu temel unsurlar bulunmaktadır. Fiyat istikrarı, nisbi fiyat mekanizmasının şeffaflığını (transparency) artırır. Dolayısıyla da, piyasanın reel kaynakları ihtiyaçlar arasında en iyi şekilde dağılmasını diğer bir deyişle kaynak dağılımında etkinliğin artmasını sağlar. Bu etkinlik de, ekonominin üretim potansiyelini yükseltir. Fiyatların istikrarlı olması uzun dönemli faiz hadlerinde enflasyon risk primini minimize ederken, uzun vadeli faiz hadlerinin düşmesini sağlayarak yatırımların çoğalmasa sağlanabilir.

Uzun dönemde enflasyonla işsizlik arasındaki ters ilişkinin olmaması kabul gördükten sonra tam istihdamla fiyat istikrarı arasında uzun dönemde bir çelişki yaşanmamaktadır. Kısa dönemde bazı çatışma yaşansa bile fiyat istikrarının sağlanması sonucu ekonomiye yapacağı yukarıda değindiğimiz katkılar, tam istihdam amacınada ulaşmada yardımcı olacaktır. Fiyat istikrarının sağlanması ile finansal piyasalar üzerindeki enflasyon risk priminin kalkması, stabilitenin oluşmasında önemli katkı yapacaktır.

V-2-b) Merkez Bankasının Bağımsız Olması

Merkez bankasının bağımsızlığı konusuna II. bölümde değinilmiş olup burada ise enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşması için merkez bankasının bağımsızlık gerekliliğine değinilecektir. Daha öncede değinildiği üzere fiyat istikrarının sağlanması görevinin verildiği merkez bankası, görevine yönelik tüm faaliyetleri enflasyon

⁹⁴ McDonough William,(1997) " A Framework For The Pursuit Of Price Stability" Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review ,Volume 3, Number 3, s. 10

hedeflemesinde başarıya ulaşması için önemli rol oynayacaktır. Bu nedenle merkez bankasının bağımsız oluşu enflasyon hedeflemesinin uygulanmasında önemli bir ön koşul olmaktadır.

Merkez bankasının enflasyon hedeflemesinde uygun politikaları etkili şekilde uygulaması için, kullanacağı enstrümanları serbestçe seçebilmesi gereklidir. Yani enflasyon hedeflemesinde özellikle araç bağımsızlığı ön plana çıkmaktadır. Araç bağımsızlığının sağlanabilmesi için uygun koşulları ise a) kamunun merkez bankasından ve bankalardan borçlanması kabul edilebilir seviyede olması b) hükümetin senyoraj gelirine aşırı itibar etmemesi ve gelir kaynaklarını arttırması c) finansal piyasaların özel ve kamu borç enstrümanlarını taşıyacak kadar derin olması d) borç yükünün sürdürülebilir halde olması ve para politikasını kısıtlayıcı halde olamaması gerekmektedir.⁹⁵

Merkez bankasının istediği para politikasını uygulayabilmesi için para politikasının maliye politikası tarafından sınırlandırılmaması gerekmektedir. Dolayısıyla mali üstünlüğün bulunmaması gerekmektedir. Bunun sağlanabilmesi için merkez bankasından yapılan kamu borçlanmasının minimize edilmesi veya hiç olmaması, senyoraj gelirin bağı kalınmaması gerekmektedir. Kamu açıklarının finansmanı zorunluluğunun ortadan kalkması için açıklara neden olan harcamaların azalması gerekmektedir. Diğer bir deyişle maliye politikalarının kamu açıklarına sebebiyet vermeyecek şekilde yürütülmesi gerekmektedir. Dolayısıyla oluşturulacak mali disiplin, para politikasının sağlıklı işleyişine izin verecektir⁹⁶.

V-2-c) Disipline Edilmiş Kamu Maliyesi ve Gelişmiş Mali Piyasalar Olması

Enflasyon hedeflemesine geçecek bir ülke için kamu maliyesinde sağlanacak disiplin, ileride enflasyonda sağlanacak başarı için önem arz etmektedir. Kamunun mali disiplinsizliği, gelirler ile giderler arasındaki dengesizlikten kaynaklanmaktadır. Bu disiplinsizlik sonucu oluşacak bütçe açıkları ileride para otoriteleri açısından sorun yaratabilmektedir. Gelirlerin bütçe açıklarını kapatamaması sonucu para basımına gidilmesi enflasyonist etki yapacak ve güvenilirliğin zedelenmesine, enflasyon hedeflemesi uygulamasının başarı şansının azalmasına neden olabilecektir.

⁹⁵ Serdengeçti Süreyya,(2001), Roundtable On "Exchange Rate Regimes And Inflation Targeting With A Fiscal Approach, Opening Statement, The Central Bank Of The Republic Of Turkey , s. 2

⁹⁵ Yılmaz , Kamil Cevdet Akçay Emre Alper,(2002), a g e, s. 84

⁹⁶ Neto Jose A. , Fabio Araujo, Marta B. Morreira, (2000), Optimal Interest Rate Rules In Inflation Targeting Framework, Working Paper Series, No : 6, July , Banco Central do Brasil

Devletin açıklarını kapatması için kullandığı finansman yollarından biri iç borçlanmadır. Ancak iç borç oranının gayri safi milli hasılaya oranı aşırı yükselmemesi gereklidir. İç borçlanma yolu seçilirken bazı kriterlere uyulması önem arz etmektedir. Örneğin iç borçlanma reel faiz oranlarının büyüme oranlarının altında olmasına ve borçlanmanın devamlılık göstermemesine dikkat edilmelidir.

Enflasyon hedeflemesini uygulayabilmek için mali sorunları aşmada sermaye piyasalarında gelişmişliğinden yararlanılacaktır. Özellikle kamunun borçlanmasında sermaye piyasalarındaki borcu abzorve edebilecek derinliğe sahip olması para politikasının etkinliğini arttıracak özelliğe sahiptir. Böylelikle merkez bankasının kamu borçlanmasında taşıyacağı yükün azalması sağlanmış olacaktır⁹⁷.

V-3) STRATEJİK ÖZELLİKLER

V-3-a) Şeffaflık (Transparency) ve Hesap Verebilirlik (Accountably)

Enflasyon hedeflemesi rejiminde şeffaflık ve hesap verebilirlik önemli iki kavramdır ve birbirleri ile doğrudan bağlantılıdır. Enflasyon hedeflemesine adaptasyonla beraber şeffaflığı artırıcı şekilde, merkez bankası kamu ve piyasalarla para politikası tutumu ile ilgili iletişimde gelişmeler yaşanmaktadır. Enflasyon raporları, para politikası bildirimleri, merkez bankası toplantı tutanakları gibi bir çok yayınlar para politikasının doğasının daha açık şekilde kamuya aktarılmasında rol oynamaktadır. Merkez bankasından yapılan anlaşılır ve düzenli açıklamalar fiyat istikrarı sağlama çabasının anlaşılmasını için kamu desteğini inşa etmektedir.⁹⁸

Yeni Zelanda, İngiltere ve İsveç Merkez Bankaları gelecek dönem enflasyon tahminlerini düzenli olarak yayınlamaktadır. Ayrıca İngiltere Merkez Bankası altı haftada bir toplanan Para Politika Komitesi (M.P.C) tutanaklarını halka duyurulmaktadır.

Şeffaflığın artması merkez bankasının bildirdiği hedeflere daha bağlı kalmasına neden olmaktadır. Aslında bu gizli bir taahhüt mekanizmasıdır⁹⁹. Kamuoyu daima daha şeffaf bir politikayı, merkez bankası ise daha az şeffaf politika izlemeyi tercih eder. Merkez bankası daha az şeffaf politika ile kişisel hedeflerini itibarını daha az zedeleyecek şekilde

⁹⁷ Alpaslan, Melike, Pelin Ataman Erdönmez ,(2000), a.g.e, s. 5

⁹⁸ McDonough William,(1997), a.g.e s. 4

⁹⁹ Swenson Lars E O, (1999) " Inflation Targeting As A monetary Policy Rule" *Journal of Monetary Economic* , <http://www.elsevire.nl/locate/econbase> , s. 631

izleyebilecektir. Aynı zamanda oluşacak şeffaf yapı para politikasında, hedefleme rejiminin daha katı hale gelmesine neden olacaktır.¹⁰⁰

Merkez bankasının kamuoyu karşısında enflasyonun hedeflenen düzeyde tutacağına dair açık taahhütte bulunması, onu hesap verme sorumluluğu altına sokacaktır. Bu sorumluluk uygulanan ülkelerde farklılıklar göstermektedir. Örneğin Yeni Zelanda'da Merkez Bankası Başkanı doğrudan Maliye bakanına karşı sorumludur. Bu sorumluluk kamuoyunu kapsayacak kadar geniş kapsamlıdır. Merkez bankası başkanı en az altı ayda bir yürüttüğü politikaların sonuçlarını ve son performansını gözden geçirerek, belirlenen hedef döneme ilişkin tahminleri kamuoyuna açıklamak zorundadır. İsveç Merkez Bankası sorumluluğu kamuoyuna karşı olurken İngiltere Merkez Bankası doğrudan hazineye bağlıdır.

V-3-b) Güvenilirlik (Kredibilite)

Merkez bankasının şeffaflık ve hesap verebilirlik özellikleri sayesinde kamuoyu ve piyasaların, merkez bankasının bildirdiği para politikası hedefleri takip ediyor olması güvenilirliğin artmasını sağlamaktadır. Merkez bankalarının izleyeceği şeffaf para politikası bir yandan merkez bankasının saygınlığını arttırırken diğer yandan da uygulanan politika sonucuna olumlu yönde etkileyecektir.

Enflasyon hedeflemesini uygulayan bir çok ülke deneyiminden güvenilirliği sağlamanın kolay olmadığı, bir geçiş süresine ihtiyaç olduğu ortaya çıkmaktadır. Zamanla yapılan kurumsal düzenlemeler, fiyat istikrarına yönelik olumlu ilerlemenin kaydedilişi, para politikasında güvenilirliğin oluşması ve arttırılmasında önemli rol oynamıştır.

V-3-c) Esneklik (Flexibility)

Esneklik kavramıyla ifade edilmek istenilen merkez bankasının kısa dönem makroekonomik gelişmeler karşısında enflasyon hedeflerinin sağlayacağı bir esneklikle dengeleyici tepkiler verebilmesi şeklinde tanımlanabilir.¹⁰¹ Enflasyon üzerindeki çok sıkı kontroller ekonomik çıktıda yüksek değişkenliklere neden olabilmektedir. Konulacak olan rijit enflasyon hedefi oluşabilecek şoklar karşısında gerekli pozisyon almayı ve cevap vermeyi zorlaştırabilmektedir. Kamuoyunun ve politika yapıcılarının ekonomik çıktıdaki dalgalanmaları önemsemeleri, sağlıklı bir reel ekonomiyi desteklemek, fiyat istikrarı için

¹⁰⁰ Walsh Carle,(2001), Teaching Inflation Targeting: An Analysis For Intermediate Macro,, (<http://econ.ucsc.edu/walshc/>. s. 27

¹⁰¹ Alpaslan, Melike, Pelin Ataman Erdönmez ,(2000) , a.g.e, s 5

gerçek bir sebep oluşturmaktadır. Enflasyon hedefleme rejimi olabilecek dışsal şoklar ve arz şokları için hedef tanımlamalarında hareket sahası oluşturabilecek esnekliğe ihtiyaç duymaktadır.

V-4) UYGULAMAYA YÖNELİK TEKNİK ÖZELLİKLER

V-4-a) Enflasyon Ölçüm Şeklinin Belirlenmesi

Enflasyon hedeflemesinin inşasında ilk adım enflasyon hedefini tahmin ederken kullanılacak fiyat endeksinin belirlenmesidir. Maksimum şeffaflığın sağlanması için fiyat endeksi ekonomik birimler tarafından doğru, zamanında kolay anlaşılabilir özellikleri taşınmalıdır. Yine maksimum esnekliği sağlamak için fiyat endeksi, fiyat şoklarına ya da enflasyon eğilimini etkilemeyen zaman değişikliklerini de hesaba katacak esnekliği taşınmalıdır.

Şimdiye kadar merkez bankaları genellikle Tüketici Fiyatları Endeksini kullanmışlardır.¹⁰² Tüketici Fiyatları Endeksi, özellikle kamuoyu tarafından anlaşılması ve izlenmesi kolay olduğundan, düzenli yayınlanması nedenleriyle tercih edilmektedir. Aslında merkez bankası seçtiği fiyat endeksinin nasıl inşa edildiğini kamuoyuna izah etmesi gerekmektedir. Kamuoyunun merkez bankasının seçtiği fiyat endeksinin diğer endekslerden daha uygun sonuçlar verdiği için seçildiği izlenimine kapılmaması gereklidir.

Enflasyon hedeflemesinde belirlenen fiyat endeksinden bazı unsurların hariç tutulması suretiyle elde edilen çekirdek enflasyon (core inflation) ölçüm şekli olarak kullanılabilir. Kısa dönemde iktisadi otoritelerin kontrolü dışında olan ve enflasyon oranını artırıp azaltabilen faktörler bulunmaktadır. Enflasyon ölçümünde bu faktörlerin geçici etkilerinin hariç tutulması, uzun dönem enflasyon eğiliminin ölçümünde daha uygun bir gösterge olacaktır. Bu gösterge çekirdek enflasyon olarak tanımlanmaktadır. Çekirdek enflasyonun tanımlanırken hangi unsurların dışarıda bırakılacağı iyi analiz edilmeli ve açıklanmalıdır¹⁰³.

Birçok ülkede çekirdek enflasyon TÜFE'den fiyatları aşırı değişkenlik gösteren bazı unsurların hariç tutulması ile hesaplanmaktadır. Bu unsurlar para politikasının tepkisi ile bertaraf olmayan enflasyon üzerinde geçici etkisi olan değişkenlerdir. Bunlar arasında bazı dolaylı vergiler, faiz oranlarındaki ve petrol fiyatlarındaki değişimler yer almaktadır. Gıda maddelerinin mevsimsel etkilere bağımlı olması, enerji fiyatlarının para otoritelerinden bağımsız değişmesi nedeniyle endeksten hariç tutulan unsurlardır.

¹⁰² Bernanke Ben S, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen, (1999), a.g.e, s. 7

¹⁰³ Central Reserve Bank of Peru , (1997), The Inflation Targeting Framework, Study note 4, s. 1-2

Çekirdek enflasyonun gösterge niteliğinde kullanılabilmesi için bazı şartların yerine getirilmesi gereklidir. İlk olarak kolay ve anlaşılır olması gereklidir. İkinci unsur, çekirdek enflasyonun sık sık ayarlamalara maruz kalmamasıdır. Üçüncü unsur ise çekirdek enflasyonun normal enflasyon açıklamasının ardından açıklanması gerekli araya fazla süre girmemelidir. Çekirdek enflasyon uzun dönem enflasyonla fazla sapma göstermemeli ve daha az değişkenliğe sahip olmaması gereklidir¹⁰⁴.

Dünyada uygulanan çekirdek enflasyon ölçümleri farklılıklar göstermektedir. Örneğin Yeni Zelanda'da faiz oranları çekirdek enflasyondan hariç tutulmaktadır. Kanada'da çekirdek enflasyon hesaplanırken gıda ve enerji kalemleri hariç tutulmaktadır. Ayrıca dolaylı vergilerdeki dalgalanma oluşumu da hariç tutulan unsurlardan olmaktadır. Kolombiya'da ise gıda ürünlerinin yanısıra ulaşım ve kamu hizmetleri çekirdek enflasyondan hariç tutulmaktadır.

V-4-b) Sayısal Hedeflerin Belirlenmesi

Enflasyonun sayısal bir hedef olarak belirlenmesinde merkez bankaları politika amaçları olarak fiyat istikrarı üzerine yoğunlaşırlar. Katı bir fiyat istikrarı tanımlamasında enflasyon oranının sıfır yada sıfıra çok yakın olmasından söz edilebilmektedir. Fakat enflasyon oranının sıfıra hedeflenmesi bazı büyük problemler yaratabilmektedir. En başta sıfır enflasyon hedefi çok gerçekçi olmamaktadır. Ürün kalitesinde meydana gelen değişikliklerin ve yeni ürünlerin ekonomi üzerinde bilinen etkileri bilinen fiyat endekslerince tam olarak yansıtılmamaktadır. Resmi Tüketici Fiyatları Endeksi baz alınarak tahmin edilmiş enflasyon oranları, gerçek enflasyon oranını, sabit ağırlıklı ikame sapmasını yeterli ölçüde hesaplamamanın güçlüğünden dolayı abartma eğilimi taşıyabilmektedir.¹⁰⁵ Yapılan çalışmalarda, (Boskin, 1996; Moulton, 1996; Saphiro ve Wilcox 1996) Birleşik Amerika'da enflasyonda olan abartma yıl başına yaklaşık 0,5- 2 arası düzeydedir. Bu nedenle merkez bankaları gerçek enflasyonu sıfır düzeyinde hedeflese bile, ölçülen enflasyon oranı için hedef, sıfırdan daha büyük olmalıdır. Ölçüm hataları düzeltildiğinde bile, enflasyon hedefi sıfırın üzerinde oluşturulmalıdır. Zaten uygulayan ülkeler bu stratejiyi izlemiştir.

Enflasyon hedefi belirlenirken düşük seviyelerin tutulması, yüksek seviyelerin hedeflenmesi sonucu oluşacak ekonomik riskler gibi önemli tehlikeler taşıyabilmektedir. Akerlof, Dickens ve Perry (1996) çalışmalarında nominal ücretler azalma yönünde katı

¹⁰⁴ Central Reserve Bank of Peru ,(1998), Underlying Inflation In Peru ,Study note 5 , s. 3-4

¹⁰⁵ Oktar Suat, (1998) , a.g.e, s. 54

ise, o zaman reel ücretlerdeki azalma sadece fiyatlar genel düzeyindeki enflasyon yoluyla gerçekleşebilir. Bu ise çok düşük enflasyon oranında iş talebinde meydana gelen düşüşlerde tepki olarak reel ücretlerin düşüşünü önleyecektir. Sektörler bazında piyasalarda istikrarsızlıklar oluşabilecektir¹⁰⁶.

Yine çok düşük enflasyon oranı düşük nominal faiz oranlarına neden olacaktır. Bu düşük faiz oranı merkez bankalarını oluşabilecek resesyona karşı para politikalarını kullanmada dar sınırlar içine sokacaktır. Japonya'da yaşanan resesyon da merkez bankasının karşılaştığı zorluklar buna örnek olmaktadır.

Yaşanabilecek tüm bu risklerin sonucunda enflasyon oranının sıfırın üzerinde saptanması gerekmektedir. %1-%3 arası enflasyon oranının ideallığı merkez bankaları tarafından araştırılmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin bir avantajıda enflasyon oranında tavan yanında taban sağlamasıdır.

V-4-c) Zaman Aralığının Belirlenmesi

Hedeflemenin zaman aralığı, başlangıç enflasyon oranından etkilenmektedir. Hedeflenen ile gerçek enflasyon arasında fark olduğu zaman, enflasyonu arzu edilen seviyeye indirmek için merkez bankası dezenflasyon programı yürütecektir¹⁰⁷.

Enflasyon hedefleri bir yada daha fazla zaman diliminde belirlenebilmektedir. Uygulamada bir yada birkaç yıla yayılmaktadır. Çünkü enflasyon kısa dönemli para politikaları ile kontrol edilememektedir. Bu nedenle amaca ulaşmak için zaman dilimi belirlenmeli ve kamuoyuna bildirilmelidir. Belirlenen zaman dilimi ile merkez bankasının sorumluluğu ve hesap verebilirliği belli bir çerçeveye oturtulmuş olur.

Hedef aralığının gerekenden kısa tutulması merkez bankasının başarılı olmasını olumsuz etkileyebilecektir. Hızlı alınan kararlar ve yanlış planlanan politikalar hedeflerin tutturulmasında engel teşkil edecektir. Merkez bankasının hesap verebilirliğinin içi boşalabilecektir. Yine uzun bir dilimin belirlenmesi merkez bankasının rahat politikalar üretmesini sağlayabilecek ve yine bu olumsuz sonuçlar doğurabilecektir. Ekonomideki piyasa oyuncularının, firmaların ve fertlerin ücret, kira sözleşmeleri ve yatırımlar gibi birçok işlemi gelecek enflasyondan etkilenmektedir. Zaman aralığının uzun tutulması belirsizliği arttırabilecek, geçmişe endeksleme olduğu takdirde hedeflerin tutturulması zorlaşacaktır. Merkez bankası tüm bu olasılıkları değerlendirip ekonominin şartlarına uygun optimum süreyi belirlemelidir.

¹⁰⁶ Oktar Suat (1998), a.g.e, s. 56

¹⁰⁷ Kadioğlu Ferya, Nilüfer Özdemir, Gökhan Yılmaz, (2000), Inflation Targeting In Developing Countries,, The Central Bank Of Republic Turkey Discussion Paper, <http://www.tcmb.gov.tr>, s. 15

V-4-d) Nokta Veya Bant Hedefi Tayini

Zaman aralığının ve hedefin sayısal değerinin belirlenmesinden sonra diğer bir konuda hedefin nokta veya bant aralığı şeklinde seçilme kararıdır. Nokta hedefleme örneğin %2 gibi sadece tek bir enflasyon oranının hedef alınmasını ifade eder. Fakat şu da bilinmektedir ki para politikalarının enflasyon üzerine etkileri uzun ve değişken gecikmelere sahiptir. Bu nedenle gelecek enflasyon tahminleri zorlaşmaktadır. Yaşanabilecek öngörülmeyen şoklar ve dışsal etkenler nedeniyle nokta hedefin tutturulması oldukça zordur. Belirlenen nokta hedefinin yakalanamaması, para otoritelerinin güvenilirliğin kaybına yol açacak ve enflasyonist beklentilerin artmasını sağlayacaktır. Nokta hedefinin tutturulmasında merkez bankasının bağımsızlığının özellikle araç bağımsızlığının büyük önemi vardır. Araç bağımsızlığı olmadan nokta hedefin tutturulması nerdeyse imkansız gibidir.

Hedef bant uygulamasında ise nokta hedef yerine örneğin %3-%5 aralığı gibi belli bir aralığın seçilmesi söz konusudur. Nokta hedefin tutturulmasının zorlukları nedeniyle bant aralığının kullanılması uygulamada daha yaygındır. Uygulamalar sonucunda enflasyon oranının bant aralığı içinde kalması merkez bankasının güvenilirliği için olumlu katkısı olmasına rağmen, ilan edilen hedef bandın tutturulacağına karşı inancı, merkez bankasının geçmiş dönemlerdeki hedef uygulama farklarının bir fonksiyonudur.¹⁰⁸

Nokta hedefi yerine bant uygulamasının seçilmesiyle belirlenecek bandın genişliği önem kazanmaktadır. Genellikle bant aralığının belirlenmesi merkez bankalarının güvenilirliği ile alakalıdır. Güvenilirliği yüksek olan merkez bankaları daha dar bir aralık, güvenilirliği az olan merkez bankaları daha geniş bir aralık belirlemektedir. Geniş bir hedef bant aralığının tutturulması dar bir aralıktan daha kolay olacağı için, düşük güvenilirliğe sahip merkez bankaları geniş aralık uygulayarak güvenilirliği tekrar sağlama çabası göstermektedirler. Bununla beraber, hedef bantlarının çok geniş tutulması halkın beklentilerinin yönlendirilmesi yönündeki amacın etkisini zayıflatmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi uygulamasında iktisadi ajanların rasyonel beklentiye sahip olması durumunda hedefin bant yada nokta olmasının ikincil öneme sahip olacağı şeklinde görüş yer almaktadır. Bunun nedeni ise iktisadi ajanların hükümeti her ne kadar nokta

¹⁰⁸ Malatyalı Kamuran, (1998), a.g.e, s. 11

hedefi koysa da bu hedefi sınırlı olanaklardan dolayı tutturamayacağını bildikleri için hedefin nokta veya bant olarak ilan edilmesi arasında reel bir fark bulunmayacaktır¹⁰⁹.

Hedef bant uygulaması sonucu gerçekleşen enflasyonun bant aralığında kalıp güvenilirliğin kazanılıyor olması ekonomik çıktıdaki dalgalanmanın azalmasında yardımcı bir unsur olacaktır.

