

İÇİNDEKİLER

| | |
|-----------------------|------|
| İÇİNDEKİLER | i |
| TABLO LİSTESİ..... | iv |
| ŞEKİL LİSTESİ..... | v |
| KISALTMA LİSTESİ..... | vi |
| ÖZET..... | vii |
| ABSTRACT..... | viii |

BİRİNCİ BÖLÜM

| | |
|------------|---|
| GİRİŞ..... | 1 |
|------------|---|

İKİNCİ BÖLÜM

| | |
|--|----|
| FİYAT İSTİKRARI VE DEĞİŞKEN HEDEFLEMELERİ..... | 4 |
| 2.1. Enflasyon Maliyetleri..... | 4 |
| 2.2. Zaman Tutarsızlığı..... | 6 |
| 2.3. Değişken Hedeflemeleri..... | 8 |
| 2.3.1. Parasal Büyüklük Hedeflemesi..... | 9 |
| 2.3.1.1. Yapısal Düzenlemeler..... | 11 |
| 2.3.2. Döviz Kuru Hedeflemesi..... | 12 |
| 2.3.3. Nominal GSYİH Hedeflemesi..... | 14 |
| 2.3.4. Enflasyon Hedeflemesi..... | 14 |

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

| | |
|---|----|
| ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖN KOŞULLARI, ÖZELLİKLERİ, UYGULANMASI VE ÜLKE ÖRNEKLERİ..... | 16 |
| 3.1. Merkez Bankası Bağımsızlığı..... | 16 |
| 3.2. Tek Hedefin Enflasyon Olarak Belirlenmesi..... | 17 |
| 3.3. Fiyat Endeksi Seçimi..... | 18 |
| 3.4. Hedefleme Döneminin Uzunluğu..... | 19 |
| 3.5. Bant Genişliği..... | 20 |
| 3.6. Optimal Oran..... | 21 |
| 3.7. Hesap Verebilirlik..... | 22 |

| | |
|--|----|
| 3.8. Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları..... | 23 |
| 3.8.1. Ortak Özellikler..... | 27 |
| 3.9. Gelişmekte olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları..... | 29 |
| 3.9.1. Merkez Bankası Bağımsızlığı..... | 29 |
| 3.9.2. Senyoraj..... | 29 |
| 3.9.3. Sığ Finansal Piyasalar.. | 30 |
| 3.9.4. Yolsuzluk..... | 30 |
| 3.9.5. İsrail Örneği..... | 31 |
| 3.9.5.1. İsrail’de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması..... | 32 |
| 3.9.5.2. Uygulama Sonuçları..... | 34 |
| 3.9.6. Diğer Gelişmekte Olan Ülke Örnekleri..... | 35 |
| 3.9.6.1. Şili..... | 36 |
| 3.9.6.2. Kolombiya..... | 36 |
| 3.9.6.3. Meksika..... | 38 |
| 3.9.6.4. Peru..... | 39 |
| 3.9.6.5. Brezilya..... | 40 |

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

| | |
|---|----|
| TÜRKİYE EKONOMİSİ GENEL DEĞERLENDİRME..... | 43 |
| 4.1. 1980-1989 Dönemi..... | 43 |
| 4.2. 1989-1994 Dönemi..... | 44 |
| 4.3. 1994-1999 Dönemi..... | 47 |
| 4.4. 2000 Sonrası..... | 48 |
| 4.5. Kriz Dönemi..... | 50 |
| 4.6. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı..... | 53 |
| 4.7. 2002 ve 2003 Dönemi..... | 54 |
| 4.8. Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması..... | 60 |
| 4.8.1. Türkiye Örneği..... | 62 |

BEŞİNCİ BÖLÜM

| | |
|---------------------------------------|----|
| ÖNERİLER VE SONUÇ..... | 68 |
| 5.1. Merkez Bankası Bağımsızlığı..... | 68 |
| 5.2. Öncelikli Tek Hedef..... | 70 |
| 5.3. Hedef ile İlgili Özellikler..... | 70 |

| | |
|--|----|
| 5.3.1. İlan..... | 70 |
| 5.3.2. Fiyat Endeksi..... | 71 |
| 5.3.3. Şokların Kamuoyuna Açıklanması..... | 72 |
| 5.3.4. Nokta ya da Bant Hedefi..... | 72 |
| 5.3.5. Hedefleme Dönemi..... | 74 |
| 5.3.6. Şeffaflık..... | 75 |
| 5.3.7. Politika Araçları..... | 76 |
| 5.4. Sonuç..... | 76 |
| | |
| KAYNAKÇA..... | 79 |

TABLO LİSTESİ

| | <u>Sayfa No</u> |
|--|-----------------|
| Tablo 3.8.1.1. Bazı Gelişmiş Ülkelerin Seçilmiş Özellikleri..... | 28 |
| Tablo 3.9.5.1.1. Ekonomik Göstergeler (İsrail)..... | 33 |
| Tablo 3.9.6.1. Bazı Gelişmekte Olan Ülkelerin Seçilmiş Özellikleri..... | 35 |
| Tablo 4.2.1. 1989-1993 Dönemi Bütçe Dengesi..... | 45 |
| Tablo 4.2.1. 1989-1993 Dönemi Ticaret Dengesi..... | 47 |
| Tablo 4.5.1. Kriz Öncesinde ve Kriz Döneminde Sermaye Hareketleri.... | 51 |
| Tablo 4.7.1. Parasal Büyüklük Hedefleri ve Gerçekleşmeler – Türkiye (2002)..... | 56 |
| Tablo 4.8.1.1. Model (7.2) İstatistikî Sonuçları..... | 63 |
| Tablo 5.3.4.1. Seçilmiş Ülkelerin Hedefleri..... | 73 |

ŞEKİL LİSTESİ

| | | |
|------------------|---|----|
| Şekil 3.8.1. | Yıllık TÜFE Enflasyonu (Yeni Zelanda. 1988-2001)..... | 24 |
| Şekil 3.8.2. | Yıllık TÜFE Enflasyonu (Kanada. 1991-2001)..... | 26 |
| Şekil 3.8.3. | Yıllık Enflasyon Değerleri (Finlandiya, İsveç, İngiltere)..... | 27 |
| Şekil 3.9.5.1. | Yıllık TÜFE Enflasyonu (İsrail. 1980-1991)..... | 31 |
| Şekil 3.9.5.2.1. | Yıllık TÜFE Enflasyonu (İsrail. 1991-2001)..... | 34 |
| Şekil 3.9.6.1.1. | Yıllık TÜFE Enflasyonu (Şili. 1992-2002)..... | 36 |
| Şekil 3.9.6.2.1. | Yıllık TÜFE Enflasyonu (Kolombiya. 1992-2002)..... | 37 |
| Şekil 3.9.6.3.1. | Yıllık TÜFE Enflasyonu (Meksika. 1992-2002)..... | 38 |
| Şekil 3.9.6.3.2. | Yıllık TÜFE Enf. ve Hedefleri (Meksika. 1992-2002)..... | 39 |
| Şekil 3.9.6.4.1. | Yıllık TÜFE Enflasyonu (Peru. 1992-2002)..... | 40 |
| Şekil 3.9.6.5.1. | Yıllık Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeleri (Breziya. 1999-2002)..... | 41 |
| Şekil 4.4.1. | Aylık TÜFE Enflasyonu (Türkiye. Ar. 1999 – Şub. 2001)..... | 50 |
| Şekil 4.7.1. | Aylık TEFE-TÜFE Enflasyonu (Türkiye. 2002)..... | 55 |
| Şekil 4.7.2. | Aylık TÜFE Enflasyonu (Türkiye. 2002-2003)..... | 57 |
| Şekil 4.7.3. | İç Borç Stokunun Gayri Safi Milli Hasıla'ya Oranı (Türkiye. 2002)..... | 58 |
| Şekil 4.7.4. | Cari Açığın GSMH'ye Oranı (%) (Türkiye 1993-2003)..... | 59 |
| Şekil 4.8.1.2. | Katsayıların Değişimi..... | 66 |

KISALTMA LİSTESİ

BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

DİE: Devlet İstatistik Enstitüsü

DPT: Devlet Planlama Teşkilatı

ERM: European Exchange Rate Mechanism

FED: Federal Reserve System

GSMH: Gayri Safi Milli Hasıla

GNP: Gross National Product.

GSYİH: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla

IFS: International Financial Statistics

IMF: International Monetary Fund

İTO: İstanbul Ticaret Odası

NİV: Net İç Varlıklar

NUR: Net Uluslararası Rezervler

PTA: Policy Targets Agreement

RBNZ: Reserve Bank of New Zealand

RPIX: Retail Price Index Excluding Mortgage Interest Payments

TCMB: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

TÜFE: Tüketici Fiyatları Endeksi

ÖZET

Bu çalışma, enflasyon hedeflemesi (inflation targeting) stratejisini ve genel kabul görmüş ön koşullarını inceleyerek geliştirmekte olan ülkelere uygulanabilirliğini araştırmaktadır. Ekonomi literatüründe yaygın olarak, yüksek enflasyonun temel sebebi, para otoritelerinin enflasyonist bir eğilim göstermesi olarak kabul görmüştür. Bu itibarla çalışmada para otoritelerinin zaman tutarsızlığına değinilerek bu problemin çözümüne ilişkin mevcut para programlarının açıklaması da yapılmıştır. Bu programlardan özellikle 1990'lardan günümüze en çok uygulanan ve başarılı olan programın enflasyon hedeflemesi olduğu sonucuna varılmıştır.