V-4-e) Kullanılacak Enformasyon

Merkez bankaları enflasyon hedefini belirledikten sonra, pratikte bu hedefe ulaşma problemleri ve zorlukları ile karşı karşıya kalacaktır. Hangi bilgiler ışığında enflasyon oranını hedef alanı içinde tutacağı sorusu gündeme gelmektedir.

Para otoritelerinin en başta para politikasının aktarım mekanizmasının açık bir şekilde izleme kabiliyetine sahip olması gereklidir. Özellikle kısa dönem faiz oranlarının, döviz kurlarının ve parasal büyüklüklerin açık bir şekilde anlaşılır olması gereklidir. Para otoriteleri geçmişte ülkelerinde toplam talebi ve enflasyonu etkileyen şoklardan haberdar ve iyi tahlil etmiş olmaları gerekmektedir. Bu unsurlar enflasyonun hedefe ulaşmasında yardımcı olacaktır.¹¹⁰

Aslında gerçek enflasyon rakamlarının ortaya çıkmasını beklemeden tahmin edilen enflasyon oranındaki gidişata göre politika oluşturulduğundan enflasyon hedeflemesi bazen enflasyon tahmini hedeflemesi olarak adlandırılabilir¹¹¹. Bu nedenle, otoritelerin geleceğe yönelik güvenilir enflasyon tahminlerine sahip olması gereklidir. Aslında bu enflasyon hedeflemesi için anahtar bir unsurdur. Çünkü enflasyon hedeflemesi geleceğe dönük bir uygulamadır.

Para politikalarının gecikme etkileri doğru öngörülerle desteklenmelidir. Oluşturulacak basit modellemeler yardımcı olabilecektir. Uygulamada en yaygın olarak kullanılan modeller aylık enflasyon tahmin modelleridir (Vector Autoregression Models-VAR). İstatistiksel çalışmalar bu modellerin gerçek enflasyon yönelimlerinin rasyonel olarak belirlenebildiğini göstermektedir. Ancak geleceğe yönelik (uzun dönemli) enflasyon tahminleri yapmak için kullanılan modellerde para politikasının enflasyon seviyesi üzerindeki etkisinin görülmesi için yavaş bir uyum sürecine gereksinim duyulmaktadır.

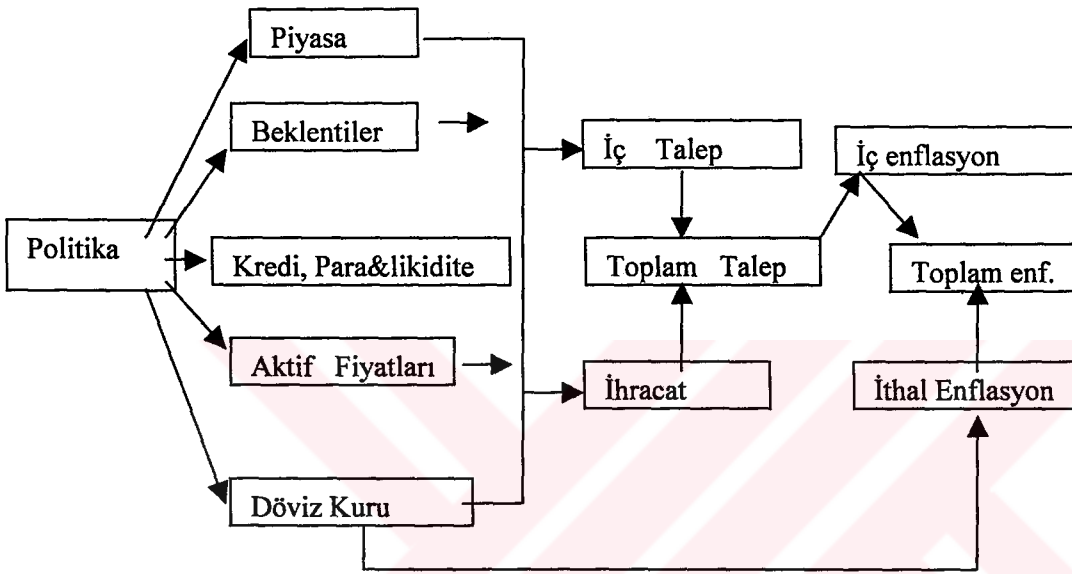
¹⁰⁹ Clifton V. Eric,(1999), Inflation Targeting, What is the Meaning of the Button of the Band, IMF Policy Discussing Papers, PDP/99/8 , s. 4

¹¹⁰ Mario I. Blejer, Alain Ize , Alfredo M. Leone, (1999), a.g.e, s 5

¹¹¹ Bogdanski Joel , A. Antonio Tombini And sergio Werlang ,(2000), Implementing Inflation Targeting İn Brazil, Brizilian Central Bank Research Papers , s. 1

İlk zamanlarda para politikası aktarım mekanizmasını simultane eden ve enflasyon tahminin kolaylaşmasını sağlayacak basit ve orta vadeli modeller oluşturulabilmektedir. Şili de oluşturulmuş basit bir para politikası aktarım mekanizmasının enflasyon ilişkisi şu şekildedir¹¹²

ŞEKİL-2 ŞİLİ'DE PARA AKTARIM MEKANİZMASININ ENFLASYONA ETKİSİ



KAYNAK: Garcia S , Pablo ,(2000),**The Chilean Experience With İnflation Targeting**, İnflation Targeting Experiences Based On The “İnflation Targeting Conference” Held By The Central Bank Of The Republic Of Turkey İn October 19-20 , 2000

V-4-f) Hedeften Sapmalar

Enflasyonun kısa ve uzun dönemde kolay tahmin edilemiyor olması merkez bankasının hedefleri tutturmasında sorun oluşturabilmektedir. Para politikalarının enflasyon üzerinde etkilerin gecikmeli olması, bazen merkez bankalarının uyguladığı politikaların enflasyon açısından başarısız sonuçlarını doğurabilmektedir.

Hedeflerin yakalanmamasının en büyük nedenlerinden biri yaşanabilecek ön görülmeyen arz ve talep şoklarıdır. Kimi zaman ise hedeften sapmalar belki direkt ilgisi olmasa da merkez bankaları tarafından şoklara bağlanıp bir kaçış yolu oluşturmaktadır. Merkez bankaları için bazı mümkün kaçışlar, enflasyon hedeflemesinin para politikasının sorumluluğunu artırır argümanını zayıflatmaktadır. Kimi zaman ekonominin gidişatı doğrultusunda hedef revize edilebilmektedir. Yaşanacak her türlü sonuçta merkez

¹¹² Garcia S Pablo, (2000),**The Chilean Experience With İnflation Targeting**, İnflation Targeting Experiences Based On The “İnflation Targeting Conference” ,The Central Bank Of The Republic Of Turkey, s. 161

bankaları kamuoyu ile paylaşımı, şeffaflığı zedelemeyecek şekilde yürütmesi gelecek dönem hedefini tutturmak için güvenilirlik açısından önem kazanmaktadır. Hedefin ıskalanması enflasyon hedeflemesinin bırakıldığı izlenimini vermemektedir. Merkez bankası hedefin yakalanamamasının nedenlerini kamuoyu ile paylaşarak hesap verebilirlik unsurunu inşa edebilmektedir..

V-5) ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN AVANTAJLARI

Enflasyon hedeflemesi döviz kuru ve parasal hedeflemeye nazaran para politikası için bazı avantajlara sahiptir. Döviz kuru hedeflemesinin aksine, enflasyon hedeflemesi ülkedeki içsel önceliklere daha duyarlı yapıdadır. Enflasyonla para arasındaki istikrar önemli bir yapı taşı oluşturmamakta ve enflasyon hedeflemesinde böyle bir istikrar olmazsa olmaz bir şart olmamaktadır. Aslında enflasyon hedeflemesi para otoritelerini değişik ulaşılabilir tüm enformasyonları kullanıma imkan vererek, en iyi araçların oluşturulmasını sağlamaktadır. Ekonomik çıktı ile ilgili kaygılar doğrultusunda daha esnek enflasyon hedeflemesi uygulanabilmekte ve politika araçları buna göre oluşturulmaktadır.

Sayısal bir hedefin ortaya konması merkez bankasını ihtiyari (discretionary) politikalara nazaran daha hesap verebilir hale getirecektir. Para politikalarında yaşanan klasik zaman tutarsızlığı problemi, enflasyon hedeflemesinin uygulamasında merkez bankalarını politik baskıdan kurtararak ve tek amacı fiyat istikrarına dönüştürmesiyle azalacaktır. Tam istihdam, büyüme ve rekabet etme gücüne yönelik kaygıları geri plana atabilecek hedeflerin oluşturulmasına imkan verebilecektir. Merkez bankalarının araç bağımsızlığını sağlayarak para politikalarını fiyat istikrarı doğrultusunda yönlendirilmesi sağlanabilecektir

Enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının başarısı için para politikalarında şeffaflığın oluşması sağlanarak kamuoyuyla iletişime önem verilmektedir. Daha sık aralıklarla gerek hükümetlerle gerek piyasa oyuncularını ile iletişim kurularak para politikası stratejileri anlatılmaktadır. Geçmiş enflasyon verileri ve gelecek enflasyon beklentileri enflasyon raporlarında yayınlanarak şeffaflığın artması sağlanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi altında iletişimde merkezi rol kamuoyunu ve hükümeti a) para politikasının amaçları ve sınırlarını b) sayısal hedefleri ve nasıl belirlendiği, c) hedeflere nasıl ulaşılacağı ekonomik performansları açıklayarak d) Hedeflerden sapmaları ve nedenlerini ayrıntılı şekilde açıklayarak başarı şansı arttırılmaktadır. Böylece merkez bankasının hesap verebilirliği gündeme gelebilmektedir.

V-6) ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN DEZAVANTAJLARI

Bazı ekonomistlere göre enflasyon hedeflemesinin daha kuralcı olması, öngörülmeleyen şartların ortaya çıkmasıyla kural dışı, ihtiyari (discretionary) politikalar üretmeyi engellemektedirler. Bu bazen ekonomide sıkıntılar yaratmaktadır.

Diğer önemli eleştirilerden biride, enflasyon hedeflemesinin enflasyona yönelik aşırı sıkı para politika yürütmesi ekonomik üretimde dengesizliği artırıp dalgalanmalara yol açabilmektedir. Kısa vadede düşük büyüme oranlarına ve istihdamda azalışa neden olabilmektedir.

Rejimin uygulanması için gerekli esnek döviz kuru rejimi, piyasalarda ve ekonomide istikrarsızlığa neden olabilmektedir. Ayrıca mali politikalarının para politikalarına göre üstünlük sağlamasını engelleyemez.

VI) ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAYAN ÜLKELER

Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin sayısı çeşitli kaynaklara göre farklılık göstermektedir. Bu farklılıkların nedenlerinden biri, enflasyon hedeflemesinde farklı sınıflandırma yapılmasıdır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler kendi aralarında eski-yeni, yarı-tam, gelişmiş-gelişen piyasalar, geçiş ekonomileri şeklinde ayrılabilir. Enflasyon hedeflemesinin özellikleri ve temel şartları üzerinde tam bir fikir birliği sağlanmaması, bazı ülkelerin hem enflasyon hem de başka hedefler gözetmesi söz konusu olabilmektedir. Örneğin Alina Carera ve Mark R Stone'nun 2003 yılı makalelerinde enflasyon hedefleyen ülkeleri enflasyon hedefleme taahhüdünün açıklık (clarity) ve kredibilitesine göre üç gruba ayırmışlardır¹¹³. Enflasyon hedefleme taahhüdünün açıklık ve kredibilite açısından ayrılan üç grubun ilki, enflasyon hedefi açısından merkez bankası hesap verebilir halde olan, şeffaf politika sistemine sahip açık enflasyon taahhüdünde (explicit commitment) bulunan ülkelerdir. Bu ülkeler, tam uyan enflasyon hedefleyicileri (*full-fledged inflation targeters*) olarak adlandırılır. Bu ülkeler küçük ve orta büyüklükteki endüstrileşmiş ülkelerle , orta ve yüksek gelir grubuna sahip gelişmekte olan ülkelerdir. İkinci grup ülkeler ise yüksek kredibiliteye sahip, enflasyon hedefi için daha az açık ve daha az şeffaf taahhütte bulunan gruptur. Bu ülkelerin başarılı bir enflasyon geçmişleri bulunmakla beraber operasyonel para politikası ve fiyat istikrarı tanımlamasını dikkate alan para politikası sistemi heterojen olmaktadır. Bu ülkelerin merkez bankaları daha esnek hareket alanları bulabilmektedirler. Bu ülkeler, seçmeci enflasyon hedefleyicileri

¹¹³ Carera,Alina , Mark R. Stone ,(2003) , Inflation Targeting Regimes , IMF Working Paper , 2WP/03/9, s. 14

(*eclectic inflation targeters*) olarak adlandırılır. Bütün endüstrileşmiş ülkeler, içinde yer almaktadır. Üçüncü grup ülkeler ise bir enflasyon hedefi belirtmekle beraber, açık bir taahhütte bulunmadan düşük kredibiliteye sahip olanlardır. Bu ülkeler aynı zamanda heterojen para politikası yürütmektedir. Bu tip ülkeler yarı enflasyon hedefleyicisi (*inflation targeters lite*) olarak adlandırılmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin uygulayış farklılıkları ve diğer değindiğimiz nedenlerden dolayı günümüzde, Nedbank For Business'e göre enflasyon hedeflemesine geçen ülke sayısı 30 civarındadır. Buna karşılık Mishkin ve Schmidt-Hebbel, Kasım 2000 itibariyle enflasyon hedeflemesini uygulayan ülke sayısının 19, Bank of England ise 51 olarak belirlemiştir.

VI-1) GELİŞMİŞ ÜLKELERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Enflasyon hedeflemesini uygulayan küçük ve orta büyüklükte gelişmiş ekonomilere sahip ülkelerin paylaştığı bazı ortak özellikler vardır. Bunlara genel olarak şu şekilde değinebiliriz¹¹⁴:

- Enflasyon hedeflemesi çoğunlukla yüksek oranda dalgalanan kurla birlikte uygulanmıştır.
- Bunu uygulayan bütün ülkelerin özerk bir para otoritesi ve düşük miktarda borca sahip kamu kesimi vardır. Kamu bütçesinin finansmanında mümkün olan en az yükün üstlenilmesi gibi merkez bankasının bağımsızlığının ölçüsü olabilecek koşullar mevcuttur
- Ayrıca hepsi de kısa vadeli faizleri para politikası aracı olarak kullanmışlardır. Uzun vadeli faizleri ise gelişmiş olan piyasaları kendi içinde uygun seviyelerde tutmuştur.
- Enflasyon hedefleri genelde bir veya iki yıllık vadeli sürelerle yayılmıştır.
- Bütün ülkeler makroekonomik politikaların kredibilitelerini artırmak için enflasyon hedeflemesini uygulamıştır. Bu sayede mali politikalarla para politikalarının tutarsızlığı ortadan kaldırılmıştır.
- Enflasyon hedeflemesi politikasının uygulamaya geçirilmesi öncesinde enflasyon oranının nispeten düşük seviyelerde (yüzde 10'un altında) olmuştur. Dolayısıyla, enflasyon oranında çok büyük düşüşler için söz verilmesi gerekmediğinden programın güvenilirliğinin sağlanması nispeten daha kolay olmuştur.
- Fiyat istikrarının amaçlandığı ülkelerin enflasyon performanslarında önemli bir iyileşme olmuştur. Bu ülkelerin çoğu enflasyon hedeflerini belirlenen programdan daha önce

¹¹⁴ Karapınar Burak ,(2001), Enflasyon hedeflemesi Gelişen ülkelerde Uygulanabilir mi?, //http.www.borsa.net/makaleler, s. 2

gerçekleştirmeyi başarmışlar, enflasyon oranları hedeflenen düzeye ya da bunun da aşağısında bir seviyeye gerilemiştir.

VI -1-A) Enflasyon Hedeflemesi ve Yeni Zelanda

Yeni Zelanda, enflasyon hedeflemesi politikalarını ilan ederek resmi biçimde uygulayan ilk ülkedir. Başarılı bir dezenflasyon sürecinden sonra uygulamaya geçilmiştir. Bunun yanında bu politikada başarılı olunabilmesi için gereken kurumsal düzenlemeleri kanunla gerçekleştirmiş olması açısından bu ülke bir ayrıcalık sergilemektedir. Diğer ülkelerin aksine, Yeni Zelanda fiyat istikrarını zımni olarak ön planda tutan bir dönemin ardından enflasyonun hedeflendiği döneme geçmeden önce bu politikaların uygulanmasını ve bunda başarılı olunmasını garanti altına alabilmek amacıyla gereken kurumsal düzenlemeleri kanunlarla yapmış ve ancak bu şekilde enflasyon hedeflemesi politikalarına açık biçimde başlamıştır

Birinci petrol şokuyla birlikte Yeni Zelanda'da enflasyon oranı iki haneli rakamlara yükselmiştir. Yeni Zelanda, 1980'li yılların ortalarından itibaren, OECD ülkeleriyle aralarında oluşan gelişmişlik farkını gidermek ve yüzde 18 düzeyinde seyreden enflasyon oranını düşürmek üzere yeni bir ekonomik yapılanmaya gitmiştir. 1987-1989 yılları arasında politikaların fiyat istikrarını hedef alması sonucunda parasal genişleme bir önceki döneme göre gerilerken kamu kesimi, fazla vermeye başlamıştır. Uygulanan politikalar, enflasyon oranları üzerinde olumlu etki yaparak 1987 yılı sonunda yüzde 15.7 civarında olan yıllık TÜFE enflasyon oranının 1989 yılı sonunda yüzde 6'nın altına düşmesini sağlamıştır.¹¹⁵ Enflasyon oranları hususunda ulaşılan başarıya karşın bu dönemde büyüme hızında bir önceki dönemin ortalamasına göre bir gerileme, yıllık büyüme hızlarında ise bir değişkenlik görülmüştür. Uygulanan ekonomik politikalarla enflasyon oranı tek haneli düzeye indirilmiştir

Yeni Zelanda'da reform süresinin en önemli aşaması, 1989 yılında Merkez Bankasının tam bağımsızlık veren yasanın çıkartılmasıdır Yeni yasanın yürürlüğe girmesiyle Yeni Zelanda Merkez Bankası(Reserve Bank of New Zealand), siyasi otoritenin nüfuz ve baskılarından büyük ölçüde izole olmasını sağlayacak bir statü kazanmıştır. Böylece uzun yıllar banka üzerinde ciddi biçimde hissedilen siyasi baskı tamamıyla son bulmuştur. Yeni yasayla Merkez Bankasının yetki ve sorumlulukları açık bir biçimde düzenlenmiştir. Buna göre banka, para politikasını doğrudan belirlemekte ve politikaya ilişkin uygulamayı da

¹¹⁵ Bernanke Ben S, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen ,(1999) ,a.g.e , s. 90-91

bizzat kendisi yürütmektedir. Bu nedenle, para politikasının formüle edilmesinde ve yürütülmesinde siyasi otoriterinin etkileyeceği ve belirleyici rolü hemen hemen yok gibidir. Ancak bu politika, hükümetin genel ekonomi politikasına ters düşemez. Nitekim para politikasının genel ekonomi politikasıyla çelişmesi durumunda, hükümet, Merkez Bankasına uyarılar gönderme durumunda kalmaktadır. Dahası hükümet, bir seneden daha uzun olmayan bir süre için kendi genel ekonomi politikasını gerçekleştirmek amacıyla para politikasının ana hedefini çığneyebilmekte ve bankaya müdahalede bulunabilmektedir

Mart 1990'da, yasa gereği bağımsız Merkez Bankası Başkanı ile Maliye Bakanı arasında yapılan anlaşmayla (Policy Targets Agreement) dünyada ilk defa enflasyon hedeflemesi politikası uygulanmaya başlanmıştır¹¹⁶ Bu anlaşma daha sonraki dönemlerde belirlenen aralıklarda tekrarlanmış, rakamsal olarak enflasyon hedefi ve uygulama dönemi açıkça belirlenmiştir. Uygulamanın ilk döneminde Merkez Bankası halkın yakından takip ettiği tüm malların içinde yer aldığı tüketici fiyatları bazlı enflasyon oranını yüzde 0-2 aralığında hedeflemiştir. Ancak, ilk anlaşmada belirlenen enflasyon hedefi, Merkez Bankası kontrolünde olmayan fiyat hareketlerinden, hükümetin vergi ve gelir politikalarında, dış ticaret hadlerinde ve faiz oranlarında beklenmeyen değişimlerden ve diğer dışsal etkilerden dolayı tam olarak tutturulamamıştır. 16 Aralık 1992 tarihinde imzalanan üçüncü Politika Hedef Anlaşması TÜFE'nin referans alınarak bu endeksteği değişiminin 12 aylık hareketli ortalamasının yüzde 0-2 bandında kalmasını öngörmüştür. 1992 Politika Anlaşmasının yerine geçen ve 10 Aralık 1996 tarihinde imzalanan Anlaşmayla hedeflenen bant yüzde 0-3 düzeyine çekilmiştir. Burada aynı zamanda TÜFE temel alınarak izlenecek enflasyon oranlarında sapmaya neden olabilecek nedenler sayılırken, CPIX olarak ifade edilen "temel enflasyon" oranının hesaplanması esnasında düşülecek kalemler sayılarak bunlardaki şokların dikkate alınmayacağı belirtilmiştir. Bu şekilde gerçekte, hedeflenen enflasyon oranı olarak TÜFE'den bahsedilirken, CPIX'in önemli bir referans olarak alındığına dair bir çıkarım yapmak mümkündür. 15, Aralık, 1997 tarihinde imzalanan anlaşma, tanımını yukarıda verilen CPIX'in yüzde 0-3 bandında kalmasını açıkça ifade ederken 1999 yılından itibaren de o döneme kadar hazırlanacak bir fiyat endeksinin referans alınmasını öngörülmüştür..

Yeni Zelanda'daki bu uygulamada diğer ülkelerde olduğu gibi, Merkez Bankası Başkanı ile Maliye Bakanı arasında periyodik görüş alışverişi sonunda belli bir enflasyon

¹¹⁶ Oktar, Suat (1998), a.g.e, s. 77

oranı belirlenmekte ve bu oran kamuoyuna açıklamaktadır. Açıklanan bu enflasyon oranıyla Merkez Bankası Başkanı kamuoyu önünde bir taahhüt altına girmekte; yapacağı faaliyetlerin sonuçlarına katlanmayı kabullenmektedir. Bu yükümlülük, kurum olarak Merkez Bankasının kendisinden çok, başkalarını bağlamaktadır. Zira enflasyon hedefinin tutturulması ya da bundan sapılması Merkez Bankası Başkanının enflasyon performansının ölçüsü olarak kabul edilmektedir. Merkez Bankası Başkanı, taahhüt ettiği enflasyon hedefinin gerçekleştirilmemesi durumunda beş yıllık görev süresinin bitmesi beklenmeden görevden alınabilmektedir.

Yeni Zelanda'da enflasyon beklentileri önemli yer tutmuştur. Merkez Bankası tarafından yılda dört kez yayınlanan enflasyon raporunda açıklanan beklentiler genel olarak gruplara ayrılmıştır¹¹⁷. İlk grupta hane halkının enflasyon beklentisi yer almaktadır. Bu grubun enflasyon beklentisi 1989-1991 yılları arası keskin bir düşüş göstermiştir. Diğer grup ise ekonomistlerden oluşmaktadır. Enflasyonun gelecek dönemki seyrinin ne olacağı hakkında tahminler yapılmaktadır. Bu grup 1991 yılından sonra enflasyon beklentilerini %0-%2 bant aralığına çekmiştir.

Gelecek dönem enflasyon beklentileri finansal piyasaların yönünü belirlemede etkili olmuştur. Öngörüler doğrultusunda döviz kuru patikası tahmin edilerek piyasalar gelecek dönem için pozisyon almışlardır.

Yeni Zelanda enflasyon deneyiminde diğer ülkelere nazaran en büyük farklılıklar ve çıkarılacak sonuçlardan bahsederse, bunları ilki kuralcı yaklaşımın uygulanmasıdır. Bu yaklaşımın arkasındaki nedenlerden biri, hükümetin fiyat istikrarını tehdit eden en büyük sebebin gelecek hakkında belirsizlikler bulunması olduğunu, bu belirsizliğin ortadan kalkması için merkez bankasının anayasal olarak özerkliğe kavuşması gerektiğidir. Bağımsızlığın eksikliği para politikası hakkında belirsizliklere yol açma tehlikesi nedeniyle özellikle reel sektörde fiyat istikrarının sağlanamamasının faturası ağır olduğu gerçeği sonucu, Merkez Bankasına bağımsız hareket etme kabiliyeti verilmiştir. Merkez Bankasının performansı hükümete ve kamuoyuna karşı hesap verebilirliğini getirmiştir.

Uygulanan politikalar günün koşullarına göre (discretionary) aşırı değişkenlik göstermemekte olup dar bant aralığında hedeflenen enflasyon, kamuoyunda enflasyon beklentilerin aşağı çekilmesinde başarılı olmuştur. Enflasyonu hedefleme politikası yasal

¹¹⁷ Archer David J, (1997) "The New Zealand Approach To Rules And Dcretion In Monetary Policy", *Journal Of Monetary Economics*, 39, s. 12

anlaşmalar çerçevesinde yürütölmüş olup uygulanan politika kısa dönemli şokların etkilerini azaltacak esnekliğe sahip olmuştur.

VI-1-b) Enflasyon Hedeflemesi ve Kanada

1970'li ve 1980'li yıllarda Kanada diğer ölke ekonomileri gibi değişken ve ekonomik hayata zarar veren enflasyon oranlarıyla karşılaşmıştır.1975 tarihi ile beraber M1 parasal hedeflemesini kullanmaya başlamıştır. 1975-1978 yılları arası enflasyonu düşürme başarısına rağmen 1979-1983 yılları arası m1 hedefleri tutturulmuş fakat enflasyonda yükselme meydana gelmiştir. Enflasyonun düşürölmesindeki bu başarısızlık güvenin oluşmasını engellemiş ve kamuoyu tarafından benimsenmemiştir.

1982-1990 yılları arasında ise açık bir hedef kullanılmadan şeffaf olmayan bir para politikası yürütölmüştür. M2 parasal büyüklüğü kullanılmaya çalışılsa da oluşan enflasyon beklentileri başarıyı engelleyici faktör oluşturmuştur.1988 yılıyla itibaren fiyatlarda hızla artışlar kaydedilmiş, 1990 yılında ise Kanada ekonomisi durgunluğa girmiştir. 1990 yılında ki enflasyon oranı 1989'a göre düşmüş ve %4,2 olarak gerçekteşmiştir.

Kanada, Yeni Zelanda'dan bir yıl sonra 1991 yılında enflasyon hedeflemesine başlamış ve Merkez Bankası tarafından 3 yıl süren bir kampanya ile para politikasının uzun vadede ki amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu 1991 bütçe rakamları ile birlikte kamuoyuna açıklanmıřtır¹¹⁸. Merkez Bankası enflasyonu hedefleyerek, o dönemdeki katı enflasyonist bekleyişleri kırmayı hedeflemiştir. Devalüasyon, kur politikasında değişiklik veya ara hedef olarak para arzlarının gözetilmeyeceği gibi bazı ölkelerde gözlenen radikal politika değişiklikleri yapılmamıştır. Merkez Bankası kendisini, hükümetten daha fazla halka karşı sorumlu olarak görmektedir. Merkez Bankasının kurumsal konum olarak araç bağımsızlığı bulunmaktadır. Merkez Bankası pratikte faiz oranlarını belirlemede, ancak yasal olarak Maliye Bakanlığının para politikasında değişiklik yapılması direktifi verme hakkı bulunmaktadır. Maliye Bakanı ve Merkez Bankası Başkanı programlı olmamakla birlikte aşağı yukarı her hafta toplantı yapmaktadır. Diğer formel ilişkiler haricinde bir Bakan Yardımcısı, Merkez Bankası yönetim komitesine oy hakkı olmadan katılmaktadır.

Enflasyon hedeflemesine geçişle TÜFE %2 enflasyon oranı altı fiyat istikrarı olarak kabul edilmiştir. 1992 yılında %2-%4 arası 1994 yılında %1,5 -%3 arası 1995 yılında %1-%3 arası bir band hedef alınmıştır. Aslında 1995 yılıyla beraber fiyat istikrarı kabul edilen

¹¹⁸ Dodge David,(2002) "Inflation Targeting In Canada: Experience and Lessons" ,North American journal Of Economics And Finance 13, s. 115

%2'lik enflasyon oranı hedef alınmaya başlanmış ve \pm %1'lik sapma oranı tölansı verilmiştir. Kanada'da fiyat endeksini İstatistik Kurumu hesaplarken, Merkez Bankası enflasyon hedefini gözetmekten ve enflasyonun geçmiş dönemdeki performansını değerlendirmekten sorumludur. Tüketici fiyat endeksi nihai hedef olarak alınırken, gıda ve enerji fiyatlarını ve dolaylı vergilerin etkisini dışlayan çekirdek enflasyon da, orta vadede tüketici fiyatlarının gelişimini etkileyecek olan enflasyon eğiliminin ne yönde olduğunun izlenebilmesi amacıyla yayınlanıp, gözetilmiştir. Çoğu ülkede olduğu gibi, tüketici fiyat endeksi, kamuoyu tarafından daha fazla kullanılan, kolay anlaşılır ve revize edilmeden, düzenli olarak yayınlanan bir endeks olduğu için kullanılmaktadır.

Kanada Merkez Bankası, oluşabilecek şoklara karşı koyabilmek için kullanılacak hedef bandın para politikasında esnekliği sağlayabileceğine inanmıştır. Fakat görülmüştür ki para otoritesi gerekli sorumlulukları yerine getirmiştir. Kanada Merkez Bankası araç bağımsızlığına sahip olduğu için enflasyonla mücadelede kısa vadeli faiz oranlarını hiçbir etki altında kalmadan belirleyebilmiştir. Enflasyonist beklentiler ise "Conference Board of Canada" tarafından yapılan anketlerden ve otuz yıl vadeli devlet tahvilleri ve reel tahvillerin(real bonds) getirilerinin farkı gözetilerek, izlenmektedir. Merkez Bankası 1993 yılından itibaren üç ayda bir enflasyonu düşürmeye yönelik politikaları, hedeflerin durumunu ve para politikalarını sunulduğu bir rapor yayınlamaya başlamıştır. 1995 yılından itibaren altı ayda bir Para Politikası Raporu yayınlayarak faaliyetlerin sonuçlarıyla ilgili gelişmeleri açıklamış ve kamuoyuna gerekli şeffaflığı sağlamaya çalışmıştır. Bu ise gerekli güvenilirliğin kazanılmasında büyük rol oynamıştır.

Kanada Enflasyon hedeflemesini Yeni Zelanda deneyiminden ayrılan özelliklerden bahsederek, ilk olarak Yeni Zelanda uygulamasının daha kısa süreye, Kanada'daki uygulamanın ise aşamalı olarak daha uzun bir süreye yayıldığını söyleyebiliriz. Yeni Zelanda da daha kısa süreye yayılan politika da parasal politika ile mali politika arasında uyumsuzluk gözlenmiş ve öncelikle güvenilirliğin sağlanmasına çalışılmıştır. Diğer farklılık ise Kanada'da herhangi bir krizle enflasyon hedeflemesinden ayrılacak bir düzenleme mevcutken, Yeni Zelanda'da ise uygulama koşulsuz devam edeceği Merkez Bankası Yasasında mevcuttur. Yeni Zelanda Merkez Bankası Kanada Merkez Bankasına nazaran daha hesap sorulabilir bir konuma sahipti. Hedefin tutturulamaması durumunda Merkez Bankası Güvernörü görevden alınabiliyordu. Kanada Merkez Bankası pratikte faiz oranlarını belirleyebilmekte ve Banka amaç değil araç bağımsızlığına sahipti.

Bu ülke uygulamasından genel olarak çıkarılacak derslerden ilki, Kanada'nın Merkez Bankası ve Maliye Bakanlığının ortak güdümlü çalışması hesap verebilirlik üzerine ilerleme kaydetmeleri başarıda yer alan etkenlerden biridir. Kamuoyuyla sağlanan iyi iletişim genel fiyatlarda şoklar sonundaki değişimle, enflasyon trendi arasındaki farkların rahat anlaşılmasını sağlamıştır. Bu sayede şoklar sonucu beklentilerde kötüşmeler geçici olarak yer almıştır.

İkinci olarak Kanada da uygulanan esnek politika fiyat istikrarını sağlamada ve sürdürmede engel teşkil etmemiş, hedefler tutturulamasa bile hemen tepki olarak Kanada Merkez Bankasına yaptırımlar uygulanmamıştır. Bunu sağlayan ise yine kamuoyuyla kurulan iletişimin olumlu gücü ve şeffaflıktır. Nedenlerin doğru şekilde kamuoyuyla paylaşılması kredibilitenin devamlılığını sağlamıştır¹¹⁹.

VI-1- c) Enflasyon Hedeflemesi ve İngiltere

İngiltere 1976 yılının haziran ayından itibaren para politikasını, parasal hedefleme sistemiyle yürütmeye başlamıştır. Bu parasal hedefler belirlendiğinde özellikle fiyat ve ücret kontrolü için gelir politikaları ve yüksek faizli banka mevduatları üzerine vergi sistemine bel bağlanmıştır. Böylece M3 büyümesi düşürülerek hedef tutturulmaya çalışılmıştır¹²⁰. Gelirler politikası 1978-1979 yılları arasında çökünce enflasyonda hızlı bir artış yaşanıp %10'lu seviyelere çıkmıştır. Buna ek olarak kamu kesimi borçlanma ihtiyacı GSYİH'nın %5'leri seviyesine yükselmiştir. 1980 ve 1981 yıllarında ekonomide resesyon yaşanmıştır.

Thatcher dönemiyle beraber tekrar kredibilite sağlanması amaçlı yeni bütçe oluşturulup, beş yıllık planlama yapılmış ve yeni M3 hedefleri belirlenmiştir. Bu dönemle birlikte KKBG'yi düşürülerek ve M3 hedefleri tutturularak dezenflasyon süreci yaşanması amaçlanmıştır. Fakat M0 (parasal taban) göstergeleri enflasyonun geleceğini göstermekte M3 hedefine nazaran daha iyi indikatör olmuştur. M3 hedefleri 1986 yılına kadar açıklanmaya devam etmiş fakat para politikasının oluşturulmasında M0 daha öncelikli bir indikatör olarak kullanılmıştır.

Hedeflerin tutturulamamasının verilen taahhütlerin yerine getirilememesi nedeniyle ortaya çıkan güven azalmaları, yeni tartışmaları beraberinde getirmiştir. Özellikle parasal

¹¹⁹ Bernanke Ben S, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen, (1999), a.g.e, s. 144

¹²⁰ Bernanke Ben S, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen, (1999), a.g.e, s. 148

hedefler yerine bu dönemde alternatif stratejiler düşünülmüş bunlar nominal GSYİH ve döviz kuru hedeflemesi üzerine yoğunlaşmıştır.

Parasal hedefler, 1987 yılıyla beraber önemini yitirmiş ve Sterlin 3 Deutschemark'a yakın bir bant aralığında sürdürülmesi kararlaştırılmıştır. 1986 ve 1987 yıllarında ekonomide büyük bir büyüme sağlanmış (%5,3 ve %4,8) enflasyon bu yıllarda %3,4 ve %4,1 olarak gerçekleşmiştir. 1986 ve 1987 yılında parasal göstergeler ışığında borçlanma faiz oranları %9 dan %7 seviyesine indirilmiştir. Bununla beraber yüksek büyüme ve faiz oranlarındaki inişle enflasyon baskısı gözlenmeye başlanmıştır. 1990 yılında %10'luk bir enflasyon kaçınılmaz olmuştur. 1990 yılında enflasyonun ve faizin en üst seviyede olduğu süreçte İngiltere Avrupa Döviz Kuru Mekanizmasına (E.R.M) katılma kararı almıştır. E.R.M'e geçişle kredibilitenin artırılıp para politikalarına yeni disiplin getirileceği düşünülmüştür. Bu disiplinin yardımıyla enflasyon beklentilerin aşağı çekilerek fiyat istikrarı sağlamada avantaj yakalamak istenmiştir.¹²¹ 1992 yılında eylül ayında yaşanan döviz kuru krizi hükümeti döviz kurunu ağır bir bedelle korumaya yada ERM'den ayrılma gibi iki seçenekten birini seçmeye zorlamıştır. Hükümet kredibilite kaybını göze alarak E.R.M'den ayrılma kararını almıştır.

Ekim 1992 tarihinde enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikasına geçilmesiyle birlikte hükümet piyasalara fiyat istikrarının en önemli para politikası hedefi olarak kabul ettiğini piyasalara duyurmuştur. Enflasyon hedefi ilk kez Maliye Bakanı Norman Lamont tarafından 8 Ekim 1992 Muhazafakar Parti'nin Konferansında açıklanmıştır. İngiltere'nin enflasyon hedeflemesini, sterlinin üç hafta önce Avrupa Döviz Kuru Mekanizması'nda ayrılmasına açık bir tepki olmuştur. Maliye Bakanı bu uygulamayla, Hükümetin fiyat istikrarı taahhüdünü ilişkin güvenirliliğini yeniden sağlamayı amaçlamıştır. Zira Eylül 1992'de yaşanan döviz krizi ve sterlinin %10'dan fazla devalüe edilmesi hem ülke içinde hem de ülke dışında büyük kredibilite kaybına yol açmıştır. Enflasyon hedeflemesine geçişle beraber İngiltere için ana değişiklik, para politikasının oluşturulmasında herhangi bir ara hedef değişkenin belirlenmemesidir ve artık parasal ve döviz kuru hedeflerine son verilmiştir. İngiltere Merkez Bankası Güvernörü Leigh Pemberton 1992'de şu sözlerle konuya açıklık getiriyordu. "Para politikası artık tek taraflı bir hedef değişken ilişkiyle yürütülemez. Para politikasının ana hedefi fiyat istikrarıdır. Bu nedenle, bu politikayı gelecek enflasyona ait beklentilerle ilişkilendirerek yürütmek zorundadır. Sonuç olarak, politika uygulayıcıları mümkün olan her değişkenden yararlanmalıdır." Böylece

¹²¹ Allen William ,(2000), İnflation Targeting İn The United Kingdom(1992-2000), "İnflation Targeting Conference" ,The Central Bank Of The Republic of Turkey

enflasyonun hedeflenmesi, para politikasının amacını gerçekleştirmenin tek pratik yolu olarak görülmüştür¹²².

Para arzları ve kurlar İngiliz Merkez Bankası tarafından yakından takip edilmesine rağmen ara hedef olarak kullanılmamışlardır. Dar ve geniş para arzı tanımları (M0 ve M4) raporlarda izlenen büyüklükler olarak bahsedilmiş, fakat hiçbir zaman bunlar üzerine hedefler konmamıştır. Merkez Bankası fiyat istikrarını sağlama amacını gerçekleştirirken para politikasını son derece şeffaf bir yapı içerisinde uygulamıştır.

İngiltere'deki enflasyon hedeflemesi politikasının özelliklerinden bir tanesi RPIX'in (perakende fiyat endeksinden ipotek faiz maliyetlerinin çıkarılması) hedef fiyat endeksi olarak seçilmesidir. Enflasyon hedefi 1997 yılının Mayıs ayına kadar yüzde 1 - 4 aralığı, bu tarihten sonra ise % 2,5 +/-1 puan olarak belirlenmiştir. Bu endeks diğer ülkelerin kullandığı fiyat endekslerinin aksine petrol ve gıda ürünleri fiyatlarını içermektedir. İngiltere örneğinin bir diğer farklı özeliği ise enflasyon hedeflemesi politikasını İngiltere Merkez Bankası yürütürken, RPIX bazındaki enflasyonu başka bir kurumun, Ulusal İstatistik Ofisinin hesaplamasıdır. Bu özelliklerinin yanında İngiliz Merkez Bankası enflasyon hedeflerini çok katı bir şekilde uygulamamış, reel ekonomideki değişmelere tepki verebilen esnek bir yapı oluşturmuştur. İngiltere Merkez Bankası enflasyon hedeflemesinde resmi faiz oranlarını (base rates) temel politika aracı olarak kullanmıştır. Kurlar gibi kısa dönemde enflasyonu etkileyebilen araçların yerine faizlerin tercih edilmesi Merkez Bankasının kısa vadeli de il de orta vadeli bir enflasyon hedefi oluşturmak istemesinden kaynaklanmıştır.

1993 yılından itibaren Merkez Bankası'nın bağımsızlığının artırılmasına yönelik gelişmeler olmuştur. Ağustos 1993'ten itibaren Merkez Bankası enflasyon raporunu hazırlayıp Hazine'ye göndermeye başlamıştır. Bu şekilde enflasyon raporunun hazırlanması tamamen Merkez Bankası'na devredilmiştir. Kasım 1993 tarihinden itibaren ise aylık toplantılarda alınan faiz değişimi kararlarının bir sonraki toplantıya kadar geçecek bir aylık sürede ne zaman uygulanacağı kararı tamamen Merkez Bankası'nın inisiyatifine bırakılmıştır. İngiltere Merkez Bankası kurumsal düzenlemenin yapıldığı 6 Mayıs 1997 yılına kadar araç bağımsızlığına sahip olamamıştır. Merkez Bankası bu tarihe kadar, Hükümetin belirlediği enflasyon hedefini gerçekleştirmekle ve para politikasını yürütmekle yükümlü kılınmıştır. Gelecek dönemlere ilişkin enflasyon öngörülleri ve faiz hadlerinin

¹²² Oktar Suat, (1998), a.g.e, s. 8

değiştirilip değiştirilmeyeceği Merkez Bankası ile Maliye Bakanlığı'nın ortak kararına bağlı kalmıştır

Ancak 1997'nin Mayıs ayı başında iktidara gelen İşçi Partisi'nin Maliye Bakanı sürpriz bir biçimde faiz hadlerinin kontrolü yetkisinin bütünüyle Merkez Bankası'nın tasarrufuna bırakıldığını açıklamıştır. Merkez Bankasına araç bağımsızlığı veren bu kararın temelinde yatan önemli faktör olarak, bankanın süreç içerisinde gösterdiği yüksek performanstır. Bunun yanı sıra; Merkez Bankasının enflasyon hedeflemesi yaklaşımı çerçevesinde faaliyetlerinin açıklığına bağlı olarak sorumluluğunun artması da bir diğer önemli faktör olarak kabul edilmiştir. Böylece Hükümet, para otoritesine sağladığı bağımsızlıkla, para politikası üzerinde olumsuz etkiler yapabilecek politik nüfusun kırılmasını ve dolayısıyla fiyat istikrarının sağlanmasını amaçlamıştır.

Yine, yeni bir düzenleme olarak parasal politika komitesi kurulmuştur. Komitenin dokuz üyesi olup; guvernör ve iki guvernör yardımcısından, İngiltere Merkez Bankası'nın iki genel müdüründen ve hükümet tarafından akademik kesimden yada finansal konularda uzman olan kişiler arasından seçilmiş dört üyeden oluşmaktadır. Komitede, hazinenin bir de gözlemcisi yer almaktadır. Ancak, hazine gözlemcisi toplantılarda tartışmalara katılmasına ve mali ve parasal konularda görüşlerini belirtmesine karşın, parasal politika kararları üzerinde oy hakkı bulunmamaktadır. Komitenin üyelerinin görev süreleri üç yılla sınırlı olup, bu sürelerin yenilenebilmesi söz konusudur.

Enflasyon hedeflemesiyle beraber İngiltere Ekonomisinin genel olarak incelendiğinde kısa dönem ekonomik çıktı ve enflasyon trade off'u görülmemiştir. RPIX ilk kez Kasım 1993'de yüzde 2.5 hedefine ulaşmış ve bu düzeyi 1995 yılının başına dek sürdürebilmiştir. Bununla beraber, Merkez Bankasının enflasyonist baskıların oluşmaya başladığını söyleyerek faiz oranlarında belli bir artışı savunmasına karşın Maliyenin bunda direnmesi sonucunda ekonomideki büyüme, garanti altına alınmış, işsizlik oranları düşürülmüş fakat RPIX enflasyon oranı artışa geçmiştir. Maliye'nin, Merkez Bankasının faiz oranlarına ilişkin önerilerini kabul etmemesi ve ithalat fiyat endeksinde oluşan artışların enflasyonist etkilerini hesaba katması sonucu Banka, 1996 yılına ilişkin fiyat öngörülerini 1 puan yükselterek yüzde 4 düzeyine çıkarmıştır. Bu şekilde somut bir biçimde kamuoyuna ilan edilen Hazine ve Merkez Bankası arasındaki bu görüş farklılığı, 1996 yılında da devam ederken gelişmeler, yukarıda da bahsedildiği gibi, Merkez Bankasının öngörülerinin haklı olduğunu kanıtlayarak Bankanın pozisyonunu güçlendirmiştir. Nitekim, 1996 yılı boyunca RPIX, yüzde 2.8-3.1 bandında gerçekleşmiştir. 1997 yılının Mayıs ayında operasyonel

bağımsızlık verilen İngiltere Merkez Bankasına, yeni dönemde bunu uygulamaya başlamasından hemen önce, Hükümet tarafından verilen enflasyon hedefleri revize edilerek “temel enflasyon” oranının, yüzde 2.5 düzeyi çevresinde +/-1 bandında yer alması öngörülmüştür. Özellikle 1997 yılıyla Merkez Bankasının bağımsızlığını kazanmasıyla enflasyon beklentilerinde düşüşler yaşanmıştır¹²³.

Enflasyon hedeflemesinin İngiltere uygulamasından çıkarılabilecek ilginç dersler mevcuttur. 1997 yılına kadar hükümetin yönlendirdiği ve enflasyon hedeflerini koyduğu süreçte gerçek şeffaflığın sağlandığı söylenemez. Hükümetin kafasındaki enflasyon hedefi ,bu hedefin tutturulup yada tutturulmadığı zaman hesap verilebilirlik konuları o dönemde bazı soru işaretlerinin doğmasına neden olmuştur. Şeffaflığın eksikliği yapılan taahhütlerdeki gerçekliği ve kısa dönem politik önceliklerin para politikasını nasıl etkileyeceği konusunda bazı belirsizlikler yaratmıştır. Buna rağmen 1997 öncesi İngiltere enflasyon hedeflemesi düşük ve istikrarlı enflasyon oranları elde etmiştir. Diğer merkez bankalarına nazaran güçsüz pozisyona sahip olmasına rağmen, İngiltere Merkez Bankası kamuoyuyla kurduğu iletişim becerisi (özellikle hedeflerde oluşabilen isabetsizliklerin açıklanması) fiyat istikrarının sağlanmasında etkin bir rol oynamıştır¹²⁴.

VI-2) GELİŞMEKTE OLAN ÜLKE DENEYİMLERİ

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin önündeki iki önemli engel mevcuttur. (1) Merkez Bankası'nın bağımsız para politikası uygulayabilme yetkisinin olması (2) tartışmasız enflasyonun öncelikli hedef olması.

Aslında gelişmekte olan ülkeler birçok yönden homojen olmayan bir yapı içindedirler. Her ne kadar bir çok yönden benzer uygulamalarda bulunsalar da finansal gelişmişlik açısından farklı evrelerde olmaları ve farklı finansal krizler yaşamış olmaları olaylara yaklaşımlarında farklılık yaratmalarına sebep olmaktadır. Ama bu ülkelerin çoğunda yaşanan yüksek enflasyon oranları enflasyon hedeflenmesinin uygulanmasındaki en büyük sorundur.

Bunun dışında bu ülkelerdeki kamu kesimi borçları, belirsiz kur uygulamaları da enflasyon hedeflemesini ana amaç olmaktan zaman zaman çıkarmaktadır. Merkez Bankalarının özerklik derecesi ile ilgili gelişmekte olan ülkeler üzerinde yapılan

¹²³ Bernanke Ben S, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen (1999) , a.g.e, s. 168-169

¹²⁴ Bernanke Ben S, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen ,(1999), a.g.e, s. 170

çalışmalarda bağımsız para politikası yürütülmesini engelleyen üç faktör ortaya çıkmaktadır. Bunlar; hükümetlerin büyük oranda senyoraj gelirlerine dayanmaları, aşırı kamu borcu ve hassas bankacılık sistemidir. Gelişmekte olan ülkelere genel olarak bakarsak¹²⁵:

-Senyoraj gelirleri GSMH'nın %1.4-3 aralığında bulunmaktadır. Gelişmiş ülkelerde ise %1'i geçmemektedir.