Çalışmada enflasyon hedeflemesi ön koşullarının geliştirmekte olan ülkelerdeki mevcudiyeti tartışılmakta, özel olarak da Türkiye örneği incelenmektedir. Enflasyon hedeflemesinde temel müdahale aracı kısa dönemli faiz oranlarıdır. Taylor, merkez bankalarının kısa dönemli faiz oranlarını kullanarak, enflasyon ve üretim hedeflerine ulaşabilmeleri amacı ile "Taylor Kuralı" olarak bilinen bir kural tanımlamıştır. Gelişmiş ülke verileri ile gerçekleştirilen ampirik çalışmalarda, gelir düzeyi ve enflasyon hedefini birlikte ele alan bu kurala destek olan sonuçlar elde edilmiştir. Bu kural, Türkiye için enflasyon, büyüme ve kısa dönemli faiz oranları arasındaki ilişkinin anlamlılığını sınamak amacıyla test edilmiş ve değişken işaretleri gelişmiş ülkeler için yapılan ampirik çalışmalarda olduğu gibi pozitif bulunmuştur.

ABSTRACT

INFLATION TARGETING: APPLICABILITY TO DEVELOPING COUNTRIES AND THE CASE OF TURKEY

This study aims to analyse the inflation targeting strategy and its widely accepted preconditions, so as to determine the feasibility of this strategy to developing countries. It is generally accepted in economic literature that the main reason for high inflation is the inflationary biased programs of the monetary authorities. As regards to this fact, this study also explains the current monetary programs that aim to solve the “time-inconsistency” problem of the monetary authorities. It is concluded that the most applicable and successful program, from 1990’s hitherto, is inflation targeting.

In the study, the occurrence of the preconditions of inflation targeting in developing countries is surveyed and special emphasis has been given to the Turkish case. The main instrument for inflation targeting is short-term interest rates. Taylor defined a rule, named “Taylor Rule”, that enables central banks to reach inflation and output targets by using the short-term interest rates. Empirical studies that use the data of developed countries support the conditions of the “Taylor Rule”. This rule has been tested to determine the significance of the relationship between inflation, growth and short-term interest rates for Turkey. The results of the signs of the variables have been assessed positive, likewise the empirical studies that have been exercised for the developed countries.

BİRİNCİ BÖLÜM

GİRİŞ

Ekonomi literatüründe yaygın olarak, yüksek enflasyonun temel sebebi, para otoritelerinin enflasyonist bir eğilim göstermesi olarak kabul görmüştür. Para otoritesinin zaman tutarsızlığından (time inconsistency) kaynaklanan bu problemin çözümü ve fiyat istikrarının sağlanmasına ilişkin tartışmalar ise 1970'lerden beri süregelmektedir. Söz konusu çözüm önerilerinden son yıllarda en popüler olanı ise para politikası otoritelerinin nihai hedef olan fiyat istikrarını sağlamak amacı ile sayısal bir enflasyon hedefi belirlemesi ve bunu kamuoyuna açıklaması ile tanımlanan enflasyon hedeflemesidir. 1990'lı yıllarda bir çok ülke enflasyon hedeflemesini bir para politikası olarak uygulamaya başlamıştır. Bu ülkelerin çoğunda parasal büyüklük hedeflemesi ya da sabit kur rejiminin başarısız olması veya istenen sonuçlara ulaşmakta etkisiz kalması enflasyon hedeflemesine geçilmesinin temel sebepleri olmuştur. Özellikle gelişmiş ülkelerin uygulamaya koyduğu enflasyon hedeflemesi programları, enflasyonu düşürmekte ve fiyat istikrarını sağlamakta etkili olmuştur. Masson ve diğerleri (1997) bu başarıya da değinerek, enflasyon hedeflemesi çatisının parasal genişleme ve enflasyonun maliyetlerini açıklaması yönünden ve enflasyon baskısına önceden bir önlem alma metodu oluşturması açısından pedagojik bir politika olduğunu savunmuşlardır.

Son yıllarda, gelişmekte olan ülkeler de enflasyon hedeflemesini bir para politikası rejimi olarak uygulamaya başlamışlardır. Bu çalışmanın amacı enflasyon hedeflemesi çerçevesinin gelişmekte olan ülkelere uygulanabilirliği ve özellikle de Türkiye'ye uygulanabilirliğinin incelenmesidir. Bu amaçla konu 10 bölümde ele alınmıştır. Giriş niteliğindeki birinci bölümün ardından ikinci bölümde para politikalarının genel amacı olan fiyat istikrarı ele alınmış, istikrarın sağlanamaması halinde gerçekleşebilecek enflasyonun maliyetleri ve zaman tutarsızlığı sorunu incelenmiştir. Bu sorunun çözümü amacıyla

politikacılar açısından için mevcut hedefleme stratejileri değerlendirilmiş ve parasal büyüklük hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi ve gayri safi yurt içi hasıla hedeflemesi stratejileri avantaj ve dezavantajları ortaya konularak incelenmiştir.

Üçüncü bölümde enflasyon hedeflemesinin ön koşulları, özellikleri ve uygulanması konuları değerlendirilmiş, gelişmiş ülkelerde ve gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi uygulamaları incelenmiş ve ortak özelliklerinin tespiti yapılmıştır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde çok sık görülen senyorej, merkez bankası bağımsızlığı, sık finansal piyasalar gibi sorunlara değinilmiş ve yolsuzluğun da enflasyonla mücadelede yarattığı sıkıntılar ortaya konulmuştur.

Dördüncü bölümde Türkiye ekonomisi hakkında genel bir değerlendirme yapılarak, özellikle kriz ve kriz sonrası dönemler ile güçlü ekonomiye geçiş programı incelenmiştir. Taylor (1993) merkez bankalarının kısa dönemli faiz oranlarını kullanarak, enflasyon ve üretim hedeflerine ulaşabilmeleri amacı ile "Taylor Kuralı" olarak bilinen bir kural tanımlamıştır. Enflasyon hedeflemesini uygulayan gelişmiş ülkelerin tamamı para politikası temel enstrümanı olarak kısa dönemli faiz oranlarını kullandıklarından bu kuralı kendi ülkelerine uyarlayarak, enflasyon, büyüme ve kısa dönemli faiz oranları arasındaki bağı ölçmeye çalışmışlardır. Bu bölümde ayrıca Taylor Kuralı değerlendirilmiş ve bu kuralın Türkiye'ye uygulanmasına çalışılmıştır. Ancak Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin hiç bir dönem para politikası olarak uygulanmamasından ötürü Türkiye uygulamasının amacı sadece kısa dönemli faiz oranları ile büyüme ve enflasyon arasındaki bağı yönünü belirlemek olarak sınırlandırılmıştır.

Bu değerlendirmenin ardından beşinci bölümde Türkiye'de uygulanması muhtemel enflasyon hedeflemesi programı için öneriler yapılmıştır. TCMB'nin bağımsızlığı değerlendirilmiş, yeni yasanın araç bağımsızlığını sağlayıp sağlamadığı değerlendirilmiş, dalgalı kura değinilerek öncelikli tek hedefin enflasyon olarak belirlenebilmesi hususu incelenmiştir. Ardından hedef ile ilgili özellikler açısından çeşitli öneriler yapılmıştır. Hedefin ilanı, fiyat endeksi, şokların kamuoyuna açıklanması gerekliliği, hedefin nokta ya da bant olarak belirlenmesi durumları, hedefleme dönemi, şeffaflığın

sağlanması ve politika araçları konuları incelenerek çalışmadan çıkan sonuçlar sunulmuştur.

İKİNCİ BÖLÜM

FİYAT İSTİKRARI VE DEĞİŞKEN HEDEFLEMELERİ

Makroekonomik politikalar, toplumun refahını arttırmak hedefi ile düşük enflasyon oranı, yüksek büyüme, düşük işsizlik oranı finansal istikrar, ticaret fazlası veya makul ticaret açığı gibi hedeflere ulaşmayı amaçlarlar. Para politikalarının genel kabul görmüş temel amacı ise fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Düşük enflasyon düzeylerinde istikrar kazanmış fiyatlar, gelecek enflasyon oranına ilişkin belirsizlikleri azaltarak ekonomik kararların daha etkin bir şekilde alınmasını sağlayacak ve yüksek istihdam ve büyüme hedeflerine ulaşılması yönünde pozitif etkiler yaratacaktır.