·Ortalama kamu açıkları, enflasyon ve senyoraj gelirleri arasındaki ilişki bölgeler ve ülke grupları arasında değişmektedir.

-Orta büyüklükteki gelişmiş ülkelerde senyoraj gelirleri gelişmiş ülkelerin ortalamalarına yaklaşmaktadır.

-Bunun dışında açık olan bir nokta var ki gelişmekte olan birçok ülkede mali politikaların baskınlığı zayıf finansal yapıları zorlamakta bu durum ise para politikalarının bağımsızlığını etkilemektedir. Bu ülkelerin çoğunda Merkez Bankası'ndan bağımsız etkili enstrümanları kullanabilmek için vergi tabanını genişleten kamu sektörü reformuna ihtiyaç vardır. Düzgün çalışan finansal piyasaya sahip, düşük seviyelerde enflasyon oranı olan, mali baskınlığın belirgin olmadığı gelişmekte olan ülkelerde dahi bağımsız para politikası kur rejimi ve sermaye hareketlerinin genişliğiyle doğrudan ilişkilidir. Bunların yanında:

-Birçok gelişmekte olan ülkede optimum enflasyon oranı konusunda konsensüs sağlanamamaktadır. Bu nedenle seçilen hedefler keyfi olarak kabul edilmektedir.

-Ayrıca orta vadeli enflasyon hedefinin hangi hızda gerçekleştirilebileceği konusu da net değildir.

-Enflasyon hedeflemesine temel oluşturacak olan fiyat endeksi seçilmesi para otoritesi açısından ciddi bir problem olarak karşımıza çıkmaktadır.

-Bir çok gelişmekte olan ülkede yönetilen ve kontrol edilen fiyat seviyeleri, fiyat endekslerinin önemli bir parçasını oluşturmaktadır ve bu nedenle de kısa vadeli enflasyonun önemli bir etkeni olmaktadır.

VI-2-a)Enflasyon Hedeflemesi ve Meksika

Meksika ekonomisi, 1988-94 yılları arasında kapsamlı bir istikrar programı uyguladı. Yapısal reform, özelleştirme gibi unsurlarla desteklenen maliye ve parasal politikalar ile birlikte ekonominin istikrara kavuşturulması amaçlanmıştı. Oldukça geniş bir zaman dilimine yayılan politikalar içerisinde en önemli yeri dezenflasyon programı teşkil ediyordu. Sabit döviz kuru üzerine kurulu olan dezenflasyon programı, geniş bir toplumsal

¹²⁵ Karapınar Burak ,(2001), a.g.e, s. 6

katılım ile birlikte 1994 yılına gelinceye kadar başarılı bir biçimde uygulandı. Kur sisteminde toplam sekiz kez değişikliğe gidilmesine rağmen herhangi bir sorun yaşanmadı ve üç haneli enflasyon rakamları ile başlayan uzun yolculukta 1994 yılına gelindiğinde %20'li seviyelerin altı görülmüştü. Meksika'nın NAFTA'ya katılması da ekonomik başarıyı daha da körüklemişti. Ancak, 1994 yılında yapılacak seçim öncesinde siyasi arenada yaşanan huzursuzluklar ve başkan adayının ayrılıkçı Zapatista'lar tarafından öldürülmesi ekonomiyi de olumsuz etkiledi. Uygulanan dezenflasyon programının bir sonucu olarak ortaya çıkan yüksek cari işlemler açığı, aşırı değerli para birimi ve sabit kur sisteminin devam etmeyeceğine yönelik şüpheler de ekonomik sorunların artmasına yol açtı. 1994 yılının Nisan ayına gelindiğinde ekonomide artan riskin temel göstergesi olan faiz oranlarında hızlı bir artış gözlemlendi. Kısa vadeli faiz oranlarının göstergesi olan 28-günlük peseta cinsinden kağıtların(Cetes) faiz oranları iki ay öncesine göre %10'dan %16'ya yükseldi. Daha da kötü olarak, vadesi oldukça kısalan iç borç stoğunu döndürmek oldukça zor bir hale geldi. Düzenlenen ihalelere yeterli talebin gelmemesi ve seçim yılı olması nedeniyle faiz oranlarının yükselmesine müsaade edilmemesi (yüksek faiz oranları ekonomik büyümeyi olumsuz etkiler ve ekonominin küçülmesi seçim yılında siyasi olarak tercih edilmez) otoriteleri farklı arayışlara itti. İhalelere teklif gelmemesinin ana nedeni pesetaya olan güvensizlikti. Bu noktada otoriteler peseta cinsinden kağıtları (cetes) ABD doları cinsinden kağıtlarla (tesobonos) değiştirmeye başladı. Bu operasyon kısa vade içerisinde oldukça olumlu olarak algılandı çünkü tesobonolar ile birlikte hem vade yapısı uzamış hem de daha düşük maliyetler borçlanılmaya başlanmıştı. Ekim ayına gelindiğinde geniş tanımlı para arzında (M3) büyük bir artış yaşandığı gözlemlendi ancak bu artışın büyük bir kısmı ABD dolarına bağlı kısımda yaşanmıştı (M3 içindeki ABD dolarına bağlı kısmın payı 1993 yılı sonunda %9.2 iken 3. çeyrek 1994 sonunda %21'e yükselmiş). Tesobonoların hacmi de Mart-Ekim döneminde 10 milyar dolar civarında artış kaydetmişti.

Bu olumlu gelişmelere rağmen Ekim ayı sonuna doğru ana muhalefet liderinin de öldürülmesi ikinci dalga bir krizi beraberinde getirdi. Ekonomik temellerde meydana gelen hızlı bozulma ve siyasi ortamdaki huzursuzluk ile birlikte pesetadan kaçış hızlanmış ve ABD dolarına endeksli kağıtların miktarı Kasım sonu itibarıyla 19 milyar dolara yükselmişti. Bu noktadan sonra kur rejimini sürdürmek imkansız hale gelmişti ki; 20 Aralık tarihinde IMF ve Amerikan Hazinesi'nin de önerisi ile kur bandı %15 genişletildi. Bu değişiklikteki amaç pesetadaki değerlenmeyi aşip ekonomiyi düzlüğe çıkarmaktı. Ancak, bu hareket güvensizliği dahada artırdı ve sadece Aralık ayında Meksika Pesetası %54 değer kaybetti. 1995 yıllarında da dengeye oturmayan döviz kuru %43.5'lik bir değer

kaybı daha yaşadı. Bankacılık sektörü 88-94 istikrar programı döneminde yeniden yapılandırılan Meksika'da ciddi bir bankacılık krizi yaşanmamasına rağmen ve Meksika pesetasının aşırı değerli olmamasına rağmen kümülatif olarak %121 civarında bir devalüasyonun yaşanması temel olarak tesobonolara bağlandı. 2 Şubat 1995 tarihinde 5.2 milyar dolar, Haziran-Ağustos 1995 döneminde de 8.4 milyar dolar tutarında bir tesobono geri ödemesi yatırımcıların tedirgin olmasının arkasında yatan ana unsurdu. Bu tahvillerin geri ödemesinde sorun yaşanabileceği görüşü (konsolidasyon) büyük çaplı devalüasyonun ana nedeni idi. ABD Hazinesi, IMF ve Dünya Bankası tarafından 1995 yılında sağlanan 40 milyar dolarlık yardım ile birlikte konsolidasyon riski ortadan kaldırıldı. Bu kriz sonrasında 1995-96 yıllarında büyük bir ekonomik küçülme yaşandı ve enflasyon kriz öncesi seviyelere yükseldi.

IMF destekli yeni programla gerek mali gerek para politikasında daralmaya gidilirken, bankacılık sisteminin tamamen çökmesini engelleyecek düzenlemeler yapıldı. Yeni programla beraber parasal taban üzerine bir üst limit konularak yeni bir çıpa oluşturulmaya çalışılsa da bunun yürümeceği kısa bir süre sonra anlaşıldı. Daha sonra Meksika ekonomi yönetimi sadece tek bir parasal göstereyi hedef olarak alıp bunu kontrol etmek yerine, daha geniş kapsamlı bir politika izlemeye karar verdi. Bu yeni politikada faiz oranlarının doğrudan bir araç olarak kullanılması programlanmıştı. Bu amaçla 28 günlük bir sürede bankaların Merkez Bankası'na olan yükümlülüklerin sıfır olması ana esas olarak belirlendi¹²⁶. Herhangi bir Bankanın gün içinde Merkez Bankası'na borçlu kalması durumunda, "ceza faizi" olarak adlandırılan piyasa faizinin üstünde bir faiz oranı ödemesi gerekiyordu. Eğer bankanın Merkez Bankası nezdindeki hesabı pozitif bakiye vermişse, bu durum bankanın piyasa faizinden vazgeçmesi anlamına geliyordu. Merkez Bankası ise fonlama davranışını bu esasa göre belirliyordu. Gerekli gördüğü durumda yeterli fonlama yapmayarak sistemi açıkta bırakıyor ve faizler yükselmiş oluyordu. Böylece enflasyonu kontrol altına almaya çalışan Merkez Bankası, bunu kısa vadeli faiz oranlarını bir politika aracı kullanarak yapmaya çalışıyordu.

Döviz kurlarına bakıldığında 1994 krizinden sonra dalgalanmaya bırakıldığını ve herhangi bir kur taahhüdüne girilmediği görülmektedir. Aşırı dalgalanma olduğunda şeffaf bir müdahaleler gelmiştir. Reel kur endeksi ülkenin rekabet gücünü koruyabilecek seviyede kalmıştır.

¹²⁶ Carstens Agustin G. , Alejandro M. Werner,(1999), Mexico's Monetary Policy Framework Under A Floating Exchange Rate Regime, IMF (1999) Publications, s. 26

Yapılan çalışmalar, Meksika ekonomisinde enflasyona yol açan asıl etmenlerin parasal kaynaklı olmadığını göstermektedir. Ücretler ve kamu kesimi tarafından üretilen malların fiyat artışlarındaki katılıklar enflasyonun başlıca sebeplerini oluşturmaktadır. Parasal göstergeler enflasyonla uyum göstermekteydi.

1996 yılında Bank of Meksika'nın açıkladığı para programı üç temel unsurdan meydana gelmekteydi. A)- Yıllık enflasyon hedefi oranı B)- Toplam uluslararası net rezerv miktarı ve net iç kredi miktarı C)-Merkez Bankasının ihtimal dahilindeki beklenmedik şartlarda düzenlemeleri. 1996 ve takip eden yıllarda enflasyon hedefi açıkça belirlenmiş ve para programları ile kamuoyuna duyurulmuştur.

1996-2000 yılları arası belirlenen enflasyon hedefiyle beraber net yurtiçi kredi miktarına limit getirilmiş, net uluslar arası rezervleri ve para tabanı büyüme oranı ara hedef olarak kullanılmaya başlanmıştır. Oluşacak enflasyon baskısı değinildiği üzere faiz hareketleri ve kısa dönem faiz oranları ile elemine edilmeye çalışılmıştır. Bu dönemde gerekli şeffaflık sağlanamamış kamuoyuyla diğer ülkelerle karşılaştırıldığında yeteri kadar iletişim kurulamamıştır.

1998 yılından itibaren para politikası daha ileriye dönük hale gelmiş, koyulan enflasyon hedeflerinin tutturulması yönünde daha çaba harcanır hale gelmiştir¹²⁷. 1999 yılında orta vadeli enflasyon amacı belirlenmiştir. 2000 yılıyla beraber Merkez Bankası tarafından yılda dört defa olmak üzere enflasyon raporu yayınlanmaya başlamıştır. Bu raporda geçmiş ekonomik performans ve enflasyon sonuçları ile beraber ileriye dönük enflasyon beklentileri, ekonomik performans tahminleri yer almaktadır. Para politikasında olan değişiklik durumunda Merkez Bankası gerekli açıklamaları yapmaya başlamıştır. Meksika da gerekli iletişim ve şeffaflık ancak dört yıl sonra sağlanabilmiştir.

2001 yılına gelindiğinde Net iç krediler ve uluslararası rezerv hedefleri kullanılmamaya başlanmıştır. Meksika'daki enflasyon oranlarına baktığımızda 1995'te %52 seviyesinde olan enflasyon, 1996'da %27,7 ye düşmüştür fakat 1996 yılı hedefi %20,5 ten daha yüksek çıkmıştır. 1997 yılında %15,07'ye gerileyerek %15'lik hedef yakalanmıştır.1998 yılında %12'lik hedef yakalanamamış ve enflasyon %18,6 olarak gerçekleşmiştir. 1999 yılında hedef artırılarak %13 seviyeye çıkarılmış ve enflasyon hedef dahilinde %12,3 olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılında hedef %10 olarak ilan edilmiş ve

¹²⁷ Werne Alejanjdro M,(2001), Mexico Experience With I T, Exchange Rate Regimes and Inflation Targeting With A Fiscal Approach, The Central Bank Of The Republic Of Turkey, İstanbul , s. 43

enflasyon başarılı şekilde düşüşle %8,3 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında enflasyon %6,5 hedef doğrultusunda gerçekleşmiştir.

2002 yılında Meksika'da enflasyon %5,7 olarak gerçekleşmiş ve Meksika Merkez Bankası 2003 yılı için oldukça iddialı bir rakam olan ve aynı zamanda fiyat istikrarının sağlandığı kabul edilen bir oran olan %3'ü hedeflemiştir¹²⁸. Görüldüğü üzere Meksika'yı enflasyon hedeflemesinde başarılı sayabilmekteyiz. Gelişmekte olan bir ülkenin var olan tüm sorunlarıyla son on yıldır mücadele eden bu ülke enflasyonda yüksek rakamlardan oldukça istikrarlı rakamlara ulaşabilmiştir. Ancak şu da bir gerçek ki enflasyonun yüksek olduğu yıllar (1996 yılı) belirlenen hedefler tutturulamamıştır.

VI-2-b) Enflasyon Hedeflemesi ve Şili

Şili'de enflasyonun kontrolü amacıyla iki önemli istikrar programı uygulanmıştır. Bunlar 1959-62 ve 1979-82 yılları arasında uygulanan programlardır. Her iki program, istikrar sağlama aracı olarak nominal döviz kuru çapasına dayandırılmışsa da başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Şili'de enflasyonu düşürmek için üçüncü defa döviz kuru çapasının kullanılması, yeni bağımsızlığını kazanan Şili MB'nın kredibilitesini artırmasını oldukça güçleştirmiştir. Ara hedef olarak parasal büyüklüklerin kullanılması, finansal piyasaları geliştirmekte olan ve para talebinde dalgalanma görülen gelişmekte olan bir ülke için oldukça güç olmuştur.

Uzun bir süre yüksek enflasyon geçmişine sahip olan Şili'de 1990'dan itibaren bir dezenflasyon programı uygulamaya başlanmıştır. Aslında bölge itibariyle enflasyon hedeflemesi olarak para politikası açısından öncü olması ayrı bir önem kazandırmıştır. 1989 yılında yasa olarak merkez bankasının bağımsızlığı kazanması ile asıl hedef olarak fiyat istikrarını sağlamayı ve sürdürmeyi benimsemiştir. 1990 yılının eylül ayında 1991 yılının aralık ayı itibariyle enflasyon hedefini belirlemiştir. Bu hedef varolan belirsizlikten dolayı katı bir hedef olmamıştır. %20 oranındaki bir enflasyonla başlanılan bu politika yavaş ve temkinli bir süreçle %5'lerin altına çekilmesi amaçlanmıştır. Zamanla alınan başarılı sonuçlar doğrultusunda hedefler kamuoyu tarafından daha katı (tutturulmadığı zaman hesap verilebilirlik açısından) hale dönüştürülmüştür. 1994 yılıyla beraber Merkez Bankası nokta hedefler belirlemeye başlamıştır.

Enflasyonun hedeflendiği genel süreci 1990-1999 arası ile 2000 ve sonrası olarak ikiye ayırabiliriz. İlk kısımda, döviz kuru istikrarının sağlanması ve cari işlemler açığı

¹²⁸ Country news ,(2002) ,Mexico Targetin İnflation at 3 percent, [http:// www.onwisconsin.com/](http://www.onwisconsin.com/)

konusundaki kaygıların Merkez Bankasını sürekli olarak müdahale yapmaya itmiş, kur politikası olarak kayan bant sistemi uygulanmıştır. Fakat bu bant içindeki sınırlar da değişken idi. Ancak dokuz yıllık bir süre de nihai amaca ulaşma planlandığından, enflasyondaki azalma aşamalı olarak gerçekleşmiştir. Bu süreçte, kısa ve orta, orta vadede ekonomik büyüme dikkate alınmıştır. Diğer taraftan geniş bir bant içerisinde dalgalanmasına rağmen nominal döviz kuruna ilişkin açık bir hedef yanında, cari işlem açığına ilişkin hedefler takip edilmiştir. Merkez Bankasının para politikası yönetiminde, enflasyon oranlarıyla ilgili detaylı ve düzenli yayınları bu süreçte mevcut değildir. 1995 yılında Şili Pesosuna üç spekülative atağa Merkez Bankası başarı ile karşı koymuş, ancak 1997-1998 yılı finansal krizler Merkez Bankasını daha sorumlu olmaya itmiştir. Bu kriz süreci reel ekonomi için olumsuz sonuçlar üretmiş ve Şili ekonomisi 16 yıldan beri ilk defa resesyona yaşamıştır. İşsizlik oranı iki katına çıkmış önemli bir cari açık meydana gelmiştir. Tüm bu gelişmeler sonunda yeni bir enflasyon hedeflemesi çerçevesi hazırlanmak zorunda kalınmış, Eylül 1999'da, kayan bant kur sistemi kaldırılıp, esnek kur sistemine geçilmiştir. İstisnai durumlar hariç kur müdahaleleri ortadan kalkmıştır.

Gerçekte, dalgalı sistemin kabul edilmesi, hem piyasa güçleri tarafından döviz kurunun belirlenmesine fırsat vermiş hem de enflasyon hedeflemenin güçlenmesinin sağlamıştır. Bu süreçte enflasyon, MB için açık bir hedef haline gelmiştir. Hedefleme stratejilerinde, ileri düzeyde istatistik ve analitik modeller kullanmaya başlamış, açık enflasyon öngörülleri ile birlikte büyüme ilişkin veriler para politikası raporunda yayınlanmıştır. Para Politikası Raporu yılda üç kez yayınlanmaya başlamıştır. Bu raporda ayrıca 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 verilmektedir¹²⁹. Para politikası aktarım sürecinde; enflasyon yanında toplam harcama-gelir açığı, üretim artışı, döviz kuru artışı, işsizlik oranı, parasal ücret artışı, döviz kuru artışı, finansal politika şartları, piyasa faiz oranı ve vadeleri dikkate alınmıştır. 1999 yılında enflasyon hedefi %3,5 olarak, 2000 yılında ise %2-4 bandı kullanılmaya başlanmıştır.

Şili'de uygulanan enflasyon hedefleme deneyimi, diğer enflasyon hedefleyen ülkelerden bazı noktalarda ayrılmaktadır¹³⁰. Bunun birincisi; Şili, fiyat istikrarı sağlama programında aşırı ölçüde aşamalı yaklaşımı benimsemiştir. Yani enflasyon uzun bir dönem boyunca aşama aşama düşürülmüştür. 1990'da yüzde 25 seviyesinde olan enflasyon, 2000

¹²⁹ Garcia Pablo S, (2001), a.g.e, s. 160

¹³⁰ Altıntaş Halil, (2002), a.g.e, s. 90

yılı başında yüzde 3'e düşürülmüştür. 1990'dan başlayarak 1999'a kadar her Eylül'de sonraki yılın enflasyon oranı, bir önceki yılın enflasyon oranından daha düşük olarak belirlenmiştir. Enflasyon oranındaki bu azalma, enflasyon hedefi olarak belirlenen sayısal hedef için bir amacı yansıtmıştır.

Şili'de enflasyon, hedefleme rejiminde altında tek başına belirlenen bir değişken değildir. Eylül 1999'a kadar sürünen ve geniş döviz kuru bandı uygulanmış, sermaye girişlerinin sağlanması açısından dış rezervlerin birikimine yönelik düzenlemeler ve kontroller yapılmıştır. Enflasyonla beraber Şili Merkez Bankası, Sürdürülebilir cari işlemler açığının GSYİH'nın % 1-4 arasında olması amaçlanırken, 1996-98 yılları arası %4-5 aralığında olması istenmiştir.

Özet olarak enflasyon hedeflemesinde Şili tecrübesi oldukça başarılı görülmektedir¹³¹. Enflasyon %20 'li seviyelerden bugün itibariyle %3'lü seviyelere gerilemiştir. 1991-1997 yılları arasında elde edilen yüksek büyüme oranları başarılı ekonomik dönem geçirilmesini sağlamıştır. Bu başarı çift haneli yüksek enflasyon oranıyla da enflasyon hedeflemesinin kullanılıp, oluşacak bazı problemlerle başa çıkılabileceğini ve enflasyonun düşürülmesinde başarı kazanılabileceğini bir nevi ispatlamıştır.

Şili enflasyon hedeflemesinden çıkarılabilecek bazı sonuçlar şunlardır.

-Yüksek enflasyondan denge enflasyon oranına geçiş sürecinde, enflasyon hedeflemenin nominal bir çapa rolünü yerine getirdiği kabul edilmelidir.

-Enflasyonun uzun dönem veya denge seviyesi olarak bilinen değere ulaştığı zaman, enflasyon hedeflemenin zaman boyutu yeniden tanımlanarak enflasyon hedefleme parametreleri azaltılmalıdır. Böylece enflasyon hedefleme rejiminde kontrol edilebilir bir zaman süresine ulaşılması kolaylaşacaktır.

-Aktif para politikası, enflasyonla mücadele programının bir parçası olmasına rağmen, reel değişkenlerde önemli maliyetler ortaya çıkarmamıştır. Aksine, konjonktürel dalgalanmaların önlenmesinde önemli çabalar gösterilmiş ve bunda başarılı olunmuştur.

-Para politikası olduğundan daha fazla aktif olarak kullanıldığı dönemde bile, cari işlemler açığı amacı sağlanmaya çalışılmıştır. Bu amaç finansal kırılganlığın bir göstergesi olarak kabul edildiğinden reel döviz kurları, ihracat ve büyüme parametreleri yakından izlenmiş, uygun reel döviz kuru dengesinin sürdürülmesine önem verilmiştir.

¹³¹ Savastano A Miguel , Frederick Mishkin ,(2001) "Monetary Strategies For Latin America", *Journal of Development Economics*, Volume 66 , s. 316

VI-2-c)Enflasyon Hedeflemesi ve İsrail

İsrail'de %450 civarına yükselen enflasyonla beraber 1985 yılının Temmuz ayında anti-enflasyonist bir program uygulamasına geçilmiştir. Anti-enflasyonist programın ilk döneminde döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması, enflasyon bekleyişleri üzerinde olumlu bir etki yaparken, uygulanan politikaların enflasyon üzerinde belirli bir gecikmeyle etkili olması sonucu, “Şekel” değerli hale gelmiş ve bu şekilde dış ticaret açısından rekabet gücü kaybına neden olmuştur. 1987 başı ve 1988 sonu arasında İsrail'de bu sorunun çözülebilmesi için ara ara devalüasyonlar yapılmıştır. 1989 yılı başında son kez yapılan bir devalüasyonun ardından kurun, belirlenen temel bir kur çevresinde %3'lük bir bant içinde hareket etmesi kararlaştırılmıştır. Bu kararlar serbestleşen sermaye hareketlerine karşı İsrail Merkez Bankasına bir inisiyatif alanı sağlanması amaçlanırken sabit kur sisteminin uygulanmasının uluslararası rezervlere bağlı olduğunun anlaşılması ve bunun sonucunda gelen devalüasyonlar, anti-enflasyonist programa olan güveni sarsmış ve söz konusu kurun hareket bandının Mart 1990'da %5'e çıkması kararını getirmiştir. Bu gelişmeler sonucu, İsrail sabit kur sisteminden vazgeçerek yukarı eğimli hareketli kur (upward crawl) sistemine geçmek zorunda kalmıştır.