Fiyat istikrarı, fiyatlar enflasyon oranının kabul edilebilir bir seviyede istikrar kazanmasını ifade etmektedir. Kabul edilebilir seviye ise genelde gelişmiş ülkelerde süregelen yıllık %1-%3 enflasyon aralığı olarak kabul edilmektedir. Fiyat istikrarının para politikalarının birincil hedefi haline gelmesinin en önemli sebebi enflasyonun yarattığı ekonomik ve toplumsal maliyetlerin ağır olmasıdır.

2.1. Enflasyon Maliyetleri

Piyasalardaki alım-satım, borç alma-verme, yatırım yapma gibi kararlar cari ve beklenen enflasyon oranları dikkate alınarak yapılmaktadır. Enflasyonist ortamlarda, ekonomik birimler yatırım ve tüketim kararlarını alırken görece fiyat değişimlerini kolaylıkla ayırt edemezler ve sağlıklı karar almak için gerekli bilgiye sahip olamazlar (Serdengeçti, 2002). Bernanke ve diğerleri (1999) yüksek enflasyon yaşayan ülkelerin genel olarak zayıf bir ekonomik performans sergilediklerini savunmuşlar enflasyondaki hızlı yükselişlerin ekonomiye zarar verdiğini bunun yanında yüksek seyreden ama dalgalı olmayan enflasyon oranlarının da zararlı olduğunu belirtmişlerdir.

İstikrarsız ve yüksek fiyatların ekonomi üzerindeki en büyük tahribatı, faiz oranlarını arttırması ve dalgalı bir hale getirmesidir. Yatırımlar etkinliğini yitirir, birikimler enflasyondan korunmak amacı ile üretken olmayan alanlara kayar¹. Yüksek enflasyon yaşanan ortamlarda ekonomik birimler, mevcut belirsizlikten dolayı uzun vadeli yatırım yapmaktan çekinirler veya yüksek risk primleri talep ederler. Böylece reel faiz oranları daha da yukarı çekilerek yatırım kararlarını olumsuz yönde etkilerler. Enflasyona bağlı olarak faizlerde gerçekleşen dalgalanmalar ise dönemler itibarı ile yatırımların da dalgalanmasına neden olur. Buna bağlı olarak büyüme oranlarında da dalgalanmalar yaşanır. Uzun vadede incelendiğinde yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde büyüme oranlarının görece olarak düşük kaldığı gözlenmektedir. Ghosh ve Phillips'in (1998) çalışması enflasyonla büyüme arasındaki negatif korelasyonu belirterek, enflasyon oranının 10'dan 20'ye çıktığı durumda gerçekleşen büyüme oranındaki azalışın enflasyon oranının 40'dan 50'ye çıktığı durumdaki büyüme azalışından daha büyük olduğunu savunmuştur. Buna ek olarak, firmaların fiyatlarını sık değiştirmeleri de "menü maliyetleri"² yaratarak firmalara ek yük getirmekte ve yatırım harcamalarına aktarılacak kaynakları da azaltmaktadır.

Enflasyonun önemli bir maliyeti de vergi sistemi ile arasındaki etkileşimden dolayı ekonominin işleyişinin etkinliğini sınırlamasıdır (Feldstein, 1983). Buna göre özellikle artan oranlı vergi sisteminin uygulandığı ülkelerde nominal gelirdeki artışlar nedeniyle mükellefler bir üst vergi dilimine geçmekte böylece reel gelirlerine uygulanan vergi oranı artmaktadır. Reel gelirdeki bu görece azalış özel tüketim harcamalarını da olumsuz yönde etkilemektedir. Kurumlar vergisi de vergi sonrası reel karlılığı düşürerek yatırım harcamalarını azaltıcı etki yapmaktadır. Enflasyonun vergi sistemi ile ilişkili olarak yarattığı maliyetler üzerine yapılan çalışmalar bu maliyetlerin düşük enflasyonlu ülkelerde bile yıllık GSYİH'nın %1'i seviyelerinde olduğunu göstermektedir³.

Dış piyasalar açısından bakıldığında yüksek enflasyonun rekabet gücünü zayıflattığı ve yabancı sermayeyi caydırdığı söylenebilir. Özellikle

¹ Özellikle gayri menkul ve yabancı para.

² Bknz. Coletti ve O'Reilly (1998).

³ Bknz. Feldstein (1996), Dolado, Gonzales-Paramo ve Vinals (1997).

retken alanlarda yatırım amacı ile gelebilecek olan uzun vadeli yabancı sermayenin enflasyonun yarattığı belirsizlikler nedeni ile girişi zorlaşmaktadır. Bu durumda ülkeye daha çok kısa vadeli kar amacı güden sıcak para girişleri olmakta, dış şoklara karşı ekonominin kırılganlığı artmaktadır.

İstikrarsız ve yüksek enflasyonun ekonomik maliyetlerinin yanı sıra önemli sosyal maliyetleri de vardır. Gelecek ile ilgili toplumda oluşan belirsizlik kaygıları güvensizlik ortamı yaratabilir. İnsanlar vakitlerini ve paralarını birikimlerini korumak için uygun yatırım araçları bulma yolunda harcayarak kendilerine daha az vakit ayırmak zorunda kalırlar. Yüksek enflasyonun neden olduğu belirsizlik sonucu gerek ekonomik gerekse sosyal ve siyasal ilişkilerde ve süreçlerde kısa vadeli yaklaşımlar ve ahlaki olmayan davranışlar artar (Serdengeçti, 2002). Bunun yanında enflasyon sonucu oluşan yüksek faizler sebebi ile tüketiciler ev ya da araba sahibi olmak gibi uzun vadeli kredilere dayanan olanaklarından mahrum kalacaklardır.

2.2. Zaman Tutarsızlığı

Zaman tutarsızlığı problemi, bağlayıcı bir program olmadığı takdirde, politika uygulayıcılarının bugün verdikleri kararlar ve sözlerden ileride dnebebilecekleri durumu ifade etmektedir. Bu kavram ilk olarak Kydland ve Prescott (1977) tarafından kullanılmış ve rasyonel beklentiler teorisinin önemini güçlendiren daha sonra yapılan para politikası çalışmalarını da etkilemiştir. Barro ve Gordon (1983) zaman tutarsızlık probleminin enflasyon eğilimi yarattığını savunmuşlardır. Buna göre popülist politikaları seven politika otoriteleri gelecek dönemlerde politikalarını değiştirebilirler. Bunu bilen özel kesim de fiyat beklentilerini bu değişikliğe göre ayarlar ve ekonomide bir enflasyon eğilimi yaratılmış olur.

Bu noktayı daha da açarsak; hükümet t zamanında, özel sektörün beklentilerini veri alarak bir politika belirlemekte ve enflasyon ve büyüme hedefleri koymaktadır. Hükümet, zel sektörün hedeflerini bu politika çerçevesinde belirleyeceğini düşünmektedir. Enflasyon beklentileri oluştuktan sonra da t+1 zamanında hükümet kendi fayda fonksiyonunu maksimize edecek yani istihdamı arttıracak popülist politikalar izleyecektir. Ancak rasyonel beklentilere sahip özel sektör, hükümetin fayda fonksiyonunu

bilmekte ve enflasyon beklentilerini hükümetin t+1 anında uygulayacağı politikaya göre belirlemektedir. Böylece uzun dönemde enflasyon atalet kazanmış olmaktadır. Bu noktada iki kavramın önem kazandığı söylenebilir: Rasyonel beklentiler ve güvenilirlik.

Rasyonel beklentiler ekonomik birimlerin tahminlerinde gerekli tüm bilgi setlerini etkin olarak kullandıkları ve sistematik hata yapmadıkları varsayımı üzerine kurulmuştur. Bu kuram ilk olarak J. Muth (1961) tarafından ortaya atılmış daha sonra ise T. Sargent, N. Wallace ve R. Lucas tarafından geliştirilmiştir. Sargent ve Wallace (1978), rasyonel beklentileri Phillips Eğrisi'ne uygulayarak, beklenen enflasyonun işsizliği etkilemediğini fakat beklenmeyen enflasyonun işsizliği geçici olarak doğal oranın altına düşürdüğünü göstermektedir. Bu noktada sistematik para politikalarının beklenen enflasyonu etkilediği fakat beklenmeyen enflasyon ve işsizliği etkileyemediği sonucuna vardılar. Bu iktisatçıların da içinde yer aldığı Yeni Klasik Makro İktisat Okulunun temel başlangıç noktası rasyonel beklentiler kuramı olarak şekillenmiştir. Bu kuramı formüle edersek, t döneminde X değişkeninin (t+1) dönemindeki beklenen değeri (X_{t+1}^e) olsun, bu durumda bu değer şu şekilde ifade edilebilir:

$$X_{t+1}^e = E_t(X_{t+1} | \Pi_t) \quad (2.1)$$

Burada E beklenen değer, Π_t beklenti oluşturulan değişkene ilişkin tüm bilgi setini göstermektedir. Denklem (2.1), beklenen değer, ilgili bütün değişkenlerin oluşturduğu bilgi setine koşullu olduğunu göstermektedir. Politika rejimlerindeki herhangi bir değişiklik bilgi seti içinde yer alır ve beklentiler bu değişikliğe göre şekillenir. Rasyonel beklentiler kuramına göre ekonomik birimlerin yaptıkları hatalar "0" etrafında durağandır. Yani, ekonomik birimler sistematik hata yapmazlar. Sistematik hata yapmayan ekonomik birimler de politika uygulayıcılarının t anında verdikleri kararın t+1 anında değişip değişmeyeceğini t anında sezebilirler.

Kuşkusuz politika otoriteleri bu değişiklikleri toplumun refahını maksimize etmek amacı ile yapmaktadırlar. Ancak bu değişikliklerin rasyonel bekleyişleri olan ekonomik birimlerce biliniyor olması enflasyon eğilimini

arttıran bir olgu olarak karşımıza çıkmaktadır. Telatar (2002) pozitif enflasyon teorisi çerçevesinde enflasyonun düşürülmesinin büyük ölçüde enflasyon beklentilerinin düşürülmesi konusundaki başarıya bağlanmakta olduğunu belirtmiş ve bu başarıyı da merkez bankasının fiyat istikrarını izleme yönündeki kararlılığına ilişkin algılamaların şekillendirdiği güvenilirlik derecesine endekslendiğini savunmuştur.

Zaman tutarsızlığının yarattığı güvenilirlik problemi ancak para otoritesinin uymak zorunda olduğu bağlayıcı politika ortamı sağlanabilirse aşılabılır. Bağlayıcı politika t+1 döneminde t döneminde ilan edilen politikadan ayrılmayı imkansız kılar. Böylece ekonomik birimlerin beklentileri de uygulanan politika hedefleri doğrultusunda gerçekleşecektir.

Aşağıda nominal bir değişkeni hedefleyerek politikacılar açısından bağlayıcılığı sağlamaya çalışan dört temel hedefleme stratejisi incelenmiştir.

2.3. Değişken Hedeflemeleri

Zaman tutarsızlığı sorununun yarattığı enflasyonist eğilimin ortadan kaldırılması için önceden ilan edilen kurallara göre yürütülen bir para politikası stratejisine ihtiyaç olduğu konusunda ekonomi çevrelerinde genel bir görüş birliği oluşmuştur. Ancak fiyat istikrarının sağlanabilmesi için hangi para politikası rejiminin uygulanması gerektiği konusu hala tartışılmaktadır. Genel olarak nominal bir değişkeni çapa olarak kullanan bu politikaların, uygulayacak ülkelerin özelliklerine göre avantajları ve dezavantajları bulunmaktadır. Bu bölümde sözü edilen bu dört hedefleme politikası incelenmiştir.

2.3.1. Parasal Büyüklük Hedeflemesi

Monetarist ve neo-klasik makroekonomik doktrin, fiyat düzeyinin para stoku düzeyi tarafından belirlendiğini savunmakta ve bu itibarla enflasyonun temel sebebinin ise para arzındaki artış olduğunu ortaya koymaktadır. Bu doktrine göre kısa dönemli arz şokları ve hükümet müdahalelerinin olmadığı durumlarda ekonomi her zaman denge düzeyinde olacaktır. Miktar teorisi olarak da bilinen monetarist teori, gelir ve fiyat düzeyinin paranın dolaşım hızı sabitken para stokundaki değişmelerle değişeceğini savunur. Reel üretim

artış oranından daha fazla olan para stoku artış oranı enflasyon yaratır. Monetarist teorinin savunucuları enflasyon oranının düşürülmesi amacı ile hemen her zaman daraltıcı para politikası uygulamalarını önermişlerdir. Monetarist ve neo-klasik makroekonomik doktrinin önemli iki tane varsayımı vardır; birincisi paranın dolaşım hızının sabit olduğu, ikincisi ise para arzının dışsal olduğudur. Bu iki varsayım parasal büyüklük, gelir ve fiyat düzeyi arasında mantıklı bir ilişki kurulmasının temelini oluşturur. Aynı çerçevede para otoritelerinin dışsal para arzını değiştirerek gelir ve fiyat düzeyini etkileyebileceğini de ortaya koyar.

Monetarist yaklaşımlar özellikle 1960, 70 ve 80'lerin başında çok popülerdi. Monetarist ve neo-klasik makroekonomik doktrinlerin genel kabul görmesi o dönemlerde gelişmiş ülkelerin para politikalarını belirlerken bu doktrinler doğrultusunda karar almalarına yol açıyordu. Merkez bankaları M2, M3 gibi parasal büyüklükleri hedef alıyorlardı. Bunun yanında 1960 sonları ve 70'lerde dünyada bir çok ülke enflasyonu bir problem olarak yaşamıştı. Bu problemlerin çözümü amacı ile monetarist politikalar (aktivist politikalar olarak da bilinmektedirler) uygulanmış ve parasal büyüklük hedeflemesi merkez bankaları tarafından yaygın olarak kullanılmıştır.

Aktivist politika uygulayıcıları enflasyon ve işsizlik arasında bir netleşme (Phillips eğrisi) olduğunu iddia ederler. Bu görüşe göre enflasyonu düşürmenin maliyeti işsizliktir. 1970'lerde, ilki 1973-74'de ikincisi ise 1978-79'da olmak üzere iki tane petrol krizi yaşanmıştır. Bu şoklar dünya genelinde enflasyon oranlarında bir artışa neden olmuştur. Merkez bankaları bu şokları atlatmak amacı ile daraltıcı para politikalarını uygulamaya koymuştur. Bu politikalar enflasyon oranını düşürmekten çok izleyen yıllarda resesyona sebep olmuştur.

Ekim 1979'da Birleşik Devletler Federal Rezerv Sistemi (FED) M1'deki büyümeyi düşürmeyi amaçlayan yeni bir politika uygulamaya koymuşlardır. Bu politika tamamen başarısız olmuş, enflasyon ve işsizlik oranı artmış, ekonomi resesyona sürüklenmiştir. Yaşanan daralmanın ardından 1982 Ağustos'unda FED, kısa dönem faiz oranlarını %3 düşürmüş, aynı yılın Ekim ayında ise M1 parasal büyüklük hedeflemesini terk etmiş, ancak daha geniş para tanımları olan M2 ve M3 için kamuoyuna resmi hedef

açıklanmasına devam etmiştir. Ertesi yıl M1'deki büyümenin devam etmesine rağmen enflasyon oranı düşmeye başlamıştır (GSMH deflatörü 1981 yılında %9.7'den 1986 yılında %2.6 seviyesine inmiştir). Bu gelişmelere paralel olarak Friedman (1988), 1970'lerin son dönemleri ve 1980'lerde para, gelir ve fiyat arasındaki ilişkinin kaybolduğunu itiraf etmiştir. Bu bağın kopmasında temel olarak iki neden vardır. Birincisi paranın dolaşım hızının varsayıldığı gibi sabit olmaması, ikincisi ise para arzının içselliğinin giderek artmasıdır. Son dönemlerde yapılan çalışmalar finansal gelişmelerin ve yeni piyasaya çıkan enstrümanların, teknolojinin de katkısı ile paranın içselliğini arttırdığı yönündedir. Böylece merkez bankalarının parasal büyüklükleri etkileme gücü azalmaktadır.

Aktivist politikaların, ekonomi literatüründe üç esaslı eleştirisi vardır. Birincisi, yapılan bir çok ekonometrik çalışma sonucu enflasyon ve işsizlik arasında uzun dönemli bir ilişkinin kalmadığı sonucuna ulaşılmıştır.⁴ İkinci olarak, Friedman (1988) para politikasının ekonomi üzerinde güçlü etkileri olduğunu iddia ederken, bu etkilerin "uzun ve değişken" süreleri olduğunu da belirtmiş, bu nedenle özellikle politikacıların popülist politikalar uygulayarak kısa dönemde etkisini gösterecek kararlar alma eğilimleri ile aktivist politikaların etkisiz kılındığını ifade etmiştir. Böylece, kısa dönemli ekonomi politikaları uygulayan ülkelerde aktivist politikaların etkisiz kalacağı eleştirisi yine Friedman'ın kendisinden gelmiştir. Üçüncü olarak, para politikalarının zaman tutarsızlığı sorunu olması aktivist politikaların etkinliğini azaltmaktadır⁵. Politika otoriteleri beklentileri sabit kabul etmektedirler. İstenilen büyüme veya milli gelir seviyelerine ulaşmak amacıyla genişlemeye yönelik politikaları, beklentileri sabit kabul ederek uygulayabilirler. Fakat firmalar ve işçi örgütleri bu tarz değişiklikleri genelde kolaylıkla anlarlar ve beklentilerini değiştirerek fiyat ayarlamalarını güncelleştirirler. Bu tip genişleme politikaları sonucunda, milli gelirden bir değişim olmazken fiyatlar genel seviyesinde bir artış meydana gelir.

⁴ Örneğin, Friedman (1968) ve Phelps (1968).

⁵ Calvo (1978) ve Barro ve Gordon (1983).