İsrail'de enflasyon oranı hedeflemesi, pozitif eğime sahip hareketli kur (upward crawling peg) bantlarının belirlenmesi esnasında kamuoyuna bunu tamamlayıcı biçimde enflasyon hedeflerinin ilan edilmesi yöntemine dayanmaktadır. Bu sistemde, gerçekte enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer ülkelerde uygulandığı şekilde fiyat istikrarını nihai hedef olarak almadan farklı olmak üzere enflasyonist bir ortamda hareketli döviz kuru rejimini sürdürebilmek için enflasyon oranının da hedef seti içinde yer aldığı bir politika seti olarak tanımlanabilir¹³². İsrail'de ilk enflasyon hedefi Aralık 1991'de, 1992 yılı için ilan edilmiştir. Buna göre enflasyon hedefi, 1987-1991 arasında %18.5 düzeyinde gerçekleşen ortalama enflasyon oranları referans alınarak bu oranların bir miktar altında olan %14-15 olarak belirlenmiştir. Aynı dönemde enflasyon hedefine ek olarak kur bandının pozitif eğimi için de %9 düzeyinde bir hedef ilan edilmiştir. Enflasyon hedeflemesine ilişkin ilk yıl uygulamaları başarılı olmuştur; 1991 yılı sonunda %19 olan TÜFE 1992 yılında, hedefin altında bir oran olan %11.9 düzeyinde gerçekleşmiştir. 1993 yılı için uygulanacak hedefler, 1992 yılının Kasım ayında ilan edilmiştir. Buna göre enflasyon hedefi %10, döviz kurundaki artış hızı da %8 olarak belirlenmiştir. Bu şekilde,

¹³² Balaban Aslıhan , Serkan Asil(2001), Enflasyon hedeflemesi, Pamuk Yatırım ,www.borsa.net/makaleler/ s. 2

1993 yılı içinde bütçe açığı/GSYİH oranı gerilemeye devam etmiş, parasal genişlemenin hızı düşmüş, işsizlik oranı düşüş trendine girmiş, buna mukabil GSYİH büyüme hızı düşmüş ve tüm bunların bir bileşkesi olarak enflasyon oranı gerileyerek %10.9 düzeyinde gerçekleşmiştir. Enflasyon oranında görülen gerilemeye karşın gerçekleşen oran bu yıl hedefi az da olsa aşmıştır. 1993'teki enflasyonist baskı yılın ikinci yarısından itibaren artmıştır. Bu gelişmede sözkonusu yılın ikinci yarısında hız kazanan barış görüşmelerinin önemli bir etkisi vardır; barış görüşmelerinin hız kazanması sonucu reel sektörde hızlanan aktivite, yükselen konut fiyatları ve artan iyimser beklentiyle likit varlıklara olan talep artmış ve dar tanımlı para arzındaki genişleme hız kazanmıştır. Bu gelişmelerin sonucunda enflasyonist beklentiler artmış ve bu da yılın sonunda enflasyon hedefinden sapma sonucunu getirmiştir.

1994 yılı için belirlenen enflasyon hedefi %8 ve kur artış oranı da %6 olarak belirlenmiştir. Bununla beraber, bu konuda önemli bir stratejik hata yapılarak 1994 yılı hedefleri oldukça erken bir dönemde, 1993 yılının Temmuz ayında ilan edilmiştir. Hedeflerin erken ilanından sonra gelişen enflasyonist baskılar 1994 yılı uygulama sonuçlarını da etkilemiş, buna karşın hedefleme politikalarına kamuoyunun inancını sarsacak bir etkiye neden olabilecek 1994 hedeflerinin revizyonuna gidilmemiştir. 1994 yılında büyüme hızı sıçrama göstermiş, geniş tanımlı para arzı artmış, bütçe açığı/GSYİH oranı yükseliş trendine girmiş ve bunların sonucunda yılın ikinci yarısında enflasyonist beklentiler tırmanışa geçmiştir. Bunun üzerine yılın son beş ayında İsrail Merkez Bankası tarafından faizler 3 kez artırılmak zorunda kalmıştır. 1995 yılı için tespit edilen hedef enflasyon yine ilk kez %8-11 gibi bir bant olarak belirlenmiştir. Bu noktada hedeflerin 1 yılı aşkın bir vade için tespit edilmesi görüşleri rağbet görmeyerek tespitlerin yıllık olarak yapılmasına devam edilmesi kararlaştırılmıştır.

1995 yılı için tespit edilen oranların belirlendiği bakanlar kurulu toplantılarında bir diğer gelişme de enflasyonla mücadele amacıyla, belirlenen hedeflere ulaşılmasında başarı sağlanabilmesi için, bir dizi karar alınması olmuştur. Buna göre, konut üretimini hızlandırarak konut piyasasından kaynaklanan enflasyonist baskıyı ortadan kaldırmak, ithalatın kolaylaştırılması için gerekli tedbirleri almak, yurtiçi üretimde bir sıkışma olması halinde tarımsal ürün ithalatını serbest bırakmak ve enflasyon hedefinin sapmasına neden olabilecek ücret ve faiz dışında kalan bütçe harcamalarına tavan getirmek, alınan kararların önemli bir bölümünü teşkil etmektedir.

1995 yılı içinde ekonomi canlılığını korumuş, bütçe açığı/GSYİH oranı artış trendini sürdürmüş, işsizlik azalmaya devam etmiş buna mukabil alınan kararların uygulanmasıyla cari açık artmış ve enflasyon oranı hedef bandının içinde kalmıştır. 1996 yılına ilişkin enflasyon hedefi, %7-10 olarak belirlenmiştir. 1997 yılı için belirlenen hedefler aynıken bu yılın bütçesinin daraltıcı bir bütçe olmasından ötürü düşen toplam talep ekonomideki yavaşlamanın sürmesine neden olmuştur. Bu yılın ikinci üç aylık dönemi itibariyle, beklenen enflasyon oranları hedef bantlarının içinde kalırken aynı dönem itibariyle gerçekleşen yıllık enflasyon %11.3 oranıyla hedeflenen bandı aşmıştır. Enflasyon hedeflerinin tutturulması amacıyla para politikasının aşırı genişlemesinin önüne geçilebilmesi için faiz oranlarının artmasının bir sonucu olarak İsrail'e 1994 yılından itibaren kısa vadeli sermaye girişi artmıştır. Bu durum bir yandan İsrail Merkez Bankasının uluslararası rezervlerini artırırken diğer taraftan da döviz kuru hedeflerinin üzerinde, kur artış oranını düşürme yönünde, bir baskıya neden olmuştur. Bunun giderilebilmesi için Merkez Bankası piyasalardan döviz alma yoluna gitmiş fakat bunun para arzı üzerinde getireceği artış sonucu enflasyon hedeflerinin tutturulabilmesine ilişkin amaç çelişmeye başlayınca Haziran 1997'de alınan bir kararla, döviz kuruna ilişkin hedef bandının eğimi %6 olarak bırakılmasına karşın bu bandın alt limiti %6'dan %4'e çekilmiş, üst limiti de %14'ten %28'e genişletilmiştir¹³³. Bu bandın, üst limitinin Mayıs 1998'e kadar %30'a kadar çıkması karara bağlanırken bu gelişmelerin İsrail'in mali sektör liberalizasyonunun tamamlanması sürecinde Merkez Bankasına, sermaye akımlarına karşı esneklik kazandırması amaçlanmıştır.

İsrail 1998 yılıyla beraber 1985 yılı sabit döviz kuru stabilizasyon programından daha ileriye dönük ve esnek diğer uygulayan ülkeler gibi enflasyon hedeflemesine geçişi tamamlamıştır. Aslında İsrail'in, diğer ülkelerin aksine fiyat istikrarını nihai ve tek hedef olarak para politikasını bu yönde uygulamaması önem arz etmektedir. İsrail, enflasyon hedeflemesi politikalarına, döviz kurunun belirlenmesi ve istikrarının sağlanması çerçevesinde önemli bir değişkenin hedeflenmesi şeklinde yaklaşmış ve bu bakış açısını, 1994 yılından itibaren enflasyon hedeflemesine daha güçlü bir destek vermesine rağmen, sürdürmüştür. 1998 yılına kadar gösterilen performansta, enflasyon hedeflemesi uygulamasında döviz kuru gibi ikinci bir değişkenin hedef olarak alınamayacağını göstermiştir. Yapılan çalışmalar da İsrail'de enflasyon hedefini tutturmak için gerekli faiz seviyesinin döviz kurlarını bant içinde tutmak için uygun olan faiz seviyesi ile aynı

¹³³ Bernanke Ben S, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen, (1999), a.g.e, s. 216-217

olmadığını göstermiştir. Bu ise faiz oranlarının kullanılarak uygulanan enflasyon hedeflemesinde döviz kurlarının serbest bırakılması gerekliliğini ispatlamıştır. Döviz kurlarının korunmasına yönelik müdahaleler fiyat istikrarının sağlanması ile çelişince uygulanan politikaların güvenilirliği zarar görmüştür.¹³⁴

İsrail'in 1998 yılı sonrası ekonomik performansına bakıldığında G.S.M.H büyümesi sırasıyla 1999'da %2,6 2000'de % 6,2 ve 2001'de %0 olarak gerçekleşmiştir. Tüfe Bazında enflasyon ise 1999 da %5,2 , 2000'de %1,1 ve 2001'de %1,3 olarak gerçekleşmiştir. Görüldüğü üzere 1999 yılından itibaren enflasyon oranlarında epey düşme yaşanmıştır. Fiyat istikrarının ön plana çekilmesi, para politikası kaygısı ile yürütülmesi, fiyat istikrarını sağlamada etkili olmuştur.

TABLO-2: ÜLKERE GÖRE ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMALARI ÖZELLİKLERİ

Ülke	Hedeflenen Fiyat Endeksi	Yıllık Enf. Hedefi	Başlangıç Yılı	Hedef Açıklaması	Enflasyon Raporu	Para Politikası Aracı
Yeni Zelanda	Çekirdek Tüfe(Faiz Ödemeleri İle Enerji, Petrol Meyve Sebze Hariç)	0-3	1990	Guvernör İle Maliye Bakanı Yapılan Anlaşma	Evet	Kısa Vadeli Faizler
Kanada	Çekirdek TÜFE(Gıda,Enerji Fiyatları Hariç)	1-3	1991	Maliye Bakanı Ve Guvernör	Evet	Kısa Vadeli Faizler
İngiltere	Parakende Fiyat Endeksi (İpotek Faizi Hariç)	2,5 +- %1	1992	Maliye Bakanı	Evet	Kısa Vadeli Faizler
Meksika	TÜFE	3	1996	Merkez Bankası	Evet	NİV, NUV, Parasal Taban, Kısa Vadeli Faizler
Şili	TÜFE	4,5	1990	Merkez Bankası	Evet	Döviz Kuru Bandı
İsrail	TÜFE	7-8 5 (2001)	1991	Guvernör Ve Maliye	Evet	Döviz Kuru Bandı Ve Kısa Vadeli Faizler

Kaynak: Ülke deneyimlerinden Faydalanılarak Hazırlanmıştır.

¹³⁴ Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Sergio Werlang , (1999), a.g.e, s. 77

VII-) TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİNE YAKLAŞIM

VII-1) TÜRKİYE EKONOMİSİNİN SON 30 YILINA BAKIŞ

1970'li yıllarının sonuna doğru Türkiye, petrol şokunun ardından gerekli makroekonomik ve yapısal uyum politikalarını devreye sokmakta geciken ülkelerin arasında yer almaktaydı.

Dış ticaret hadlerindeki olumsuz gelişmeye rağmen dış ticaret rejiminde ciddi bir reform gerçekleştirilmemiş, cari işlemler dengesi açıkları yurt dışından sağlanan borçlarla finanse edilmiştir. Ancak IMF'yle yaşanan anlaşmazlığın hemen ardından, 1978'de dış kredilerin kesilmesiyle birlikte Türkiye, dış borç krizini, benzer durumdaki birçok ülkeden daha önce yaşamak durumunda kaldı. Bu arada, iç ve dış dengelerdeki hızlı bozulmanın sonucunda enflasyon 1979 yılında %64 seviyesine ulaştı.

Yüksek enflasyon süresince 24 Ocak 1980'de ilan edilen istikrarlı politikaları paketi ile müdahale edildi. Türk Lirası yaklaşık %70 oranında devalüe edilirken, petrol ürünleri başta olmak üzere devlet kontrolünde üretilen mal ve hizmet fiyatlarına yüksek oranda zamlar yapıldı. 24 Ocak kararları ardından, 1980 yılında GSMH %1.1 oranında küçülürken, enflasyon %100'ü aştı. Ancak, iş başında bulunan koalisyon hükümetinin gerekli iradeyi sergileyememesi sonucunda istikrar programı uygulamasının tehlikeye girdiği bir sırada, 12 Eylül 1980'de silahlı kuvvetler yönetime el koydu.

Askeri rejim, 1983 yılında yapılan genel seçimlere kadar sürdü. Ancak siyasi ve sendikal faaliyetler üzerindeki kısıtlamalar Ekim 1987'ye kadar devam etti. 1980 yılında GSMH'nin %10'u olarak gerçekleşen Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi (KKBG), 1981'de %5.4'e çekildi. Alınan ekonomik önlemler sonucunda 1980'de %107 olan enflasyon, 1981'de %37 ve 1982'de %25 seviyesine düşürüldü. 1980-1985 döneminde aylık enflasyon oranı ortalama %3.2 olarak gerçekleşti. Bu oran 1978-1979 döneminde gerçekleşen %4.1'lik aylık enflasyon oranını altındaydı. Ancak, bütçe açığını kalıcı bir şekilde kontrol altına almak, yani KKBG'yi daha da aşağılara çekmek mümkün olmadı.¹³⁵

Bütçe açıklarını daha da düşürmek, yapısal reformları gerçekleştirmek ve enflasyonu kontrol altına almak için hem iç hem de dış konjonktür oldukça uygun olmasına rağmen, reformcu bir politikacı olarak görülen Turgut Özal'ın bile bu konuda yaptıkları oldukça sınırlı kaldı. Bütçe açıkları kalıcı bir şekilde kontrol altına almak bir yana, Özal hükümeti, 1984 yılında devlet harcamalarında şeffaflığa büyük darbe indiren parlamento kontrolü dışında bulunan bütçe-dışı fonlar uygulamasını başlattı. Zaman içinde bütçe-dışı fonlar

¹³⁵ Yılmaz, Kamil, Cevdet Akçay, Emre Alper, (2002), a.g.e, s. 25

hızla büyüdü ve bu fonlarda toplanan kaynaklar 1990'ların sonuna geldiğinde bütçe gelirlerinin yaklaşık olarak dörtte birine ulaştı.

1987 sonrasındaki siyasi rekabet ortamında ortaya çıkan popülist döngünün kamu bütçesi üzerindeki etkileri, kamu kesimi borçlanma gereksinimindeki (KKBG) belirgin artışta görülmektedir. Özellikle 1989 –1991 yılları arasında kamu sektörü ücret artışlarındaki patlamanın yansımaları sonucunda 1986'da %3.7 olan KKBG'nin GSMH'ye oranı, 1987-1989 döneminde ortalama %5.4 ve 1990-1992 arasında ise iki kat artışla ortalama %10.9 olarak gerçekleşmiştir.

Bir yandan kamu kesimi borçlanma gereksinimini hızla artarken, bir yandan da açık finansmanında 1986 yılından itibaren Merkez Bankası'nın para basma kaynakları dışında yollar aranmış ve devlet iç borçlanma senetlerinin alınıp satıldığı bono ve tahvil piyasalarına işlerlik kazandırılmıştır. 1988 ve 1989 yıllarında Türkiye ekonomisinde önemli bir durgunluk yaşanmıştır. 1988 yılında endüstriyel üretimde düşüş gözlenmiş ve bu düşüş 1989 yılının ilk yarısında da sürmüştür. Ekonomide durgunluğun giderilmesi ve yeni üretim kapasitelerinin yaratılması için 1989 yılının ortasından itibaren ya bilinçli olarak döviz kuru düşük tutulmaya başlanmıştır yada 32 sayılı kararın doğal sonucu olarak böyle bir sonuç meydana gelmiştir.¹³⁶

Ayrıca, Cumhuriyet'in kurulduğu yıllardan beri var olan sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamalar Ağustos 1989'da tamamen kaldırılmıştır. 1990 lı yıllarda TL'nin aşırı değerlenmesi sonucu büyümede olumlu katkısı gözlenmiş, iç tasarruf yetersizliği dış tasarruflarla giderilmiştir. Kısa vadede, sermaye hesabı serbestleşmesi yolu ile yurt dışından daha fazla sermaye çekilerek daha çok İthalat finanse edilebilmiş ve 1991 genel seçimlerinden önce yurtiçi tüketim ekonomisinin canlandırılması doğrultusunda belli bir başarı sağlanmıştır. Ancak bu karar 10-12 sene içerisinde ekonomide kırılganlığın ciddi ölçüde artmasına sebep olmuştur.

1992 yılından itibaren aşırı değerlendirilmiş TL. politikasından yavaş yavaş vazgeçilmiş, bu sırada yurt dışından borçlanılan kısa vadeli fonların ülkemize gelişini devam ettirmek için faiz oranları arttırılmıştır. Böylece TL'nin değer kaybı enflasyon oranına yaklaştırılmış, buna karşılık yurtiçi faiz oranları yükseltilmiştir. Reel faiz oranlarının yükselmesiyle ülkeye kısa vadeli döviz akışı sağlanırken, öte yandan yurt dışından borçlanma kaynağı bulamayan özel sektör üzerinde dışlama etkisi (crowding out) yaratarak bazı özel sektör yatırımlarını olumsuz yönde etkilemeye başlamıştır.

¹³⁶ Parasız, İlker ,(2001), a.g.e, s. 366

Bütçe açıkları ve dolayısıyla borç yükü artarken ekonominin daha hızlı büyümesini beklemek iktisaden doğru bir yaklaşım değildi. Nitekim, kamu sektöründe mali disiplin sağlanmadan ve gerekli düzenleme ve denetleme kurumları oluşturulmadan girişilen finansal liberalizasyon ve sermaye hareketleri serbestleşmesi sonucunda Türkiye, dönemin hükümeti tarafından beklenen büyüme potansiyelini gerçekleştirememesinin yanı sıra arzu edilmeyen ancak şaşırtıcı da olmayan sonuçlar ile karşı karşıya kaldı. Bu sonuçların başında yüksek ve kronik enflasyon ile büyüme sürecini ciddi boyutlarda kesintiye uğratan ekonomik krizler gelmektedir. İstikrarlı bir makroekonomik ortamın gündeme gelmemesi büyüme süreçlerinin zaman zaman krizler ile kesilmesine ve ciddi üretim kayıplarına yol açtı. Bütçe açıkları ile yapısal reformlar vasıtasıyla mücadele edilmemiş olması iktisadi ajanların ileriye dönük enflasyon beklentilerini indirmemelerine, hatta muhtemel monetizasyon ve artan enflasyon beklentilerini bugüne taşıyarak enflasyondaki yapışkanlığı artırmalarına neden oldu.

Makroekonomik ve siyasi belirsizlikler hüküm sürerken ve özellikle bu karardan en çok etkilenecek finans sektörünü yeniden düzenleyen yasalar çıkarılmadan sermaye hesabının serbestleştirilmesinin erken verilmiş bir karar olduğu izleyen yıllarda görüldü. Bu kararın ardından Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadele için kontrollü kur politikası izlemesi, TL'nin zaman içinde aşırı değerlenmesine yol açmış ve 1994 yılında hükümetin yanlış ekonomi politikaları yüzünden patlak veren krize katkıda bulunmuştur. Öte yandan, sermaye hesabının serbestleşmesinin üzerinden çok geçmeden bankacılık sektörü, düşük kur riski sayesinde yurt dışından düşük (%5-7) faiz oranıyla aldığı borçları devlete çok yüksek (ortalama %20) reel faiz oranlarıyla borç vererek önemli bir gelir kaynağı yaratmıştır.

1994 krizinin ortaya çıkmasında, yüksek enflasyon ortamında döviz kurunu kontrol edip faiz oranlarını düşürmek isteyen hükümetin çabaları rol oynamıştı. Bu etmen, denetimli bir sermaye hesabı ortamında çok da önemli olmayabilirdi. Sonuç olarak, Merkez Bankası'nın yabancı döviz rezervlerinde sürekli bir azalma gerçekleşti ve bu da Ocak 1994'te Türk Lirası'na spekülâtif bir hücumu neden oldu.

Krizin patlak vermesinden sonra üç ay gecikmeyle yürürlüğe giren IMF destekli program, oldukça standart bir programdı. Türk Lirası, ABD doları karşısında %28 devalüe edilirken, kamu sektörü ürün fiyatlarına ortalama %30 zam yapıldı. 1994 yılı boyunca, kamu kesimini daraltıcı ve döviz kazandırıcı tedbirler uygulandı. Bu tedbirler sonucu, üretim ve istihdamda gözle görülür bir daralma yaşandı ve 1994 yılı GSMH büyüme hızı eksiye döndü. İhracatta hızlı bir iyileşme gerçekleşti, aynı zamanda ithalat patlaması

tersine çevrildi ve neticede cari işlemler hesabında iyiye doğru bir gidişat gözlemlendi. 1995 yılı başından itibaren, kısa vadeli sermaye girişi artarken büyüme süreci yeniden başladı ve Türkiye ekonomisi krizi oldukça hızlı bir şekilde atlattı.

Görünürde Türkiye ekonomisi 1994 krizinden sorunsuz ve hızlı bir biçimde çıkabilmiştir. TL'nin değer kaybetmesinin etkisiyle artan ihracat sayesinde, büyüme süreci 1995 yılının ilk aylarından itibaren yeniden ivme kazandı. Başta finans sektörü olmak üzere bütün kuruluşlarda, ekonomiye olan güven yeniden tesis edildi. Bunun sonucunda 1994 yılına damgasını vuran yurtdışına yüklü miktarlarda sermaye kaçıışı, tersine çevrilebildi. 1997 Asya krizine kadar, yükselen piyasalara yönelen genel sermaye akışlarıyla oluşan mali ortamdan Türkiye de büyük ölçüde faydalandı.

Kriz sonrasında yürürlüğe konan devalüasyon ve kamu sektörü zamlarının ardından 1994 yılında %140'a ulaşan enflasyonun kontrolden çıkması, ekonominin bir hiperenflasyon dönemine girmesi ve böylece krizin daha da derinleşmesi olasılığı söz konusuydu. 1980'li yıllarda benzeri durumlarda Arjantin ve Brezilya ekonomilerinde fiyat-ücret sarmalı baş göstermiş, ve hiperenflasyon olgusu yaşanmıştı. Hızla artan fiyatlar karşısında reel ücretlerinin erimesine izin vermeyen sendikalar grev ve genel greve giderek ücretlerini arttırmış, üretim maliyetlerini artan şirketler bu artışı fiyatlarına yansıtınca enflasyon daha da yükselmişti. Ancak Türkiye'deki durum oldukça farklıydı. Türkiye'de yüksek ve kronik enflasyondan hiperenflasyona geçişin önündeki en önemli engel, emek piyasasının esnek yapısı ve sendikal faaliyetleri kısıtlayıcı yasalardı. Böyle bir ortamda 5 Nisan kararlarının üzerinden geçen bir yıl içinde, imalat sektöründe ortalama reel ücret %35 azaldı.

VII-1 a) Türkiye'de Enflasyonun Temel Nedenleri

Genel olarak baktığımızda Türkiye'de yüksek enflasyonun en önemli nedenlerinden birisi kamu gelirlerinin kamu harcamalarını karşılayamamasıdır.¹³⁷ Yani vergilerde yeteri kadar bir artışın sağlanmaksızın devlet harcamalarındaki artıştır. Kamu sektörü ya para stokunu artırarak ya da tahvil satışı yoluyla özel sektöre borçlanarak açıklarını finanse etme yoluna gitmektedir. Enflasyon nedeniyle kamu harcamaları hızla artarken vergi gelirleri aynı oranda artmamaktadır. Bu da kamu açıklarını arttırmaktadır. Hükümet açıklarını bono satarak kapatma olasılığı vardır. Uzun dönemde hükümetin yüksek

¹³⁷ Çetin Doğan , (1998) "Yüksek Enflasyon Dinamikleri ve Türkiye İçin Bir Çözümlemesi" **Banka ve Ekonomik yorumlar Dergisi** , Yıl 35, Sayı 3, s. 36

düzye kamu açıkları verdiğini ve bu açıkları sadece tahvil ihraç ederek karşıladığını varsayarsak tahvil stoku arttığı zaman hükümetin mevcut borçlarının faiz ödemeleri artar. Bu kamu açıklarının yükselmesine neden olur ve yeni tahvil ihracını gerektirir. Ve hükümet özel sektörü daha fazla tahvil almaya ikna etmek için daha yüksek faiz oranı teklif etmek zorunda kalabilir. Böylece mevcut borç üzerindeki faiz ödemeleri ve kamu sektörü açıklarının boyutu çok daha büyür ve bu açık tek başına yeni tahvil ihraçlarıyla karşılanamayabilir. Eğer böyleyse hükümet açıkları azaltmak için mali önlemler almazsa bu açıkları finanse etmede emisyonun başka bir seçenek kalmayacaktır. İşte hiper-enflasyon bu şekilde başlar.