2.3.1.1. Yapısal Düzenlemeler

IMF tabanlı istikrar programları uygulayan gelişmekte olan ülkeler önceki bölümde sözü edilen aktivist para politikalarını istikrar sağlama sürecinde uygulamışlardır. Fakat bu deneyimlerin bir çoğu başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Başarısızlıklar iki temel eleştiride yoğunlaşmıştır. Birincisi, yukarıda sözü edilen aktivist politikaların artık geçerliliğini yitirmesidir. İkinci olarak ise IMF tabanlı programların yapısal reformları içermemesidir. İkinci eleştiri yapısalci okul olarak bilinen kesimden gelmektedir. Yapısalcılar IMF tabanlı istikrar programlarının iç talebi azaltmak, ücretleri dondurmak, hükümet harcamalarını azaltmak gibi sadece talep yönlü olan uygulamalarının etkin bir çözüme yönelik olmadığını savunmaktadırlar. Tek tip IMF programların ekonominin arz yönünü hesaba katmadığını, yapısal reformlarla desteklenmemiş daraltıcı bir ekonomi politikasının başarısız olacağını da ifade etmektedirler.

Daraltıcı ekonomi politikaları kısa dönemde özel yatırımı azaltacağından dolayı, işsizlik ve sosyal tansiyonu artırıcı etkileri de olacaktır. Özellikle son dönemlerde IMF bu eleştirileri haklı bularak, istikrar programı önerilerine yapısal reformları vazgeçilmez bir unsur olarak dahil etmiştir.

Masson ve diğerleri (1997) yapısal reformların hükümet tarafından yaratılan suni krizleri azaltacağını, kaynakların etkin dağılımına katkı yapacağını ve büyümeyi destekleyeceğini savunmuşlardır. Bu noktada özellikle dışsal şoklara daha açık olan gelişmekte olan ülkelerin yapısal reformlarını bir an önce uygulamaya koymaları kritik bir önem arz etmektedir. Vergi reformu, hükümet harcamalarına ilişkin reformlar, bankacılık sistemi reformları, sosyal sigortalar reformu, döviz kuru reformu ve ticaret liberalizasyonu yapılması gereken reformların başında gelmektedir.

2.3.2. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi özellikle gelişmekte olan ülkeler tarafından kullanılan etkin bir para politikası rejimidir. Ülke parasının, düşük enflasyonlu büyük bir ülkenin parasına sabitlemesi esasına dayanır. Bu sabitleme genelde iki şekilde gerçekleştirilir: Birincisinde döviz kuru belirli limitler

içerisinde dalgalanmaya bırakılır (sürünen kur). İkincisi ülke parasının bire bir döviz kuruna bağlanmasıdır (sabit kur). Döviz kuru hedeflemesinin avantajları şöyle sıralanabilir:⁶

- Enflasyon beklentilerini kuru baz alınan ülkenin kuruna eşitler.
- Para politikası kur üzerinde yoğunlaştığından, uygulamalar otomatikleşir. Böylece zaman tutarsızlığı sorunu azalmış olur.
- Politikacıların, para politikası üzerinde kısa dönemli faydacı yaklaşımlar uygulamasını engeller. Böyle ihtiyari para politikalarının yarattığı enflasyon ataletini de azaltmış olur.

Uygulamalar, döviz kuru hedeflemesinin, enflasyonu hızlı bir şekilde düşürme konusunda etkin bir para politikası aracı olduğunu göstermektedir. Bunun yanında gelişmiş ülkelerden Fransa 1987 yılında frankı enflasyonu %1 seviyelerinde olan Almanya'nın milli parasına sabitlemiştir. 1992 yılına gelindiğinde Fransa'da enflasyon oranı %3'ten Fransız otoritelerince kabul edilebilir bir rakam olan %2'ye gerilemiştir. Ekim 1990 yılında ise İngiltere ERM'ye (European Exchange Rate Mechanism) dahil olduktan hemen sonra döviz kuru bandına geçmiştir. Bu dönemde %10 olan enflasyon oranı iki yıl içerisinde %3 düzeyine gerilemiştir. Ancak, bu tarihte pounda yapılan spekülasyon saldırılar sonucu İngiltere ERM'yi ve sabit kur rejimini terk etmek zorunda kalmıştır. Gelişmekte olan ülkelerde sıkça uygulanan döviz kuru hedeflemesi rejimi uygulamanın ilk dönemlerinde genellikle başarılı olmuş, fakat bazı örneklerde ise krizlerle sonuçlanmıştır. Arjantin parasını dolara sabitleyerek 1990 yılında %1000'lerde olan enflasyon oranını 1994'e gelindiğinde %4 seviyelerine indirmeyi başarmıştır. Ekonomik büyüme ise ilgili dönemde %8'lik bir ortalama yakalamıştır. Fakat 1990'ların sonunda sabit kur rejimini terk etmeyen Arjantin'de ekonomik büyüme durmuş, cari işlemler açığı hızla büyümeye başlamış ve ekonomi 2001 yılına gelindiğinde krize girmiştir. Döviz kuru hedeflemesinin çeşitli sakıncaları şöyle özetlenebilir:

⁶ Örneğin, Mussa ve diğerleri (2000), Edwards ve Savastano (1999), Caramazza ve Aziz (1998).

- Döviz kuru hedeflemesi uygulayan ülke spekülâtif ataklara karşı açık hale gelmektedir.
- Kuru hedeflenen ülkede yaşanan şoklar hedefleyen ülkeye eş anlı olarak yansımaktadır.
- Dışsal ya da içsel şoklara para politikası araçları kullanarak müdahale edilmesi zorlaşmaktadır.
- Döviz kuru hedefleyen ülkelerin ihracat olanakları açısından rekabet gücü azalmaktadır.

Bunların yanında döviz kuru hedeflemesi özellikle gelişmekte olan ülkelerde finansal kırılğanlığı arttırması ve ekonomiyi finansal krizlere açık hale getirmesi nedeni ile bazı ek dezavantajlar da getirmektedir (Mishkin, 1999). Özellikle yerel finansal kurumlar sabit döviz kuru rejiminde döviz cinsinden borçlanmayı tercih etmektedirler. Ancak, ortaya çıkan bir kriz sonucu ekonomik programın başarısız olması ve devalüasyon yapılması bu finansal kurumların varlık yükümlülük dengelerini bozarak iflaslara bile sürükleyebilecektir. Disyatat (2001) bankacılık sektörünün zayıf olduğu bir ekonomide, sektör döviz borçlarını risklere karşı da korumadıysa, devalüasyon bilançoları daha da kötüleştirecektir görüşünü savunmuştur. Ayrıca, devalüasyon beklenen ve gerçekleşen enflasyon oranlarını da yükselteceğinden faiz oranlarını arttırarak yurt içi firmaları çok zor duruma düşürebilecektir. Sonuç olarak, artan faiz oranları ve risk, şirketlerin ve finansal kuruluşların bozulan bilanço yapıları, ülkeyi resesyona sürükleyebilecektir.⁷

Örneğin yaşanan son krize kadar Arjantin para politikası “para kurulu” tarafından uygulanmaktaydı. Para kurulu pezoyu 1 Amerikan doları olacak şekilde sabitlemişti. Ancak, değerlenen pezo zaman içinde Arjantin’in dünya ticaretinde rekabet gücünü kaybetmesine yol açmış, cari işlemler açığını arttırmış, büyüme ve üretim ise buna bağlı olarak durmuştu. Buna Arjantin’in iç ve dış borçlarını ödemede yaşadığı zorluklarda eklenince Arjantin 2001 yılı içerisinde krize girmiştir.

⁷ Meksika’da 1994 ve 1995, Asya’da 1997 yıllarında yaşanan resesyonların temel sebebi döviz kuru krizleridir.

Sonuç olarak, örnekler göstermektedir ki döviz kuru hedeflemesi özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından en etkin bir enflasyon düşürme rejimi olarak göze çarpmaktadır. Ancak, dışsal şoklara çok fazla açık olmasından ötürü riskler içermekte ve başarısız olduğunda ise ekonomi üzerinde çok yıkıcı etkiler bırakabilmektedir.

2.3.3. Nominal GSYİH Hedeflemesi

Nominal GSYİH hedeflemesi uygulandığı itibarıyla enflasyon hedeflemesine benzemektedir ve bazı ekonomistler tarafından etkin bir alternatif rejim olarak görülmektedir.⁸ Bu politikada hedef, fiyatların yanında nominal bir GSYİH düzeyidir. Merkez Bankası projeksiyon niteliğindeki reel büyüme hedeflerindeki değişimlere enflasyon hedefini değiştirerek cevap vermektedir. Böylece istenen reel büyüme hedeflerine ulaşmayı amaçlamaktadır. Ancak, nominal GSYİH hedeflemesinin genel kabul görmüş bazı dezavantajları vardır. Öncelikle hedeflenen GSYİH düzeyinin belirlenmesi, çok fazla dışsal etkenin hesaba katılması gerekliliği olduğundan zorluklar içermektedir. İkinci olarak, açıklanan GSYİH, kamuoyu tarafından, düşük bulunup, hükümet politikaları daraltıcı olmakla eleştirilebilir. Bunun yanında, kamuoyu tarafından, nominal GSYİH hedeflemesi, reel GSYİH hedeflemesi ile çok kolay karıştırılabilir. Sonuç olarak, hem kamuoyu tarafından daha rahat anlaşılabilmesi hem de hesaplanmasındaki kolaylıklar sebebi ile enflasyon hedeflemesi nominal GSYİH hedeflemesine göre daha tercih edilen bir rejimdir.

2.3.4. Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi, para politikası otoritelerinin nihai hedef olan fiyat istikrarını sağlamak amacı ile sayısal bir enflasyon hedefi belirlemesi ve bunu kamuoyuna açıklaması ile tanımlanan bir rejimdir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin, enflasyonu kontrol eden diğer yöntemlerden temel farkı; para politikası araçlarının tümünün hedef doğrultusunda kullanılması ve geçmiş ya da cari enflasyon yerine gelecek enflasyona odaklanmasıdır.

⁸ Örneğin, Hall ve Mankiw (1994).

Belirlenen hedef kamuoyu tarafından kolayca anlaşılabilen açık bir nominal çapa sağlamaktadır.

Ekonomi literatüründe para politikası için en iyi stratejinin belirlenmesi tartışması, “kurala bağlı” (rule) ve “ihtiyari” (discretionary) politikalar çerçevesinde yapılmaktadır. Bernanke ve diğerleri (1999) enflasyon hedeflemesi uygulamasının bu iki politikadan da farklı olduğunu esasen duruma göre hem kurala bağlı hem de ihtiyari olarak uygulanabileceğini belirtmişlerdir.

Enflasyon hedeflemesi, sabit döviz kuru uygulamalarının aksine para politikası otoritelerine iç ve dış şoklara karşı daha esnek bir politika izleme imkanı vermektedir. Böylece sabit döviz kuru rejimlerinden daha bağımsız bir para politikası rejimi olmaktadır. Enflasyon hedeflemesi parasal büyüklükler ile nominal gelir arasındaki ilişkiye odaklanmak yerine tek bir hedefe odaklandığından paranın dolanım hızının belirsizliği ile ifade edilen problem ile ilişkisi de kalmamıştır. Ayrıca bu rejim; tek hedef olarak enflasyonu belirlemesi, anlaşılabilir olması, şeffaf olması özelliklerinden dolayı da merkez bankalarının hesap verebilirliklerini ve güvenilirliklerini de arttırmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin bazı dezavantajları da bulunmaktadır. Her şeyden önce katı ve tavizsiz olarak uygulanması gereklidir. Para politikasının enflasyon üzerindeki etkileri ülkelere göre farklılıklar gösterse de genelde belirsiz olduğundan enflasyonu da kontrol etmek güçtür. Bu itibarla bu rejim, bir parasal büyüklük ya da kur hedeflemesine göre daha zordur. Ayrıca kısa dönemde ekonomik büyümeyi sınırlandırabilecek etkileri olması özellikle politikacılar açısından sıkıntılar yaratmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖN KOŞULLARI, ÖZELLİKLERİ, UYGULANMASI VE ÜLKE ÖRNEKLERİ

Enflasyon hedeflemesinin genel kabul görmüş iki esas ön koşulu bulunmaktadır: Merkez Bankası bağımsızlığı ve enflasyon hedefi dışında para otoritelerini bağlayıcı başka herhangi bir hedefin olmaması. Bunların yanında, enflasyon hedeflemesinin etkin olarak uygulanabilmesi için fiyat endeksi seçimi, hedefleme dönemi, bant genişliği, optimal oran ve hesap verebilir bir merkez bankası özelliklerinin de düzenlenmesi gerekmektedir.

3.1. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Ekonomi literatüründe, politik baskıdan uzak bir merkez bankasının, istikrarlı ve düşük enflasyon hedefini sağlamak yönünde birincil koşul olduğu, genel kabul görmüş bir kanıdır.⁹ Zaman tutarsızlığının yarattığı güvenilirlik probleminde ikinci bölümde değinilmişti. Bu problemin yanı sıra hükümetlerin yüksek kamu maliyesi açıkları vermeleri ve bu açıkları merkez bankası kaynakları ile finanse etmeye çalışmaları, fiyat istikrarını tehdit eden unsurların başında gelmektedir. Güvenilirlik sorununun çözülmesinde ve fiyat istikrarının sağlanmasında uygun olmayan hükümet politikalarına “hayır” diyebilecek bir merkez bankasının varlığı son derece önemlidir. Fisher (1995) etkin bir para politikasının ön koşullarını, merkez bankasının bağımsızlığı ve enflasyonun direkt hedeflenmesi olarak belirtmiştir.

Merkez bankasının bağımsız bir para politikası uygulayıcısı olması enflasyon hedeflemesi çatısının en temel koşuludur. Gerçekte tam anlamıyla

⁹ Bu konudaki kapsamlı ilk çalışma Cukierman ve Neyaptı'nın (1992) 70 ülkeyi dahil ettiği araştırmasıdır. Bu çalışmada Cukierman bağımsız bir merkez bankasının enflasyonu düşürmek konusunda daha başarılı olacağı sonucuna varmıştır. Çalışmada toplulaştırılmış yasal merkez bankası bağımsızlık endeksi Türkiye için 0.46 olarak hesaplanmıştır. Bu oran Almanya için 0.69, İsviçre için 0.64'dür.

bağımsız bir merkez bankası bulunmamasına rağmen burada sözü edilen operasyonel bağımsızlıktır. Operasyonel bağımsızlık, merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşmak amacı ile elindeki tüm enstrümanlarını serbestçe kullanabilmesi anlamına gelmektedir.

Enflasyon hedeflerine ulaşabilmek için para politikası, maliye politikasına baskın olmalıdır. Bir başka deyişle maliye politikası, para politikasının etkilerini sınırlayıcı veya uygulamalarını dikte ettirici olmamalıdır. Maliye politikasını etkin kılan noktaların başında kamunun borçlanma gereği gelmektedir. Bu itibarla hükümetin merkez bankasından borçlanma olanakları sınırlandırılmalı ya da tamamen kaldırılmalıdır. Bunun yanında ülkede hükümetin de borçlanabileceği derinliği olan finansal piyasalar bulunmalı ve vergi gelirlerinin borçlanmayı azaltıcı yönde artırılması gerekmektedir. Bu özelliklerden yoksun ülkelerde enflasyon hedeflemesi programları hükümetlerin borçlanma ihtiyaçları nedeni ile zarar görebilir. Örneğin hükümetlerin sığ olan yerel finansal piyasalardan borçlanma çabaları faizleri arttıracak ve merkez bankasının faiz politikasını etkileyecektir. Ayrıca, borçlanma aşamasında karşılaşılan güçlükler hükümetleri senyoraj yolu ile gelir elde etmeye zorlayacak ve parasal büyüklükler merkez bankasının kontrolünden çıkmış olacaktır. Kısacası yüksek borçlanma gereğinden ötürü, hükümetlerin iç borçlanmaya yönelmesi veya senyoraj yolu ile gelir elde etme zorunlulukları para politikasının gücünü yitirmesine yol açar.

3.2. Tek Hedefin Enflasyon Olarak Belirlenmesi

Enflasyon hedeflemesinin ikinci önemli ön koşulu para politikasının sadece belirlenen enflasyon hedefini gerçekleştirmeyi amaçlaması, büyüme, istihdam seviyesi veya döviz kuru istikrarı gibi başka hedefler seçmemesidir. Enflasyon dışında belirlenen parasal büyüklükler ya da ekonomik değişken hedeflerine ulaşmak için uygulanan politikalar, enflasyon hedeflemesi programı ile çelişebilir. Örneğin sabit kur sistemi ile enflasyon hedeflemesi rejimi çelişmektedir. Sabit kur sisteminde, ülkenin enflasyon oranı kuru sabit olarak alınan ülkeye endekslendiğinden, orta veya uzun vadede enflasyon hedeflemesi yapılamaz.

Diğer yandan, enflasyon hedeflemesi programını başarıyla uygulayan gelişmiş ülkelerde fiyat istikrarıyla dolaylı ilişkisi bulunan başka hedeflere de ulaşıldığı görülmüştür. Sadece, kısa dönemde enflasyon hedefine ulaşmak amacı ile merkez bankaları büyüme aleyhine faiz politikaları uygulayabilir. Uzun dönemde, GSYİH ya da tam istihdam hedefleri de enflasyon hedeflemesi ile tutarlıdır. Ancak, bu başarının sağlanmasındaki en önemli etken fiyat istikrarı hedeflerinin kredibilitésinin, bu ülkelerin para otoritelerince sağlanmış olmasıdır.

Özellikle gelişmekte olan ülkelerde kamu borçlanma gereği nedeni ile para ve mali politikalar arasında dolaylı da olsa etkileşim bulunmaktadır. Para politikası uygulayıcısı konumundaki merkez bankaları mali politikaların enflasyon üzerindeki etkilerini hesaplamak durumundadırlar. Esasen, enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmadan önce özellikle kamu kesiminin borçlanma gereğinin azaltılması ve para politikasının maliye politikalarına baskın hale getirilmesi başarı için zorunlu görülmektedir.