Türkiye’de uzun yıllardan beri süren enflasyonun en önemli nedenlerinden birisi de para arzındaki artışlardır. Enflasyonu önlemede genelde sıkı para politikasının uygulandığı söylenmesine rağmen emisyon artış oranının yüksekliği bu politikanın gereklerini tam olarak yerine getirilmediğine işaret etmektedir. Diğer taraftan sıkı para politikası enflasyonun çözümünde temel değişken olarak gözüktürken, faiz oranlarının yükselmesine neden olduğu için tenkit edilmektedir. Faiz oranındaki yükselme ilk aşamada toplam harcamaları kısarak enflasyonist baskıları azaltır. Fakat faizin işletme maliyetlerinden birisi olması nedeniyle faiz oranlarındaki yükselmenin arz yönündeki enflasyonist baskıları daha da şiddetlendireceği iddia edilebilir.

Diğer bir konu ise Türkiye’deki enflasyon sürecinde atalet (“inertia”)öğesinin gittikçe artan bir önem kazandığınıdır. Örneğin, Ocak 1987-Ocak 2000 arasında, aylık 4 fiyat serisi (Tüketici, Toptan Eşya, Özel ve Kamu ayırarak ve bir arada) üzerinde yapılan çalışmada, bu dönemde enflasyonun %50’nin altına düşmediği, ve 1994 yılı dışında, %100’ün üstüne çıkmadığı olgularından hareketle Türkiye’de enflasyonun inatçı (persistent) bir özellik kazanmış olduğunu göstermektedir¹³⁸. Bu inatçı özellik, enflasyon oranının durağanlığından kaynaklanmakta, ve önemli uzun süreli bir bellek içermektedir. Bu sonuca göre, uygulanabilecek bir istikrar programı başlangıçta önemli bir direnmeyle karşılaşacak (örneğin, kamu açıklarının düşmesi, enflasyon oranında hemen ve orantılı bir düşme sağlamayacak); ancak sonunda enflasyonla mücadele başarılı olduğu zaman, bunun etkileri de, yani fiyat istikrarı da uzun sürecektir.

Türkiye’de enflasyon konusu üzerinde düşünen bir çok iktisatçı enflasyonun kendi kendini besleyen bir süreç haline geldiği kanısında birleşiyor. Piyasadaki bekleyişler, kamu

¹³⁸ Sönmez Atilla , (2002) “Türkiye’de Enflasyonun Siyasal Ekonomisi” İktisat İşletme ve Finans Dergisi , Yıl 17, Sayı 199, s. 19

açıklarının ancak gittikçe artan maliyetle kapatılabileceği, kamu açıklarını ortadan kaldıracak siyasal iradenin çıkamayacağı yönündedir. Bu bekleyişler enflasyona inatçı özelliğini vermektedir

VII-1-b) 1994-2002 dönemi

1994 krizinin ardından 1999 yılı sonuna kadar geçen süre zarfında enflasyonunu tek haneli rakamlara düşürülmesi için hiçbir çaba gösterilmedi. Öte yandan hükümet tarafından kriz sonrasında alınan bazı önlemler, kısa vadede toparlanma sürecine katkıda bulunmuş olsalar da, bunun sağlıksız bir iyileşme olduğu sonradan anlaşıldı. Nitekim, bu dönemde görülen iyileşme sürecinin daha sonraki krizlerin de temellerini oluşturduğu bugün daha iyi anlaşılmaktadır¹³⁹. Bu bağlamda hükümetin izlediği politikalar ile ilgili iki önemli noktadan bahsetmek faydalı olacaktır. İlk olarak, yurtdışından gelen kısa vadeli sermaye akışının teşvik edilmesi ve yurtdışına sermaye kaçışının önlenmesi amacı ile faizlerin yüksek tutulması, yurtiçi borçlanmada hızla bir yükselişe ve dolayısı ile 1990'ların sonlarına doğru yıkıcı sonuçların ortaya çıkmasına neden olmuştur. İkinci ise, krizin etkileri görülmeye başlandığı andan itibaren, bankalara daha rahat bir nefes aldirmek amacı ile, mevduat hesaplarının tam sigorta kapsamına alınması yönünde yapılan bankacılık sektörü düzenlemeleri daha sonraki dönemlerde sektörü olumsuz yönde etkilemiştir. Gerçekten de, bankacılık düzenlemeleri, istikrarsızlığın önemli nedenlerinden birini oluşturmuş; yeni bir yüzyıla girerken yaşanan son iki krizin oluşmasında anahtar rolü üstlenmiştir.

1994 krizinin etkilerinden kurtulmaya çalışılan Türkiye'de 1995 yılı enflasyonu sınırlı kalırken, 1996 ve 1997 yıllarında enflasyon tekrar yükseliş trendine girmiştir. 1997 de Hazinesin çıkardığı TÜFE'ye endeksli iki yıl vadeli ve üç ayda bir kupon ödemeli tahviller, faiz harcamalarında geçici bir rahatlamaya sebep olmuştur. 1997 yılında Asya'da krizin ortaya çıkması planların değişmesine neden olmuştur. 1997 krizin Türk ekonomisi üzerindeki etkileri tam olarak ortaya çıkmadan önce ekonomik dengeleri yeniden kurmak ve enflasyonu kalıcı şekilde düşürmek için 3 yıllık bir program uygulanmaya konmuştur. Enflasyonun önemli bir kaynağını oluşturan bütçe açıklarının finansman yönteminin hem ekonomik değişkenler uyarlanması, hem de enflasyonist beklentileri artırması kanalı ile enflasyonu beslemesi, bu programı temelde bütçe açıklarının enflasyonist olmayan yollarla finansmanı olanaklarının öngörüldüğü bir program haline dönüştürmüştür. Bu program kapsamında enflasyon hedefleri 1998 yılı için %50, 1999 yılı %20 ve 2000 yılı için tek haneli olarak öngörülmüştür.

¹³⁹ Yılmaz Kamil , Cevdet Akçay Emre Alper ,(2002), a g e , s. 28

1998 yılında yaşana Rusya krizinin Türkiye'ye direkt yıkıcı etkisi olmuştur. Dış ticaretimizin güçlü olduğu bu ülkedeki kriz Türkiye ekonomisi için kötü sonuçlar doğurmuştur. Yaşanan sermaye çıkışları büyüme için gerekli önemli değişkeni olumsuz hale yöneltmiştir. 1999 yılında yaşana depremle ekonomideki durgunluk devam etmiştir.

1999 yılı Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde Yakın İzleme Anlaşmasının programa bağlı ve mali finans destekli bir stand by anlaşmasına dönüştürülmesi benimsenmiş ve 2000-2002 döneminde uygulanacak makro ekonomik politikaların çerçevesi çizilmiştir. Üç yıllık bir ekonomi süreci kapsayan enflasyonu düşürme programı, maliye, para, ve kur gelirler politikalarının yanı sıra başta özelleştirme düzenlemeleri içerilmekteydi.

Üç yıl sürdürülmesi kararlaştırılan anlaşmanın temel amacı Gazi Erçel'e göre şöyledir :

- Tüketici enflasyonu, yapısal reformlarla desteklenen birbiriyle tutarlı, güçlü, itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, gelir, para ve kur politikalarının eş güdümlü uygulanması ile 2000 yılı sonunda yüzde 25, 2001 yılı sonunda yüzde 10 - 12, 2002 yılında yüzde 7'lere indirmek. TEFÉ'yi yüzde 20'lere çekmek.

-Reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek

-Ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak

-Ekonomide kaynakların daha da etkin ve adil dağılımını sağlamak

2000 yılı başından itibaren MB para politikasının en önemli özelliği para arzı üzerindeki kontrolden yada faiz leri belli bir oranlarda tutabilme gücünden vazgeçmiş olmasıydı. Bu güç tamamen yurt dışında, yabancı sermayeye bırakılmıştır. Yabancı sermaye ülke ekonomisine yatırım yaptığı ya da kredi açtığı durumda para arzı artabilecek herhangi bir yatırımın yapılmadığı ya da kredi açılmadığı durumda ise para arzının artması ve faizlerin düşmesi mümkün olmayacaktı.¹⁴⁰ 2000 yılında programın uygulamaya geçilmesiyle başlangıçta olumlu hava yakalanmış ve ekonomik göstergelere de yansımıştır.

IMF destekli enflasyonla mücadele programını daha önce diğer yüksek enflasyon ülkelerinde uygulanan kur çıpasına dayalı IMF programından ayıran en önemli düzenleme, kur çıpasının programın uygulamaya konulmasından 18 ay sonra yavaş yavaş terk edilip üçüncü sene sonunda oluşacak serbest kur rejimine yumuşak geçişin öngörülmesiydi. Bu

¹⁴⁰ Parasız İlker, (2001) , a g e , s. 366

sayede, uzun süreli kur çıpasına dayalı diğer istikrar programlarında gözlemlenen ülke parasının aşırı değerlenmesi ve spekülâtif saldırısı sonucu mecburi devalüasyon ve programın başarısızlığın önüne geçilmek istenmişti. Program, özelleştirme gelirleri için konulan taban değer, kısa vadeli kamu ve Hazine garantili dış borç stoku için konan tavan değer ve zaman içinde öngörülen faiz dışı bütçe fazlası gibi düzenlemelerle hükümette mali disiplini yerleştirmeyi amaçlıyordu. Öte yandan Merkez Bankası net iç varlıklarına getirilen tavan ve net dış varlıklara getirilen taban değerlerle Merkez Bankasının “kısmi para kurulu” gibi çalışması öngörülüyordu.

Piyasalar, Ocak 2000’de uygulamaya konulan programa çok olumlu tepki verdi. Kur riskinin ortadan kalkmasıyla birlikte bankalar döviz açık pozisyonlarını hızla arttırdılar ve yurt dışından aldıkları borçlarla tahvil yada bono alma yoluna gittiler. İkincil piyasada işlem gören Hazine kağıtlarının ortalama yıllık bileşik faizleri, bir ayda 30 puan düşerek %45’lere düştü. Dış piyasalarda oluşabilecek şokları bir yana bırakacak olursak, istikrar programı iki tür risk içermekteydi. Birincisi diğer ülke programlarında da gözlemlenen, reform yorgunluğu ve mali reformlara yönelik performans kriterlerinin tutturulamaması. İkinci risk ise para ve kur programı sonucu “kısmi para kurulu” na dönüşen Merkez Bankası’nın ani para çıkışı sonucu piyasanın likidite ihtiyacını karşılayamayacak olması ve bunun sonucunda gecelik piyasalardan fonlama yapmak zorunda kalan bankalarda kırılmanın artabileceği riski idi. Piyasalarda yer alan finansal kuruluşlar, programın başlangıcından itibaren bütün bu risklerin farkındaydılar; verilen kararlarda, karar verilen portföy dağılımlarında, programın riskleri ile faizlerin düşürülmesinden dolayı ortaya çıkacak sermaye kazancı öngörümü, belirleyici bir rol oynadı. Bono ve tahvil faizlerindeki hızlı düşüş karşısında bankalar ellerindeki kaynakları tüketici kredileri olarak kullandırma yoluna gitti. Faizlerdeki hızlı düşüş ve bireysel kredi almak konusundaki kolaylıklar bir anda dayanıklı tüketim malları talebini arttırdı. Bu sektörlerde hem iç üretim hem de ithalat, dolayısıyla cari açık da hızla arttı.

Yapısal reformlarda 2000 yılının ilk beş ayında gerçekleştirilen başarılı icraat, sıra bankacılık sektörü ve özelleştirme gibi alanlara geldiğinde devam ettirilemedi. Siyasi elitler yıllarca denetim dışındaki bir kasa gibi kullandıkları devlet bankalarının kontrollerinden çıkmasına ve özelleştirilmesine karşı ciddi muhalefet gösterdiler. Özellikle 1994 krizinden sonra IMF’nin bütçe açıklarını bir performans kriterleri gibi görmesi nedeniyle bütçeden karşılanamayan tarımsal destekleme alımları, esnaf-sanatkarlar ve tarımsal kesime kullandırılan krediler gibi mali yükler doğrudan devlet bankalarının sırtına yüklenmekteydi. Öte yandan, IMF’ye verilen yapısal reform taahhütleri arasında olmasına

rağmen bankacılık sektörünün denetlenmesi ve düzenlenmesinden sorumlu üst kurulun oluşturulması da ancak gecikmeli olarak 31 Ağustos 2000'de hayata geçirildi. Bunun yanı sıra, IMF'ye verilen niyet mektubunda yer almasına rağmen tamamen meclis denetiminin dışında bulunan bütçe-dışı fonların tasfiyesi konusundaki çalışmalar yavaşladı.

Yapısal reformlardaki gecikmeler, cari işlemler açığında görülen aşırı artış (sürdürülemez bir cari açık problemi oluşmuş olmamasına rağmen özellikle basın da bu konudaki yanlış yönlendirmelerinin de etkisiyle) ve nihayetinde programın sürdürülebilirliğine ilişkin şüpheler, yabancı yatırımların önemli boyutta fonu yurt dışına çıkarmalarına yol açtı. Hızla yükselen faizlerin sonucunda, aktifleri arasında ağırlıklı olarak TL tahvil ve bono taşıyan ve bu aktifleri çok kısa vadeli borçlanmayla finanse etmiş olan görece büyük bir banka sistem için artan derecede tehlike yaratmaya başladı. Kasım 2000'in son haftasında piyasalardaki kriz havasını kontrol altına almak isteyen Merkez Bankası piyasaya 4.3 milyar ABD doları karşılığı TL. verdi. Ancak, bu paranın olduğu gibi Merkez Bankası'na geri dönüp döviz rezervlerinin azalmasına yol açması üzerine, hem net iç varlıklar tavan değerinin üstüne çıkıldı hem de dış varlıklar taban değerinin altına inildi. Devreye giren IMF'nin de baskısıyla Merkez Bankası piyasaları fonlamaktan vazgeçti. Bunun sonucunda 1 Aralık günü gecelik basit faiz oranları %1700'e ulaştı. Aralık'ın ilk haftasında likidite krizinde önemli rolü bulunan bankaya BDDK tarafından el konulması ve IMF'den gelen 7.5 milyar dolarlık ek kaynakla piyasalar sakinleşti.

Piyasaların tansiyonunun bir nebze düşürülmesine rağmen, 2001 yılı başlangıcında faizler yüksek seviyelerde kaldı, bu ise düşüş gösteren enflasyon ve TL'nin değer kaybı ile uyumsuzluğun ortaya çıkmasına neden oldu. Öte yandan görev zararlarını gecelik piyasalardan borçlanarak temin eden kamu bankaları ile gecelik piyasalardan borçlanan özel bankalarda kırılmanın artmasına yol açtı. 19 Şubat 2001 tarihinde Cumhurbaşkanı Ahmet Necdet Sezer ile Başbakan Bülent Ecevit arasında gerçekleşen ve piyasalara olduğu gibi yansıtılan siyasi buhran, zaten kırılma olan finansal piyasada yeni bir çalkantıya ve yeni bir likidite krizine yol açtı.

Para çıkışı sonucu borç bulmakta güçlük çeken bankalar, ortalama gecelik faizlerin 20 Şubat günü %2000 seviyelerine; 21 Şubat günü ise %4,000'lere çıkmasına neden oldu. Üç gün içinde Merkez Bankası rezervleri 5 milyar ABD Dolar'ı daha azaldı ve sonucunda 23 Şubat günü Merkez Bankası kur çapasının terk edildiğini ve serbest kur rejimine geçildiğini açıklamak zorunda kaldı.

Serbest kur rejimine geçilmesi her ne kadar gecelik faizlerin düşmesine neden olmuşsa da finansal krizin etkileri uzunca süre Türk ekonomisini etkisi altına aldı. Hazine borçlanma maliyetleri yükseldi: Hazine bonolarının yıllık ortalama bileşik faizi Şubat 2001’de %100 Mart ayında ise %193 seviyesine çıktı. Öte yandan Hazine ortalama borçlanma vadesi Kasım 2000’de 345 gün iken, Şubat 2001’de 57 güne düşerken, Mart ayında ise 98 gün olarak gerçekleşti.

Tasarlanacak yeni programa güvenilirlik sağlamak amacıyla Dünya Bankası Başkan Yardımcısı Kemal Derviş, Ekonomiden Sorumlu Devlet Bakanlığı’na getirildi. 15 Mayıs 2001 tarihli toplantısında IMF İcra Kurulu, 2004 yılının sonuna kadar 8 milyar ABD dolarlık ek bir kaynak ile “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” adıyla bilinen ekonomi programını onayladı. Önceki programın aksine bu istikrar programında enflasyonu düşürmeye değil özellikle bankacılık sektörünü ilgilendiren yapısal reformları ön plana çıkardı. Bankacılık reformu 2 kamu bankasının yeniden yapılandırılması, diğer iki kamu bankasının özelleştirilip kapanması, TSMF’deki bankaların bir an önce satılıp geriye kalan özel ticari bankaların sermaye artırımının sağlanması gibi önemli maddeleri içeriyordu.

Parasal açıdan kur çapasının kalkmasından sonra ortaya çıkan nominal çapa eksikliğinin enflasyon üzerinde olası olumsuz etkileri kademeli olarak geçilecek “enflasyon hedeflemesi” ile giderileceği açıklandı. Gerekli şartlar oluşana kadar döviz kuru Merkez Bankası’nın aktif oyuncu olmayacağı piyasalardaki arz ve talebe göre belirlenecekti.

Kasım ve Şubat finansal krizleri sonrası kırılganlığın artan bankacılık sektörünün açık pozisyonlarından dolayı serbest kur rejimi altında zarar görmemesi için ve daha da önemlisi uzun vadelerde borçlanmakta zorlanan Hazine’nin fonlama maliyeti sorununu çözmek amacı ile Hazine 2001’de bankalar ile Hazine arasında 1-2 yıl vadeli TL cinsinden bono ve tahvillerin ortalama 3-5 yıl vadeli döviz cinsi tahvillerle yaklaşık 8 milyar dolarlık “gönüllü takas” gerçekleştirildi. 2001 yılında bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılıp rehabilite edilmesi için atılan adımların yaklaşık toplam maliyeti 2001 yılının GSYİH’nin %27.7’sine ulaştığı BDDK tarafından belirtilmiştir.

Şubat 2001 krizinin ardından 15 Mayıs 2001’de yürürlüğe giren “Güçlü Ekonomi’ye Geçiş Programı,” mali sektördeki reformların yanı sıra son yirmi yıldır sürekli erteleme yapısal reformları da kapsamaktaydı. Bu reformlar arasında Merkez Bankası’nın özerkliğinin yasal olarak tanınması; kamu bankalarının görev zararlarının kaldırılması; devlet bütçesinde şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin sağlanması için borçlanma

faaliyetlerinin yasayla yeniden düzenlenmesi; bütçe içi ve bütçe dışı fonların kaldırılması; daha etkin, rekabetçi ve uluslararası normlara kamu ihale sisteminin oluşturulması için yasal düzenleme; sivil havacılık, Telekom, doğalgaz, şeker ve tütün gibi ekonominin önemli sektörlerinde ve etkinliğin artırılması için üst-kurulların oluşturulmasını sayabiliriz. Bu yapısal reformların hemen hemen hepsi de 2001, en geç 2002 yılı içinde uygulamaya konmuştur.

Yapısal reformların yanı sıra özellikle borç yükünü sürdürülebilir hale getirmek için kamu sektörünün 2001 ve 2002 yılları içinde GSMH'nın %6.5'una karşılık gelecek bir bütçe fazlası vermesi de programda yer aldı. Programın bütçe politikası için öngördüğü sınırlara uymak için hükümet elinden gelen çabayı gösterdi. Çok gecikmeli olarak ve ancak krizin ardından IMF'nin yoğun baskısı altında uygulanan yapısal reformlar, Türkiye ekonomisinin son 50 yılda yaşanmış olduğu en önemli krizden sağlıklı bir yapıya kavuşarak çıkması için gerekli altyapıyı hazırlamıştır.

VII-2) ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE IMF

Özellikle gelişmekte olan ülkeler sabit kur politikasını terk ederek esnek kura geçip enflasyon hedeflemesine doğru yönelmektedir. Bu nedenle IMF destek verdiği bu ülkelerde gelecekte enflasyon hedefleyen politikalarla daha çok karşılaşacaktır. Destek alan ülkelerin IMF kaynaklarını kullanma açısından, IMF'nin koyduğu bazı kurallara uyması bir zorunluluk oluşturmaktadır. IMF'in uyulmasını istediği şartlar genellikle net uluslararası rezervler (NUR) için bir taban, merkez bankası varlıkları için ise bir tavandan oluşmaktadır. IMF'nin geleneksel olarak istediği bu şartlar uygulanan programın ödemeler dengesi amaçlarının yerine getirmesi üzerine yoğunlaşmıştır.

Ön şartların etkin uygulanması için ülkenin makroekonomik durumunu amaçlara ulaşmasında izleme mekanizması kurulmaktadır. Genellikle maliye ve para politikası çıktıları, mali dengeler, borç durumu, net uluslararası rezervler, net iç varlıklar gibi parasal değişkenler bu izleme mekanizmasının değişkenleridir. Enflasyon hedeflemesinde uygulanan dalgalı kur rejiminde merkez bankası oluşacak aşırı dalgalanmalara ancak enflasyonu tehdit ettiği sürece müdahale etmektedir. Döviz kurunun esnek olması durumunda bile IMF programlarının net uluslararası rezervlerde alt sınır getirmesi programın dış tutarlığının sağlanması amaçlıdır. Net iç varlıklara getirilen üst sınır enflasyon hedeflemesi için daha spesifik konu olmaktadır. Bunun başlıca nedeni enflasyonun çoğu zaman net iç varlıklardaki değişimlere duyarlılığının tahmin edilebilir olmamasının getirdiği belirsizliktir. Net iç varlıkların para politikasında değişikliğe ihtiyaç

yokken sınırı aşması yanlış sinyallemeye neden olabilmektedir. Örnek verirsek hem gerçekleşen, hem de öngörülen enflasyon belirlenen hedef düzeyindeyken net iç varlıkların belirlenen üst sınırı aşması, para politikasının sıkıştırılması sorusunu gündeme getirmektedir. Ancak bu gibi durumlarda hedef enflasyon olduğundan net iç varlıkların tavanı yükseltilebilmektedir. Başarı kistası sadece net iç ve dış varlıkların tutturulması değil enflasyon hedefinin tutturulması olmaktadır¹⁴¹.

IMF destekli enflasyon hedeflemesinde getirilen parasal ön şartlar politikayı istenilen hedeflere yönelterek IMF kaynakların sorunsuz kullanımına izin vermektedir. Enflasyon hedeflemesini uygulayan bu ülkelerin spesifik özelliklerinin iyi kavranıp parasal şartların ona göre belirlenmesi, merkez bankasının parasal hedefleri ile bu hedefleri gerçekleştirmede kullanacağı araçlar arasındaki bağlantıyı geliştirecektir. Ayrıca konulan bazı mali disiplin kriterleri günün şartlarına göre politika yapılmasını engellemekte ve parasal politikanın daha rahat etkin uygulanmasına yardım edebilmektedir.