3.3. Fiyat Endeksi Seçimi

Enflasyon hedeflemesinin ilk aşaması hedeflenecek fiyat endeksinin belirlenmesidir. Fiyat endeksi genel olarak anlaşılabilir, ve kamuoyu tarafından gözlemlenebilir olmalıdır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler genel olarak tüketici fiyat endeksini (TÜFE) veya çekirdek enflasyonu kullanmaktadırlar. Bu endekslerden TÜFE, kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilir olması açısından basit, şeffaf ve güvenilir bir ölçüt olarak düşünülebilir. Ancak bu endeks merkez bankasının kontrolünde olmayan ve dönemler itibarıyla dalgalı bir seyir izleyebilen, tarım ve enerji fiyatlarını da içermektedir. Maksimum esneklik sağlaması açısından, seçilen endeks, bir kerelik fiyat sıçramaları gösteren mal gruplarını ve dar tanımlı sektörlerin fiyat değişikliklerini hariç tutmalıdır (Bernanke ve diğerleri 1999). Örneğin, Yeni Zelanda hedeflemeye ilk başladığı dönemde dolaylı vergiler, sübvansiyonlar ve faiz maliyetlerini hariç tuttuğu tüketici fiyatları endeksini hedeflerken, İngiltere ipotek faiz oranlarının hariç tutulduğu RPIX (Retail Price Index Excluding Mortgage Interest Payments) endeksini hedeflemiştir. Ancak, bu tür endeks hedeflemeleri durumunda, merkez bankaları kamuoyuna endeksin

nasıl hesaplandığını, hangi mal gruplarının hariç tutulduğunu ve TÜFE ile nasıl ilişkilendirildiğini anlatmak durumunda olacaklardır. Yani, önemli olan nokta, hedeflenen endeksin hangi öncelikler gözetilerek, nasıl oluşturulduğunun, kamuoyu tarafından algılanabilir olmasıdır. Endeks bir kez belirlendiğinde ise hedefleme süreci boyunca değiştirilmemelidir. Çekirdek enflasyon hedeflemesinin daha etkin olmasına rağmen, kamuoyu ile daha basit ve şeffaf bir iletişim kurulması amacı ile bir çok merkez bankası TÜFE hedefini tercih etmiştir. Schmidt ve Tapia (2002) enflasyon hedeflemesi uygulayan 20 merkez bankasını inceledikleri çalışmalarında, bu bankalardan 16 tanesinin TÜFE, 4 tanesinin ise çekirdek enflasyonu hedeflediklerini belirtmişlerdir¹⁰.

3.4. Hedefleme Döneminin Uzunluğu

Bernanke ve diğerleri (1999) bir yıldan kısa vadeli bir hedefleme döneminin anlamsız olacağını, dört yıldan uzun bir hedefleme döneminin de kredibilitésinin zayıf olacağını vurgulayarak hedefleme döneminin bir ile dört yıl arasında belirlenmesinin uygun olacağını savunmuşlardır. Esasen hedefleme döneminin en önemli belirleyicisi başlangıçtaki enflasyon oranı ile hedeflenen dönem sonundaki oran arasındaki farkın değeridir. Debelle (1997) başlangıç enflasyonunun, hedeflenenden farklı olduğu durumlarda uygulamaya süresinin bu farka göre en az iki yıl olması gerektiğini belirtmiştir. Enflasyon hedeflemesi programını Mart 1990 tarihinde, ilk kez uygulamaya koyan ülke olan Yeni Zelanda'da hedefleme süresi 5 yıl olarak belirlenmişti. İsveç ve Finlandiya bu süreyi 3 yıl olarak belirlerken, İngiltere, parlamento dönemi olarak uygulamıştır. Diğer örneklerden farklı olarak sadece Avustralya, bu dönemi bir iş çevrimi (business cycle) süresi olarak belirlemiştir. Ancak, ileriye dönük beklentilerde belirsizlik yaratmasından dolayı bu uygulama diğer ülkeler tarafından benimsenmemiştir.

¹⁰ Bu çalışmaya göre Avustralya, Brezilya Kanada, Şili, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, İzlanda, İsrail, Meksika, Yeni Zelanda, Norveç, Peru, Polonya, İsveç İsviçre TÜFE, Kore, Güney Afrika, Tayland çekirdek enflasyon, İngiltere ise RPIX hedeflemektedir.

3.5. Bant Genişliği

Enflasyon hedefi ile ilgili önemli sorulardan biri hedefin bir bant mı yoksa bir nokta mı olması gerektiğidir. Esasen uygulamalarda bu iki örnek de ülkelerin özelliklerine göre kullanılmaktadır. Nokta hedefler, bant hedeflere göre kamuoyu tarafından daha iyi algılanabilmektedir. Özel kesim, nokta hedefi gelecek dönem enflasyon tahmini olarak bire bir kullanabilmektedir. Bant hedefinin avantajı ise merkez bankalarına esneklik sağlamasıdır. Nokta hedef seçilmesi durumunda özellikle kısa dönemde hedefi tutturabilmek amacı ile merkez bankaları para politikası enstrümanlarını yoğun olarak kullanarak, piyasalarda dalgalanma yaratabilirler.

Gelecek dönem enflasyonunun tahminindeki zorluklar, dışsal şok olasılıkları, para politikası araçlarının etkin kullanılamaması, siyasi belirsizlikler gibi nedenlerle hedeflenen enflasyon oranı için bir aralık vermek para otoritelerinin genelde tercih ettiği bir yol olmaktadır. Bunun yanında aralık vermeden, Avustralya uygulamasında olduğu gibi, iki nokta olarak hedef belirlenmesi durumu da mevcuttur. Buna “kalın nokta” denilmektedir.

Ancak, enflasyon hedefi olarak geniş bir aralık belirlenmesinin de bazı sakıncaları vardır. Geniş bir bant, merkez bankasının güvenilirliğini şüpheye düşürebilir. Bunun yanında kamuoyunun enflasyon beklentilerinin farklı oluşmasına ve dönem içerisinde değişmesine yol açarken, özellikle yüksek enflasyonlu ülkelerde sadece üst limitin hedeflenmesine de neden olabilir. Bant aralığının dar tutulmasının da dezavantajları vardır: Hedefin dar aralıkta kalması için yapılan merkez bankası müdahaleleri ile kısa dönemli faiz oranları dalgalı bir seyir izleyerek finansal piyasaların istikrarını bozabilir. Nicholl ve Archer (1992) faiz oranları çok sık değiştirmedikçe, enflasyonu dar bir bant hedefi içerisinde tutmaya çalışmanın çok zor olacağını savunmuşlardır. Bundan ötürü, enflasyon hedefi belirlenirken nokta hedefin ve bant hedeflerinin tüm avantaj ve dezavantajları para otoritelerince ciddi bir şekilde gözden geçirilmelidir.

Bant hedeflemesinde alt limitin belirlenmesinin de büyük önemi vardır. Gerçekleşen enflasyonun alt limitten daha düşük çıkması, piyasalarda belirsizliğe ve merkez bankasının güvenilirliğinin azalmasına yol açacaktır.

Debelle (1997) gerekleŒen enflasyonun alt limitin altına inmesini elektrik tellerine dokunmaya benzetmiŒ ve bu durumun üretim üzerinde olumsuz etkileri olacağını belirtmiŒtir. Bunun yanında Ghosh ve Phillips (1998) enflasyon yüksek seviyelerdeyken yaŒanan bir enflasyon dūŒūŒünün üretimi azaltıcı değil arttırıcı bir etkisi olabileceğini savunmuŒlardır. Yaptıkları araŒtırmada % 6'nın altına dūŒen enflasyon oranlarında ise dezenflasyon sürecinin büyüme üzerinde ters bir etki yapacağını iddia etmiŒlerdir. Yani, zaten dūŒük enflasyona sahip Őlkelerde enflasyon hedefleri belirlenirken alt limitin hesaplanması da ayrı bir önem taŒımaktadır.

3.6. Optimal Oran

Enflasyonun Œimdiki değeri ve program süresi enflasyon hedeflemesi için sayısal bir rakam belirleme aŒamasındaki en önemli etkenlerdir. Zaten enflasyonu dūŒük seviyelerde olan Őlkeler için karar verilmesi gereken konu, enflasyonun optimal oranının ne olduğudur? Teorik olarak uzun dönemde sıfır enflasyon oranının optimal olup olmadığı tartıŒılmaktadır. Son dönemlerde yapılan alıŒmalarda dūŒük seviyelerde fakat pozitif enflasyon oranının genel ekonomi açısından yararlı olacağı savunulmuŒtur. Fisher (1994), %1-%3 arası pozitif enflasyon oranının optimal olduğunu savunmuŒtur.