VII-3)ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE TÜRKİYE

Enflasyon hedeflemesinin bir ülkede başarılı şekilde uygulanabilmesi ve merkez bankasının fiyat istikrarını asıl amaç olarak görmesi için , ekonomik yapıda bazı şartlar ve ortamların varolması gereklidir. Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin uygulanabilir olup olmadığı tartışmalarıyla beraber, 2001 yılında IMF destekli bir süreç başlamış, 2002 yılı para programıyla uygulanmaya başlanılan örtük enflasyon hedeflemesiyle bir nevi geçiş sürecindeki performansla, olumlu sinyaller alınabilmektedir. Genel olarak bakıldığında 2002 yılı para politikasında “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak adlandırılan gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası stratejisinin uygulanması planlanmıştır. Bu stratejide, para tabanı için dönemler itibariyle, enflasyon hedefi ile tutarlı hedefler konulmuş, ancak para politikası kararlarında para tabanı gelişmelerinden ziyade, asıl olarak gelecek dönem enflasyonuna ilişkin gelişmelerin belirleyici olması öngörülmüştür. Bu ikili strateji ile, enflasyondaki düşüş sürecinde ve para ikamesi olgusu nedeniyle, para talebinin tahminindeki zorlukların ve son yıllarda parasal büyüklükler ile enflasyon arasındaki ilişkide görülen zayıflamanın yaratacağı sorunların giderilmesi, ve dolayısı ile örtük enflasyon hedeflemesinin para tabanı yanında güçlü bir çapa işlevi görmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede, dalgalı kur rejimi uygulaması altında asıl politika aracı olan kısa vadeli faiz

¹⁴¹ Enflasyon Hedeflemesi,(2001), T.C Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı, www.foreigntrade.gov.tr/lead/ekonomi/sayi8/enflasyon.html

oranlarının sadece ve sadece fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda aktif olarak kullanılacağı belirtilmiştir.

2002 yılında, kurların iktisadi temellerle uyumlu olduğu dalgalı kur rejiminin tamamen yerleşmesi öngörülmüş, bu çerçevede, yıl başında, Merkez Bankası'nın sadece kurlardaki aşırı dalgalanmaların önlenmesi amacıyla kurların seviyesine yönelik olmayan sınırlı müdahalelerde bulunacağı, bunun yanı sıra döviz rezervlerini artırmak için şeffaf döviz alım ihaleleri yapacağı açıklanmıştır. Uygulama sürecinde de Merkez Bankası piyasalara dövizin aşırı dalgalanması durumunda çok sınırlı müdahalelerde bulunmuştur. Dalgalı kur rejiminin genel ilkeleri gereği politika belirleyiciler nominal ve reel kura etki yapmamaktadırlar. Bu sistemde volalite olması (inip çıkma olması) genel bir olgudur. Para politikası, kuru korumak görevinden azat olmasıyla bir nevi serbest kalır. Para politikası her ne kadar serbest olsa da orta vadede bir nominal çapa gerekmektedir¹⁴². Bu da kur yavaşlatılması kullanılmayacak ortamlarda ya bir parasal büyüklük yada enflasyon hedeflemesi gibi bir politika izlenmektedir..Zaten Türkiye 2001 yılıyla beraber enflasyon hedeflemesine doğru yol almaktadır.

2002 yılı sonunda bazı siyasal belirsizlik ve seçim ortamına rağmen , büyümede öngörülen %3 'lük değerin çok üzerinde %7,8'lik bir değer elde edilmiştir. Büyümedeki bu başarının altında, sıkı maliye ve para politikaları sayesinde uygulanmakta olan ekonomik programa duyulan güvenin artması ve finansal piyasalarda istikrarın beklentileri iyileştirmesi, sanayi ve tarım sektöründeki üretim artışı ve ihracatın güçlü performansı yer almaktadır. 2003 yılı büyüme tahmini %5 'tir. Bu hedefin tutturulması için bankacılık reformlarının tamamlanması, yapısal reformların uygulamaya geçişiyle olumlu havanın devam ederek gerek sanayi gerek ihracatta artışa neden olması avantaj oluşturmaktadır.

2002 yılında enflasyonda %35'lik hedefin yaklaşık 5 puan altında son yirmi yılın en düşük rakamı olan %29,7 oran yakalanmıştır. 2002 yılı fiyat gelişmelerini belirleyen başlıca unsurlarda, sıkı maliye ve para politikaları, yapısal reformların başarıyla uygulanması ve programın kredibilitesinin artması, TL ve döviz piyasalarında göreceli istikrarın olması ve talep baskısının olmaması yer almaktadır.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Yasası'na göre enflasyon hedefi Hükümet ve Merkez Bankası tarafından ortaklaşa belirlenmektedir. 2003 yılı enflasyon hedefi, 17 Aralık 2002 tarihli Devlet Bakanlığı ve Merkez Bankası ortak basın duyurusunda açıklandığı üzere, yüzde 20 olarak belirlenmiş, büyüme öngörüsü ise yüzde 5 olarak açıklanmıştır. Merkez Bankası Beklenti Anketine göre 2003 yıl sonu ortalama enflasyon

¹⁴² Gökçe Deniz (2001) , Dalgalı Kur rjimi Doğru Karar mı, Akşam Gazetesi, 01 -09-2001

beklentisi, Mayıs ayının 2. anketinde , Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) bazında %26'ya gerilemiştir. Ama hala %6 oranında TÜFE hedefi ile kredibilite açığı mevcuttur. Merkez Bankası para politikası 2002 yılında olduğu gibi, 2003 yılında da Yasasında belirtilen fiyat istikrarı temel amacı çerçevesinde oluşturulacak, temel para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranları sadece ve sadece enflasyon hedefine ulaşmak amacıyla etkin olarak kullanılacaktır. Enflasyon hedeflemesine geçilene kadar, başarısı 2002 yılında açıkça görülen, “örtük enflasyon hedeflemesi” stratejisine devam edilecek, kısa dönemli faiz oranları gelecek dönem enflasyonuna odaklı olarak belirlenecektir. Para tabanı yine ek bir çapa işlevi görecektir.¹⁴³

VII-3-a) Enflasyon Hedeflemesi İçin Türkiye Merkez Bankası'nın Konumu

2001 yılıyla beraber Merkez Bankası gerek enflasyonu düşürmek amaçlı gerek doğrudan enflasyon hedeflemesine geçmek amaçlı bir çok teknik altyapı çalışmalarını yürütmüştür. Bu alt yapı çalışmaları doğrultusunda kısa ve orta dönem enflasyon tahmin modelleri oluşturulmuş, ekonomik birimlerin enflasyon ve genel ekonomik gidişata dair beklentilerin ölçüldüğü anketler geliştirilmiş, enflasyon gelişmelerinin detaylı olarak incelendiği çalışmalar yapılmış ve bunlar kamuoyuna sunulmuştur. Tabiki en büyük gelişme TCMB kanunu'nda 24.4.2001 tarih ve 4651 sayılı Kanun ile değişiklik yapılmasından sonra bu konuda önemli bir mesafenin alındığı söylenebilir. Yapılan değişiklikle getirilen yenilikler şu şekilde özetlemek mümkündür:

-Bir bağımsızlık ölçütü olarak, TCMB'nin temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve Banka'nın para politikasının belirlenmesinde ve uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır.

-Banka fiyat istikrarını sağlamak enflasyonla mücadele edebilmek için günümüz merkez bankacılığında kullanılan para politikası araçlarını doğrudan belirleme ve kullanma ile görevli ve yetkili kılınmıştır. Böylece, Banka'ya araç bağımsızlığı verilmiştir.

-Bağımsızlığın sağlanması kapsamında Hazine'ye ve kamu sektörüne avans ve kredi verilmesi uygulaması kaldırılmıştır.

-Banka'nın para politikasının belirlenmesi ve uygulanmasında şeffaflığı ve para politikası kararlarında hesap verebilirliği artırılmıştır.

-Fiyat istikrarına yönelik olarak bir para politikasının gerektirdiği analitik ve istatistiksel yeterliliğin artırılması için, Banka, finansal sistemle ilgili tüm istatistiki bilgiler ile ekonomideki gelişmelerin izlenmesinde gerekli görülecek diğer istatistiki bilgileri toplama yetkisine sahip kılınmıştır.

¹⁴³ 2003 Para programı, TCMB Basın Açıklaması, <http://www.tcmb.gov.tr/>

Görüleceği üzere yapılan değişikliklerin hemen hemen tamamı, enflasyon hedeflemesi rejiminin gerektirdiği düzenlemeler doğrultusunda olduğu anlaşılmaktadır. Değişikliklere yakından bakıldığında, bu tespiti güçlendirmek mümkündür. Şöyle ki Bankanın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu (Madde 4) Banka'nın Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit edeceği ve buna yönelik para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu olduğu (Madde 4/II-b) Para Politikası Kurulu'nun para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler halinde raporlar hazırlayarak Hükümetin ve kamuoyunun bilgisine sunacağı (Madde 22/A-c) Başbakan'ın Banka'nın işlem ve hesaplarını denetleyebileceği, Başkan'ın Banka faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikası hakkında her yıl nisan ve ekim aylarında Bankalar Kuruluna rapor sunacağı ve yılda iki defa TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'na bilgi vereceği (Madde 42) gibi düzenlemeler yapılmıştır¹⁴⁴.

Kısaca, Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan düzenlemeler sonucunda, Merkez Bankası'nın tam olarak araç bağımsızlığı sağlanmış, hesap verebilirlik ve şeffaflığı artırılmıştır. Dolayısıyla Merkez Bankasının bağımsızlığı açısından enflasyon hedeflemesine geçişte yasal açıdan bir sorun kalmamıştır. Hatta diğer bazı ülkelere göre daha ileri durumda olduğu söylenebilir. Fakat fiilen Merkez Bankasının bağımsızlığın kazanıldığını söylemek için erkendir. Merkez Bankası 2003 yılına gelindiğinde 2001'den itibaren iki yılda gösterdiği performansla bazı iktisatçılara göre bağımsızlık ilkesini siyasi etkiden uzak steril ortamda bir nevi kanıtlamış oldu¹⁴⁵ Ancak 2003 mayıs sonu itibariyle uzun dönem faiz oranlarına göre gecelik fonlama faizlerin yüksek kalması Merkez Bankasının gecelik faiz oranlarında indirmesi konusunda hükümette ve kamuoyunda baskılara neden olmuştur. Merkez bankası faiz indirdiği takdirde bu baskılardan etkilendiği izlenimini yaratarak piyasalara yanlış sinyal vermekte istememektedir. Dolayısıyla Merkez Bankasının fiilen bağımsız hareket etmesi için bir geçiş dönemi yaşandığı gözlenmektedir. Şunun da önemi açıktır ki Merkez Bankası elindeki enformasyonları en iyi şekilde analiz etmek ve doğru kararları doğru zamanlama ile vermek zorundadır.

VII-3-b) Enflasyon Hedeflemesi İçin Türkiye'deki Kamu Maliyesi

Enflasyon hedeflemesi politikalarının uygulanabilmesi için para politikasının etkisini ön plana çıkartabilmek, bunu maliye politikaları tarafından belirlenen bir politika durumundan çıkartmak ve siyasi karar alıcıların merkez bankasına serbesti imkanı

¹⁴⁴ Akyazı Haydar, (2002), a.g.e, s. 91

¹⁴⁵ Sönmez Cahit, Enflasyon Hedeflemesi İçin Şartlar Oluşuyor, Dünya Gazetesi, 07-05-2003,

tanıyacak ortamın oluşması kararını vermeleri için gereken en önemli şart, mali piyasalar üzerindeki mali baskınlığın (fiscal dominance) giderilmesidir¹⁴⁶.

Mali baskınlığın, kamu kesiminin kaynak-harcama dengesizliğinden kaynaklanması nedeniyle vergi sisteminin etkinliğini ilgilendiren bir boyutu olmakla birlikte mali piyasalarla bağlantısı, bu baskınlığın yoğunluğu oranında, senyoraj yapma eğilimini artırması, yoğun iç borçlanma yapmaya sebep olması nedeniyle mali sistemin sağlığı oranında özel kesimin kullanabileceği kaynaklara talep yaratması ve bu şekilde faiz oranları üzerinde baskıya sebep olması ve dış borçlanmaya başvurma halinde döviz kurlarındaki hızlı artışların ödenecek borcun TL karşılığının artması şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Bu sonuçların her birinin siyasi karar alıcıların, merkez bankasına yaklaşımları ve mali piyasaların etkilenmesi yönünde anlamları bulunmaktadır. Senyoraj yapmak, borç stoku üzerinde faiz oranlarının artmasının yaratacağı yükü hafifletmek ve dış boçlarına ilişkin döviz kuru artışlarını kontrol altına almak isteyen bir hükümet, merkez bankasının uygulamadaki serbesti alanını genişletmeyi kendi amaç fonksiyonuna uygun bulmayacaktır.

Türkiye açısından durumu değerlendirdiğimizde devletin gelirlerinden çok harcama yaptığının en önemli ölçütü bütçede oluşan açıklardır. Her yıl bütçe açığı giderek artmakta, bunun sonucunda devlet daha fazla yurt içi borçlanmasına gitmektedir. Bu döngüyü Tablo 3'te zaten açık şekilde görebilmekteyiz. Her geçen yıllarla beraber bütçe açıkları ortalama %100 lerin üzerinde bir oranla artmakta bu para politikalarının işlevi açısından sorun yaratmaktadır. Diğer bazı ülkelerin bütçe açıkları incelendiğinde, açıkların GSYİH 'ya oranı Türkiye'ye kıyaslandığında epey düşük olduğu gözlenmektedir.(Tablo 3) Bu da Türkiye'deki kamu maliyesindeki yaşanan bozulmanın boyutlarını göstermektedir. Merkez bankasının doğrudan enflasyon hedeflemesini erteleme nedenlerinden biri bu kamu maliyesindeki bozuluktur.

¹⁴⁶ Malatyali, Kamuran, (1998), a.g.e, s. 58

TABLO -3 : TÜRKİYE’DE BÜTÇE AÇIKLARI, BÜTÇE AÇIKLARININ ARTIŞ HIZLARI VE BÜTÇE AÇIKLARININ G.S.Y.İ.H ORANLARI

YILLAR	BÜTÇE AÇIĞI (MİLYAR TL)	BÜTÇE AÇIĞI ARTIŞ HIZI(%)	BÜTÇE AÇIĞI / GSYİH (%)
1991	-11.955	180.3	-5.3
1992	-47.434	41.5	-4.3
1993	-133.857	182.1	-6.7
1994	-152.180	13.7	-4.0
1995	-316.623	108.1	-4.1
1996	-1.238.128	291	-8.4
1997	-2.245903	81.4	-7.8
1998	-3.803.376	69.3	-7.3
1999	-9.284.629	144.1	-11.9
2000	-13.725.588	47.8	-11.0
2001	-28.766.062	109-5	-15.85

Kaynak: ,DPT ,Sayılarla Türkiye Ekonomisi (1980-2001) (tahmini 2002-2005)
İlgili bilgiler kullanılarak hesaplanmıştır.

TABLO-4 : ENFLASYON HEDEFLEYEN ÜLKELERDE MALİ BASKINLIK RASYOLARI (1995)

	Y.Zel	Kan.	İsrail	İngil.	Avstrl	İsveç	Finlan	İspan.	Ar.Ort
BA/GSYİH	0.4	-3.7	-5.0	-5.3	-2.5	-6.9	-11.5	-6.2	-5.1

* BA/GSYİH oranları Kanada ve Finlandiya için 1994 itibarıyla'dır.BA/GSYİH : Bütçe Açığının GSYİH içindeki payı

Kaynak : Malatyalı Kamuran ,(1998), Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, DPT Yıllık Programlar Ve Konjktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma raporları 1998-01

Kamu Kesimi Borçlanma Gereksinimi mali baskınlık açısından değerlendirilebilecek diğer bir unsurdur.KKKG’deki artışlar sistemin yürüebilmesi için borçlanma çeşitleri arayışına başta iç ve dış borçlanmaya ve bazen emisyonla zorlanmaktadır. Tablo 5’te görüldüğü üzere1994-1995 yıllarında Mili hasılaya oranı azalma kaydeden bu unsur, 1995 yılından sonra Türkiye açısından giderek kötüleşmiş 2000 yılındaki geçici iyileşme ile 15,6 dan 12,5’e düşüş geçici olup, 2001 yılında yeniden artışla 16,4 oranına yükselmiştir. Enflasyon hedeflemesinin başarıyla uygulanabilmesi için Türkiye’deki bu oranlar çok yüksek kalmaktadır. Kamunun ekonomi içindeki payının azaltılması, para politikaları üzerindeki mali baskıyı azaltıcı rol oynayacaktır.Borçlanma gereksinimin çoğalması uygulanacak politikaların güvenilirliğini olumsuz etkileyeceği aşıkardır. Enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının kısa dönem faiz oranlarını rahat kullanımında dolaylı hareket sınırlama etkileri ortaya çıkabilmektedir.

TABLO-5 : TÜRKİYE’DE KAMU KESİMİ BORÇLANMA GEREKSİMİNİN GAYRİ SAFİ MİLLİ HASILAYA ORANI (KKBG / GSMH)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
KKBG/GSMH	10,2	10,6	12	7,9	5	8,6	7,7	9,4	15,6	12,5	16,4

Kaynak: DPT Sayılarla Türkiye Ekonomisi (1980-2001) (tahmini 2002-2005) sayfa:30

Türkiye’de iç ve dış borç durumunu incelediğimizde para politikasının sağlıklı işleyişini engelleyici diğer bir durum ortaya çıkmaktadır. Dış borç durumunu incelediğimizde, toplam dış borcun GSMH’ya oranının giderek arttığını görmekteyiz. Özellikle 2001 yılında bu oran epey yükselmiştir. Ama dış borcun çevrilebilirlik açısından bir avantajı ise kısa vadeli borcun toplam borca göre oranı makul bir seviyede olmasıdır. Vadenin iç borçlara göre daha uzun olması borçların geri ödeme takvimine uygulamasını kolaylaştırmaktadır.

TABLO-6 TÜRKİYE’NİN DIŞ BORÇ GÖSTERGELERİ

YILLAR	TOPLAM DIŞ BORÇ (MİLYON \$)	KISA VADELİ BORÇ / TOPLAM BORÇ	TOPLAM BORÇ / GSMH(%)
1993	67.356	27,5	37
1994	65.601	17,2	50,1
1995	73.278	21,4	42,6
1996	79.194	21,6	42,9
1997	84.182	21	43,3
1998	96.313	21,6	46,8
1999	102.120	22,4	54,4
2000	118.615	23,9	58,9
2001	115.110	14,2	78,3

Kaynak : DPT Sayılarla Türkiye Ekonomisi (1980-2001) (tahminler 2002-2005) sayfa 19

İç borç stoku için konuştuğumuzda ise daha hassas dengelerden bahsetmemiz mümkündür. Artan bütçe açıkların finansmanı için bir alternatif olarak kullanılan iç borçlanma özellikle 1990 lı yıllardan sonra artan bütçe açıklarıyla paralellik gösterip hızlı bir artış kaydetmiştir.

Özellikle 1994 Yılından itibaren hızla artan iç borç stoku 2001 krizi ile beraber GSMH’ya oranı 2001 yılında %68 lere dayanmıştır. 2001 yılındaki hızlı artışın en büyük

nedeni daha önce bütçede gözükmeyen kamu bankalarının borçları şeffaf hale getirilerek bütçeye alınmış ve yurt içi borçlanma oranında hızlı bir sıçrama gerçekleşmiştir.

İç borçlanma gereksinimi arttıkça faiz oranlarının cazip olması için yüksek oranlar oluşmuş bu ise bütçedeki açığın giderek artmasına neden olmuştur.1990 'lı yıllarda itibaren borçlanılan yüksek faiz oranları gerek ekonomideki genel işleyişi gerek artan bütçe açığı ve dolaylı olarak enflasyonda istikrarsızlığa neden olmuştur.

Türkiye'de diğer ülkelere göre daha fazla artan iç borçlanma oranı ve ve faizlerin seyri, kafaalarda krizlerle beraber borçların döndürebilirliği sorusunu sürekli gündeme getirmiştir. İç borçların vadesinin dış borçlara göre daha kısa olması , yaşanan krizlerle belirsizliğin artmasının vadeyi daha da kısaltması , hep bu sorunun gündemde kalmasını sağlamıştır. Ekstra durumlarla (siyasi ve konjokturel dalgalanmalar) faiz oranlarında oluşacak artışlar Hazinesinin yeniden borçlanma maliyetini arttırmakta olması borç dinamiklerinde hassasiyetin artmasını sağlamıştır. Bu ise özellikle enflasyon hedeflemesinde Merkez bankasının en büyük silahı olan kısa dönem faizlerin serbestçe kullanılmasını engellemiştir.

Merkez Bankası ve Hazine arasında gerekli koordinasyonun sağlanamaması durumunda ise finansal kırılganlığın ortaya çıkma tehlikesi gündeme gelmektedir.Bu şartlarda da Merkez Bankasının araç bağımsızlığından söz etmek mümkün olmamaktadır¹⁴⁷ Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için merkez bankasının araç bağımsızlığına tam anlamıyla sahip olup böylelikle ilan ettiği hedefleri daha kredibilite sahibi yapması gereklidir. Türkiye için özellikle 2001 yılı bu bakımdan yeterliliğe sahip olmaması zaten enflasyon hedeflemesinin uygulamaya geçmesini engelleyen baş faktörlerden biridir.

¹⁴⁷ Derviş, Kemal,(2001) „Açılış Konuşması, Roundtable On “Exchange Rate Regimes And Inflation Targeting With A Fiscal Approach” Held By The Central Bank Of The Republic Of Turkey 2001, s. 3

TABLO -7:TÜRKİYE’NİN İÇ BORÇ STOKU, İÇ BORÇ STOKUNUN GSMH’YA ORANI

YILLAR	İÇ BORÇ STOKU	İÇ BORÇ STOKU/ GSMH
1990	57.180	14,4
1991	97.647	15,4
1992	194.236	17,6
1993	357.347	17,9
1994	799.309	20,6
1995	1.361.007	17,3
1996	3.148.985	21,2
1997	6.283.425	21,4
1998	11.612.885	21,7
1999	22.920.145	29,3
2000	36.420.620	29,0
2001	122.157.259	68,06

Kaynak : DPT,Sayılarla Türkiye Ekonomisi (1980-2001) (tahminler 2002-2005) Alınan Veriler kullanılarak hesaplanmıştır.

Enflasyon hedeflemesinin sağlıklı işleyebilmesi için diğer bir kriter ise kamunun ihtiyaç duyduğu fonların mali piyasalardan kolaylıkla temin etmesini sağlayan mali piyasalardaki derinliktir. Mali piyasaları yeterince gelişmemiş ekonomide hükümetin senyorağa daha fazla başvurma olasılığı artacak ve bu bağlamda merkez bankasının bağımsızlığı tehlikeye girebilecektir. Mali piyasaların derinliği ülkedeki geniş tanımlı para arzının toplam GSMH ya da GSYİH içindeki oranı ile ölçülebilir. Geniş tanımlı para arzı olarak genellikle M_2 ya da M_{2Y} büyüklükleri kullanılır.

TABLO-8: TÜRKİYE’DE YILLAR İTİBARIYLA M2 MİKTARLARI VE BU MİKTARLARIN GSMH ‘YA ORANI

YILLAR	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
M2/GSMH	17,3	14,1	16,2	16,2	18,7	19,2	20,5	28,1	25,4	26,3

Kaynak: DPT Sayılarla Türkiye Ekonomisi (1980-2001) (tahminler 2002-2005) Alınan Veriler kullanılarak hesaplanmıştır.

TABLO-9: ENFLASYON HEDEFLEYEN ÜLKELERDE MALİ DERİNLİK ORANLARI (%) (1995)

	Y. ZEL.	KAN.	İSRAİL	İNGİL.	AVUST.	İSVEÇ	FİNL.	İSPAN.
M ₂ /GSYİH	86,5	61,9	78,2	89	63,4	45,2	58,5	100,9

Kaynak : Malatyalı Kamuran (1998) .a g e , s 57

Tablolardan da görüldüğü üzere enflasyon hedefleyen ülkelerde 1995 itibariyle mali derinlik oranı ortalama %70 ler de iken Türkiye’de ise son yıllarda ancak %25 ler seviyesine yükselebilmişlerdir. Mali derinliği yüksek olan ülkelerin MB’leri hiç şüphesiz hükümet tarafından senyorej için baskı altında olmayacak ve fiyat istikrarı amacına uygun hareket edebileceklerdir. Türkiye’nin kamu kesimi borçlanma ihtiyacının yüksek olması ve buna karşın mali piyasaların sık olması uygulanacak olan enflasyon hedeflemesinde Merkez Bankasını kanunlarla da olsa tanınan bağımsızlık kriterlerini tehlikeye atabilecektir.

VII-3-c) Enflasyon Hedeflemesinde Karşılaşılacak Zorluklar

Türkiye konumu itibariyle gelişmekte olan bir ülke için avantajlarının yanında bazı dezavantajlara da sahiptir. Bulunduğu coğrafyanın siyasal istikrarsızlığı, bunun sonucunda yaşanan savaş ve çıkar çatışmaları takiben gelen dışsal şoklar, hep olumsuz senaryoların yaşanmasını sağlamıştır. Yaşanan uluslararası anlaşmazlıklar (en son Irak Savaşı gibi) petrol şoklarının ardından arz yönlü enflasyonlara sebep olmuştur. Türkiye’de mali kısıtlar önemli boyutlarda olduğu için en azından kısa dönemde faiz oranı Merkez Bankası’nın elindeki tek politika aracı olarak kalmaktadır. Aslında önemli noktalardan biri esnek kur rejiminin Türkiye uygulamasında belli bir risk oluşturabileceğidir. Kurda yaşanan devalüasyonla enflasyon arasında basit bir regresyon denklemi şöyle çıkmaktadır.

$$Y = 34,41 + 0,536X \quad Y: \text{Yıllık TÜFE enflasyon oranı} \quad X: \text{Kurda meydana gelen yıllık devalüasyon oranı} \quad (T_{hes}(2,52) > T_{tab}(2,26))$$

Dependent Variable: Y

Method: OLS

Sample: 1991 2001

Gözlem: 11

Değişken	Katsayı	Stan Hata	t	Prob.
C	34.41103	9.604381	3.582848	0.0059
X	0.536071	0.114570	4.678970	0.0012
R	0.708670			
Adjusted R-squared	0.676300			
SSR	1358.451	Akaike Kriteri	8.017718	
		Schwarz Kriteri	8.090063	
		F	21.89276	
DW	1.232748	Prob(F-statistic)	0.001154	

Görüldüğü üzere sadece %10 luk bir devalüasyon enflasyonu %5,36 değerinde arttırmaktadır.

Kurda yaşanacak devalüasyonun enflasyon oranına etkisi göz önüne alındığında , enflasyonla mücadelede yalnızca enflasyon hedeflemesinde değil, diğer tüm fiyat istikrarını amaçlayan politikalarda kurda istikrar sağlamak önem arz etmektedir. Merkez bankasının dalgalı kur politikasında kurda istikrar sağlamanın en önemli gereği güvenilirliğin sağlanarak, gelecekte belirsizliklerin azalmasıdır. Dalgalı kurun yapısı gereği MB'nın ekstra büyük dalgalanma olmaması halinde müdahale etmeme isteği haklı bir gerekçeye sahiptir. Örneğin oluşacak bir şokla döviz kurunun sıçradığını düşünürsek, kurların enflasyona olumsuz etkisinin engellemeye çalışacak olan MB'sı faizleri yükselterek enflasyonist baskıyı azaltma yoluna gidecektir. Faiz oranlarının artırılması piyasalarca MB'nın kuru kontrol etme çabası olarak algılanma olasılığı gündeme gelebilecektir. Enflasyonu kontrol altında tutmaya çalışan Merkez Bankası ile kuru kontrol altına almaya çalışan Merkez Bankası, dışarıdan bakan gözlemciler açısından tamamen aynı görüntüyü verecektir. Burada Merkez Bankasına yapılan müdahalelerin tamamen enflasyonu kontrol altına alma çabası amaçlı olduğunu kamuoyuna en iyi iletişim kurularak anlatılması gereklidir¹⁴⁸. Özellikle Türkiye'de kura karşı spekülasyon atakların yaşandığını düşünürsek açık enflasyon hedeflemesi uygulamaya geçildiğinde Merkez Bankasına kamuoyuyla iletişimde önemli görevler düşmektedir.

Türkiye'de uzun süre yüksek enflasyon ortamı Türk Lirasının Tasarruf , ölçüm ve aracılık fonksiyonunu kısmen yitirmesine sebep olmuştur. Bu nedenle Türk ekonomisi büyük oranda yabancı paralara endeksli olarak işlemektedir. Mevduatın yaklaşık %50-%60 kadarı yabancı para cinsindedir. Kayıt dışı ekonominin hemen hemen hepsi yabancı para ile işlemesi ve yurt dışı işçi tasarrufların on milyarlarca dolara ulaşması Türk ekonomisinin yaklaşık %80'e yakınının yabancı paraya endeksli olduğu tahmininin çıkarabiliriz¹⁴⁹. Merkez Bankası sadece Türk Lirası para arzına hakim olarak enflasyonu kontrol etmeye çalıştığını düşünürsek, parasal sistemin yaklaşık %20'si üzerinde etkili yönlendirme yapabilmektedir. Merkez Bankasının kısa vadeli faizleri kullanarak enflasyonu kontrol edebilmesini incelersek, klasik ekonomi kuramında Merkez Bankasının bu etkiye sahip olmasının nedeni ülke ekonomisi içinde faaliyet gösteren oyuncuların yatırım talebi (ya da yatırım yapabilme yetisinin) faizlerin seviyesine bağlı olmasıdır.

¹⁴⁸ Yılmaz Kamil , Cevdet Akçay Emre Alper, (2002), a.g.e, s. 84

¹⁴⁹ Kumcuoğlu Ümit,(2000),Türkiye'de Enflasyonla Mücadele, Para Arzının Yönetimi ve Euro, www.borsa.net/makaleler/. s. 2

Ancak geçmişte kronik enflasyonla bu ilişki ülkemizde çalışmamaktadır. Büyük miktarda Türk Lirasıyla borçlanan tek kurum Devlettir. Bu nedenle de Türk lirası faizlerindeki değişimler yatırım miktarını ve kredi talebini etkilememektedir. Faizin etkilediği Devletin bütçe dengesi olmaktadır. Faizler para talebini etkilememesine karşın para arzını ciddi oranda etkilemektedir. Çünkü yurt dışından veya yastık altından Türk mali sisteme kaynak girişi olmaktadır. Sonuçta artan faiz kısa vadede sistemin para arzını artırdığı bile söylenebilmektedir

Gelişmiş ülkeler için yapılan çalışmalar, bir para politikası aracı olarak kısa dönemli faiz oranlarının enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikasıyla birlikte kullanılması durumunda, fiyat istikrarını sağlamada ve istikrarlı bir üretim düzeyinin oluşturulmasında diğer para politikaları araçlarından (para arzı, döviz kuru gibi) daha etkili olduğunu göstermektedir¹⁵⁰.

Ancak, bir para politikası aracı olarak kısa dönemli faiz oranının, yüksek ve kronik enflasyona sahip Türkiye’de enflasyonun düşürülmesinde ve fiyat istikrarının sağlanmasında tek başına yeterince etkili olması beklenmemektedir.

Kamu kesimi borçlanma gereğinin yüksek olmasına bağlı olarak yüksek düzeyde seyreden reel faizler kamu kesimi faiz ödemelerini artırmış ve bu yolla kamu kesiminden özel kesime kaynak aktarılmasına sebep olmuştur. Bu gelişmenin, servet ve gelir etkileri yoluyla iç talebin canlanmasında etkili olduğu düşünülmektedir. Ayrıca, yüksek reel faizlerin neden olduğu dış kaynak girişi iç talebi artıran bir diğer unsurdur. 1995-1998 dönemindeki yüksek reel faizlere rağmen ekonominin yüksek yatırım ve potansiyel üretimin üzerinde bir üretim düzeyine ulaşılması yukarıdaki düşünceyi desteklemektedir.¹⁵¹

Enflasyon hedeflemesine geçişte sorun olarak görülen bir konuda Türkiye’deki bankacılık sektörüydü. Bankaların krizle beraber mali darboğazlara girmeleri ve finansal sektörün zayıf olması para politikasının verimli olmasını engelleyecektir.¹⁵² Bu koşullarda sistem sorun yaşama eğiliminde olacak ve sistem fiyat istikrarına odaklanamayacaktır. Bankacılık sektöründe yapılan reformlar sistemin tekrar sağlıklı işler hale gelmesini sağlamış olması finansal sistem açısından olumlu bir gelişme olmuştur.

¹⁵⁰ Kesriyeli Mehtap , Cihan Yalçın, (1998), a.g.e, s. 1

¹⁵¹ Kesriyeli Mehtap , Cihan Yalçın, (1998), a.g.e, s 2

¹⁵² Gener Murat, (2002) ,Frederick Mishkin’le Söyleşi, www.borsa.net/makaleler. s. 2

SONUÇ

Uzun süre yüksek enflasyonla yaşayan Türkiye özellikle 1999 yılıyla beraber enflasyonu düşürme çabasına hız vermiştir. Dünya örnekleri ile beraber merkez bankasının asıl görevinin fiyat istikrarı olduğu gerçeği zamanla anlaşılmaya başlanmıştır. Enflasyonun düşürülmesi ve düşük enflasyonun sürdürülmesi sağlıklı ve sürdürülebilir bir ekonomi için ilk şartlardan biri olması, Dünya ülkeleri için enflasyonu kontrol altına alınması için değişik para politikaları rejimlerini seçmeye ve bunları başarıyla uygulamaya zorlamıştır. Genel olarak bahsettiğimiz parasal hedefleme, döviz kuru hedefleme, örtülü nominal çapa hedefleme, nominal GSYİH hedefleme ve enflasyon hedeflemesi, merkez bankaları için fiyat istikrarını sağlama amacı ile kullanılan parasal rejimlerdir. Ülkelerin ekonomik altyapı ve şartlarının gereği bu parasal rejimler kimi ülkelerde başarı ile uygulanıp fiyat istikrarının yanında başarılı ekonomik performanslar sağlanmıştır. Bazı ülkelerde ise gerek uygulanan politikaların zamanla ihtiyaçlara cevap vermemesi, gerekse yaşanan şoklar nedeniyle başarısız olmuşlardır.

Türkiye’de özellikle 1999 yılında IMF’le varılan anlaşmayla Döviz kuru hedeflemesiyle enflasyonu düşük seviyelere indirme çabaları maalesef 2001 de yaşanan krizle başarısız olmuştur. Krizle gelen büyük devalüasyon enflasyonun tekrar yüksek seviyelere ulaşmasını sağlamıştır. Bu başarısızlık ekonominin sağlıklı işlemesi için enflasyonun düşük seviyelere indirilmesi gerçeğini kapatmamıştır.

Kriz sonrası ülke gerçekleri doğrultusunda yapılması zorunlu yapısal reformlar, biraz da krizin zorlamasıyla gerçekleştirilmesi, ekonominin tekrar sağlıklı işleyişine yardımcı olmuştur. İşin enflasyon tarafına gelindiğinde, halkın beklentilerini yönlendirecek güvenilirliği yüksek, dünya örnekleri başarılı yeni bir nominal çapaya ihtiyaç vardı. Aslında enflasyon hedeflemesi 1999 yılında döviz çapası yardımı ile düşürülecek enflasyon oranından sonra geçilecek bir para politikası rejimiydi.

Hesapların beklenildiği çıkmaması, enflasyon oranındaki krizle birlikte ani yükseliş enflasyon hedeflemesine geçişi ertelemesi zorunluluğunu getirmiştir. 2001 yılı başta borçların çevrilebilmesi ve krizin ekonomi üzerindeki etkisini hafifletmek amaçlı uygulanan politikalar ve yapısal reformlarla geçmiştir. 2002 yılında örtük enflasyon hedeflemesi ve yardımcı para tabanı çapası uygulaması %35’lik TÜFE hedefinin altındaki %30’luk seviyenin yakalanması ile kısmen de olsa başarı sağlamıştır. Çalışmamda enflasyon hedeflemesinin başarılı uygulanması için değinmiş olduğum şartların Türkiye ekonomisinin yapısında başta mali alanda olmak üzere, kronik ve inatçı ataletle sahip

enflasyon ile enflasyon hedeflemesinin uygulamada başarı şansını zorlamaktadır. Sık sık uygulanmaya çalışılan istikrar politikalarındaki başarısız sonuçlar para otoritesinin güvenilirliği sağlamasında zorluk yaşanmasına sebep olmakta, bu ise güvenilirlik problemi için zemin teşkil etmektedir. Enflasyonun yüksek olduğu dönemlerde kısa vadeli faiz oranların istenilen sonuçları elde etmede yetersiz olması önemli bir dezavantaj oluşturmaktadır.

Başta Merkez Bankasının gerekli altyapı çalışmalarını tamamlamış olması (Bağımsızlık, Tahmin Modelleri, Ekonometrik modeller, Enformasyon toplama, Enflasyon raporları hazırlama, Kamuoyuyla iletişim yöntemleri geliştirme vb.) ve uygulanan ekonomik programla mali disiplinin sağlanmasına yönelik çalışmalar, 2003 yılının bahar ve yaz aylarıyla beraber gelen olumlu enflasyon dataları gelecek dönem için olumlu sinyaller oluşturmaktadır. 2003 yılı sonu hedefi olan %20 oranının yakalanması olasılığının artması, 2002 ve 2003 te başarılı olunduğu izlenimini sağlamakta olup, açık enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce enflasyonun belli bir düzeye çekilmesi başarı şansını arttıracak bir faktördür.

Merkez Bankası açık enflasyon hedeflemesine geçmekte kesin kararlıdır. Yapılan açıklamalarda başta mali disiplinin sağlanılmasından emin olunup , kişilerin geçmişe dönük endekslemeden vazgeçip gelecek enflasyon oranına göre endeksleme yapmaya başlaması, açık enflasyon hedeflemesine geçiş için şartları uygun hale getirmektedir. Artık enflasyon hedeflemesinin Türkiye için uygulanabilirliği tartışmasından çok, örtülü enflasyon hedeflemesinin uygulanmasının ardından orta ve uzun vadede politik ve dış dünyadaki oluşacak istikrarlı tablo, mali baskınlığın azalması ve borç yükünün sürdürülebilir hale gelmesi, belirsizliğin azalmasına ve enflasyon hedeflemesi ile 2002, 2003 (2003 ağustos ayı görüntüsü itibariyle) yıllarındaki başarının gelecek dönemde tekrarlanacağı izlenimini yaratmaktadır. Enflasyon oranının belirli bir seviye altına alınarak kısa vadeli faizlerin daha etkili bir araç olması, (yüksek enflasyon oranında etkinliğini kaybedebilmekte) daha düşük enflasyon oranının elde edilmesine katkı sağlayarak, yasal bağımsızlığını kazanmış T.C Merkez Bankası'nı daha kredibilite sahibi yapacaktır.

KAYNAKÇA

Akdiş Muhammet, (1996), **Para Politikalarının Ekonomik İstikrar Üzerine Etkinliğive Türkiye**, Afyon Kocatepe Üniversitesi Yayınları, Yayın no:2

Akyazı Haydar ,(2002) “Alternatif Parasal Rejimlerde Fiyat İstikrarı:Enflasyon Hedeflemesi Ve Para Kurulu Örnekleri”,**İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl 17 Sayı 190

Akyazı Haydar (2001) “ TCMB ve FED’in Karşılaştırılması” **Bankacılar Dergisi**

Aktan Coşkun Can ,Utku Utkulu , Selahattin Togay, (1998), **Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin Ve Parasal İstikrar İçin Alternatif Öneriler** , İ.M.K.B

Allen William ,(2000), **Inflation Targeting İn The United Kingdom(1992-2000)** ,Inflation Targeting Experiences, , Inflation Targeting Conference , The Central Bank of The Republic of Turkey

Altıntaş Halil, (2002) “Enflasyon Hedefleme Stratejisinde Ekonomik Performans Analizi ve Şili Uygulaması” **İktisat İşletme ve Finans Dergisi** ,Yıl :17 Sayı :193

Alpaslan Melike, Pelin Ataman Erdönmez(2000) “Enflasyon Hedeflemesi”,**TBB Bankacılar Dergisi**, Sayı:35

Archer David J, (1997) “The New Zeland Approach To Rules And Dcretion İn Monetary Policy” **Journal Of Monetary Economics** , Vol: 39

Barnet Richard , Mervan Engineer ,(2000), **When Is Price Level Targeting A good İdea, Price Stability and Long run Target For Monetary Policy**, Proceeding of Seminars ,The Bank of Canada ,

Barutca Hayri ,(2000), **Parasal Konjüktör Teorileri, Türkiye Ekonomisinde Uygulanan Para Politikalarının Konjüktürel Etkileri** , T.C. Anadolu Üniversitesi Yayınları Yayın No:1205

Bogdanski Joel ,(2000), **A. Antonio Tombini And sergio Werlang , Implementing Inflation Targeting İn Brazil**, Brazilian Central Bank Research Papers

Bernanke Ben S, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen (1999) **Inflation Targeting Lessons From The International Experience** , Princeton University Press

Bordo Micheal D, Lars Joung ,(2000), A Return To The Convertibility Principle? Monetary And Fiscal Regimes In Historical Perspektive ,International Economic Association Conference In Trento (Italy)

Bordo Micheal , Anna J. Schwartz,(1997),Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record, NBER Working Paper 6201 <http://www.nber.org/papers/w6201>

Carer Alina , Mark R. Stone, (2003) , Inflation Targeting Regimes , IMF Working Paper WP/03/9

Carstens, Agustin G. , Alejandro M. Werner, (1999), Mexico's Monetary Policy Framework Under A Flating Exchange Rate Regime, IMF Publications

Central Reserve Bank of Peru,(1997) ,The Inflation Targeting Framework, Study note 4

Central Reserve Bank of Peru,(1998) , Underlying Inflation In Peru ,Study note 5

Clifton V. Eric,(1999), Inflation Targeting, What is the Meaning of the Button of the Band, IMF Policy Discussing Papers, PDP/99/8

Country News ,(2002),Mexico Targetin Inflation at 3 Percent,, [http// www.onwisconsin.com/](http://www.onwisconsin.com/)

Çetin Doğan , (1998), “Yüksek Enflasyon Dinamikleri Ve Türkiye İçin Bir Çözümlemesi”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi** , Yıl 35, sayı 3

Demirhan Erdal , (2002), **Para politikasının Değişen Yüzü : Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No : 231

Dodge David,(2002) “Inflation Targeting In Canada: Experience and Lessons” ,**North American journal Of Economics And Finance**, 13 , 112-124

Enflasyon Hedeflemesi,(2001), T.C Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı, www.foreigntrade.gov.tr/lead/ekonomi/sayi8/enflasyon.html

Erçel Gazi ,(1996), Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri , TCMB Başkanın Konuşmaları ,www.tcmb.gov.tr/

Erdoğan Funda ,(1997) ,**Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı Ve Güvenilirlik Problemi: Türkiye Örneği** , Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No :63

Garcia S Pablo ,(2000), The Chilean Experience With İnflation Targeting, İnflation Targeting Experiences ,İnflation Targeting Conference, The Central Bank Of The Republic Of Turkey

Gener Murat ,(2001) , Frederick Mishkin’le Söyleşi, <http://www.borsa.net/makaleler/>

Günal Mehmet, (2001), **Merkez Bankasının Değişen Rolü Ve Para Politikası Uygulamaları**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

Günal Mehmet ,(2001) “ Kasım 2000 Krizine Teorik Yaklaşım: Para Arzının içselliği ve Minsky’nin Finansal İstikrarsızlık Hipotezi” **İktisat İşletme ve Finans** , Yıl 16 Sayı 182

Gökçe Deniz, Dalgalı Kur rejimi Doğru Karar mı, Akşam Gazetesi , 01 –09-2001

Hebbel Klaus Schmidt, Frederic Mishkin,(2001), One Decade Of İnflation Targeting In The World: What Do We Know And What Do We Need To Know , NBER Working Paper 8297 <http://www.nber.org/papers/w8397>

Ireland Peter,(2002), Money, Banking, And Financial Markets, Department of Economics Boston College, <http://www.1.bc.edu/irland/ec261.html>

Kadioğlu Ferya, Nilüfer Özdemir, Gökhan Yılmaz,(2000), İnflation Targeting İn Developing Countries, The Central Bank of Republic Turkey Discussion Papers

Kaplan Hayrettin,(2000), Para Kurulu Yada 1TL= 1USD, **Active Bankacılık ve Finans Makaleleri** , Yıl 1 Sayı 7

Karapınar Burak ,(2001) ,Enflasyon hedeflemesi Gelişen ülkelerde Uygulanabilir mi?., <http://www.borsa.net/makaleler/>

Kepkep Naci, (1991), **Enflasyon Kuramlar Politikalar ve Avusturya Keynesçiliği** İstanbul

Kesriyeli Mehtap , Cihan Yalçın, (1998),Taylor Kuralı Ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not , TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği No : 9802

Keyder Nur ,(2002), **Para Teori-Politika-Uygulama** ,8.Baskı Ankara

Kumcuoğlu Ümit, Türkiye’de Enflasyonla Mücadele Para Arzının Yönetimi ve Euro,,
www.borsa.net/makaleler./

Mack Connie, Basic of Dolarization , Joint Economic Commitee Staff Report Office of The Chairmen (1999) <http://users.erds.com/currency>

Malatyalı Kamuran ,(1998), Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, DPT Yıllık Programlar Ve Konjktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma raporları 1998-01

Mario I. Blejer, Alain Ize , Alfredo M. Leone, Sergio Werlang,(1999), **İnflation Targeting In Practice**, IMF Publications, 1999,

McDonough, William,(1997) “A Framework For The Pursuit Of Price Stability” , **Federal Reserve Bank Of New York Economic Policy Review** ,Vol 3 No 3

Mishkin Frederic S.(1999), İnternational Experience With Different Monetary Policy Regimes , NBER Working Paper 7044 <http://www.nber.org/paper/w7044>

Mishkin S Frederic, (2000), **Inflation Targeting In Emerging Market Countries.**,NBER Working Paper No 7618

Mishkin Frederic S,(2001), **The Economics Of Money, Banking And Financal Markets**, 6. Baskı

Oktar Suat,(1998) , **Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı**, İstanbul

Oktar Suat, Erkan Tokucu ,(2001) “Yeni Bir Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı Ve Türkiye’de Uygulanabilirliği” **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl:38 Sayı:4

Onaran Ayyıldız Zahide ,(1997) “Para Politikası Ve Merkez Bankasının Rolü” **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi** , Yıl:34 Sayı :3

Özel Saruhan, (2000), **Türkiye’de Enflasyon Devalüasyon ve Faiz**, İstanbul

Paya Merih ,(1998), **Para Teorisi Ve Para Politikası**, İstanbul 2. Baskı

Parasız İlker (1998) **Para Politikası Türkiye’de Uygulamaları**, Bursa 5. Baskı

Parasız İlker , (2001), **Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar** , Bursa

Roundtable On “Exchange Rate Regimes And Inflation Targeting With A Fiscal Approach” The Central Bank Of The Republic Of Turkey İstanbul, (August) 2001

Savastano A Miguel , Frederick Mishkin,(2001) “Monetary Strategies For Latin America” **Journal Of Developoment Economics** Vol: 66

Sayılğan Şevket ,(2000) “Türkiye’de Enflasyon ve Para Politikası İlişkisi” **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Yıl 38 Sayı 10

Sönmez Atilla ,(2002) “Türkiye’de Enflasyonun Siyasal Ekonomisi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi** , Yıl 17 Sayı 198

Sönmez Cahit, Enflasyon Hedeflemesi İçin Şartlar Oluşuyor,Dünya Gazetesi, 7-05-2003

Swenson Lars E O, (1999) “Inflation Targeting As A monetary Policy Rule” **Journal of Monetary Economic** <http://www.elsevire.nl / locate/econbase>

Seyidoğlu Halil, (1999), **Uluslararası İktisat Teori Politika Ve Uygulama**, İstanbul 13. Baskı

Taban Sami, (2000) “Enflasyon Hedeflemesi Türkiye İçin Bir Model Olabilir mi” **İktisat İşletme ve Finans Dergisi** , Yıl 15 Sayı 174

Tools of Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Newyork, www.ny.frb.org/pihome/educator/fed/tools.html

Walsh Carle ,(2001) ,Teaching İnflation Targeting: An Analysis For İntermadite Macro, July ,<http://econ.ucsc.edu/walshc/>

Werner Alejanjdro M., (2000),Mexico Experience With I T, Exchange Rate Regimes And İnflation Targeting With A Fiscal Approach, The Central Bank Of The Republic of Turkey

Yılmaz Kamil, Cevdet Akçay, Emre Alper , (2002),**Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri Gelişmekte Olan ülkeler Işığında Türkiye Analizi**, Aralık 2002, Yayın No. TÜSİAD_T/2002-12/34



Yılmaz Kamil, Cevdet Akçay, Emre Alper , (2002),**Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri Gelişmekte Olan ülkeler Işığında Türkiye Analizi**, Aralık 2002, Yayın No. TÜSİAD_T/2002-12/34