Sıfırdan daha yüksek enflasyon oranının yararlarını savunan tezler ũ ana madde olarak sıralanabilir¹¹. Birincisi, sıfır enflasyon durumunda eksi faiz oranları ile karŒılaŒılabilmektedir. Bu durum merkez bankasının para politikası üzerindeki etkisini azaltabilecektir. Örneđin, resesyon dönemlerinde ekonomiye canlılık kazandırmak amacı ile faiz oranlarını dūŒürmek olanaksız olacaktır. İkinci olarak, aŒađı doğru esnek olmayan ücret ve fiyatlar, Phillips eğrisi sonuçlarına yol açabilecektir, enflasyonu sıfıra indirmek büyüme üzerinde olumsuz etkiler yaratabilecektir. ũüncü tez, enflasyonun her zaman yukarı doğru bir ataletin gözlenmiŒ olmasıdır. Bunların yanında sıfır enflasyon hedeflenmesinin, deflasyon riski de bulunmaktadır. Uzun süreli deflasyon dönemleri ekonomide ciddi likidite problemleri doğurarak finansal sistemin yara almasına yol açabilecektir.

¹¹ Örneğin Fisher (1994), Haldane (1995) ve Clifton (1999).

3.7. Hesap Verebilirlik

Enflasyon hedeflemesi, çerçevesi gereği merkez bankalarının hesap verebilirliğini arttırmaktadır. Bir enflasyon oranının hedef olarak belirlenmesi, merkez bankasının başarısının sınanmasında ölçüt olacaktır. Hedefin tutturulamaması veya ciddi bir şekilde aşılması halinde merkez bankasından detaylı bir açıklama beklenecektir (DeBelle, 1997). Daha genel hedefleri olan diğer para politikası rejimlerinde merkez bankası koyduğu hedefleri tutturamadığı zaman sorumluluğu yüklenmeyebilir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamalarında kamuoyuna yapılan hedef açıklamaları genel olarak merkez bankası tarafından yapılmakla birlikte hükümet ile merkez bankası arasında yapılan yazılı mutabakatlarla da duyurulabilmektedir. Böylece merkez bankası hükümet ile birlikte sorumluluk almış olmaktadır. Merkez bankasının sorumluluğu tek başına yüklediği örneklerde ise kamuoyuna açıklama yapmakla, bilgilendirmekle ve hedef tutturulamadığı zaman ise savunma yapmakla yükümlüdür.

Hesap verebilir bir merkez bankasının para politikası da şeffaf olmalıdır. Uygulanan para politikalarında belirsizlik olmadığı ölçüde politikalar şeffaftır. Sayısal bir enflasyon hedefi olan enflasyon hedeflemesi rejimi, para politikasına şeffaflık sağlamaktadır. Ancak bu noktada merkez bankaları da süreli enflasyon raporları yayınlarak kamuoyunu bilgilendirmelidir. Uygulamada merkez bankaları belirlenen hedeflerin gerçekleştirilmesinde kaydedilen ilerlemeler ve yapılması düşünülenlere dair kamuoyuna bilgi sunma ve raporlama işlevlerini geliştirmişlerdir. Şeffaflığın sağlanması ve kamuoyunun sürekli bilgilendirilmesi, özel sektörün planlarını yaparken merkez bankasının hedeflerini baz almasını sağlayacak ve beklentileri program doğrultusunda şekillendirerek, belirsizliği azaltacaktır. Örneğin, İngiltere merkez bankası, faiz oranlarının belirlendiği, para politikası komitesinin aylık görüşmelerinin tam metnini yayınlamaktadır. Bu noktada en sert uygulama ise Yeni Zelanda'da görülmüştür. Bu uygulamada enflasyon hedefi tutturulamadığı takdirde, hükümetin merkez bankası başkanını görevden alma yetkisi mevcuttur.

3.8. Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları

Enflasyon hedeflemesi 1990'dan başlayarak günümüze kadar bir çok gelişmiş ülkede uygulanmaktadır. Parasal büyüklük hedeflemelerinin tatmin etmeyen sonuçları, sabit kur rejimlerinde yaşanan başarısızlıklar, genelde enflasyon hedeflemesi programına geçişlerin nedenini oluşturmuştur. İlk önce Yeni Zelanda, tarafından uygulanan enflasyon hedeflemesi daha sonra Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya ve İspanya tarafından da benimsenerek uygulamaya konulmuştur.

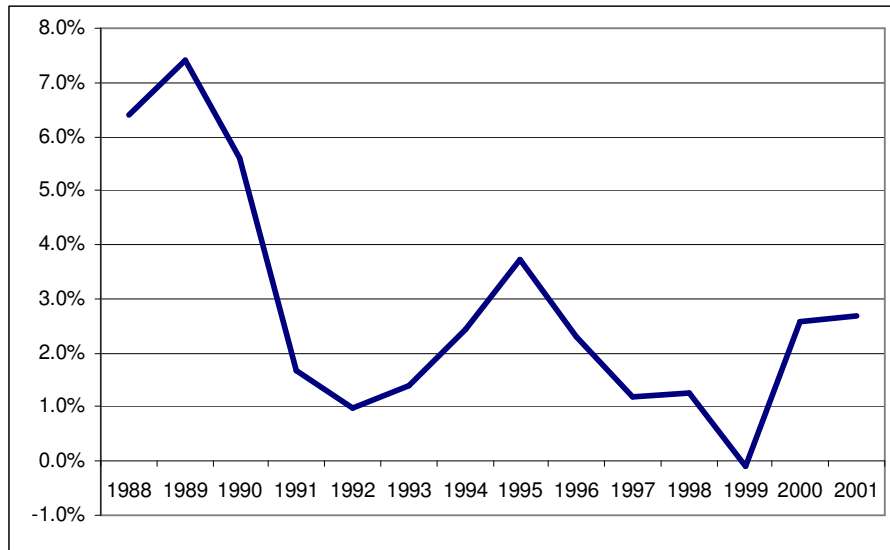
1985 yılında dalgalı kura geçen Yeni Zelanda, para politikasını parasal büyüklük hedeflemesi uygulamaya başlamıştır. Ancak, finansal piyasalarda yaşanan liberalizasyon, sadece bir tek parasal büyüklüğü hedeflemeyi zor ve yetersiz kılmıştır. Bu nedenle Yeni Zelanda Merkez Bankası (RBNZ) listeleme yaklaşımı geliştirerek, önemli ekonomik göstergeleri takip etme yoluna gitmiştir. Bu listeleme içerisinde, faiz oranları, parasal büyüklükler, kurlar, GSYİH büyüme oranları ve enflasyon beklentileri gibi temel makroekonomik göstergeler bulunmaktadır. Para otoriteleri özellikle faiz oranları ve kurlara odaklanarak büyüme ve enflasyon hedeflerine ulaşmayı amaçlamışlardır. Fakat bu politika başarılı olmamış, 1986 ve 1987 yıllarında büyüme oranlarında azalışlar meydana gelmiştir. 1988 ve 1989 yıllarında ise enflasyon oranlarında bir miktar düşüş sağlanmış olsa bile enflasyon, hedeflerin ve OECD ortalamalarının üzerinde kalmıştır. Bu dönemde, hükümet merkez bankası yasasında değişikliklerle başlayan ekonomik reformlar uygulamaya koymuştur. Şubat 1990'da yürürlüğe giren yasa ile RBNZ'nin bağımsızlığı artırılmıştır. Aynı yasa ile RBNZ'nin temel görevinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu belirtilmiştir.

Yeni Zelanda Uygulamasının Bazı Ana Noktaları:

- Enflasyon hedefi hükümet ile RBNZ arasında gerçekleştirilen Politika Hedefi Anlaşmaları (PTA) sonrasında belirlenmektedir. Düzenlenen PTA toplantılarında maliye bakanı ve merkez bankası başkanı sayısal bir hedef üzerinde anlaşarak, kamuoyuna ilan etmektedirler.

- Enflasyon hedefinin belirlenmesinde TÜFE çekirdek enflasyonu kullanılmış olup, ilk hedef yüzde 0-2 aralığında açıklanmıştır. TÜFE'nin hesaplanmasında faiz maliyeti unsurları, dolaylı vergiler, kamu kesintileri, dış ticaretteki önemli fiyat değişiklikleri çıkarılmıştır (IMF, 1996).
- Merkez Bankası enflasyon hedefinin tutturulmasından tek başına sorumludur, hükümetin müdahalesi söz konusu değildir. Ancak başarısız olunması durumunda hükümetin Merkez Bankası Başkanını görevden alma yetkisi vardır.
- Yılda 4 kez olmak üzere enflasyon raporu yayımlanmakta olup, bu rapor enflasyon tahminlerini de içermektedir.

Ekonomi politikasındaki yapısal değişiklikler ve para politikasının maliye politikasına baskın hale getirilmesi, Yeni Zelanda'da enflasyon hedeflemesine geçiş aşamasının önemli noktaları olmuştur. 2 Mart 1990 tarihinde düzenlenen ilk PTA'nın ardından enflasyon oranı 1992 yılı sonunda %0-%2 aralığında hedeflenmiştir. Şekil 5.1'den de görüleceği üzere enflasyon oranı 1992 yılı sonunda %1 seviyelerine düşürülmüştür.

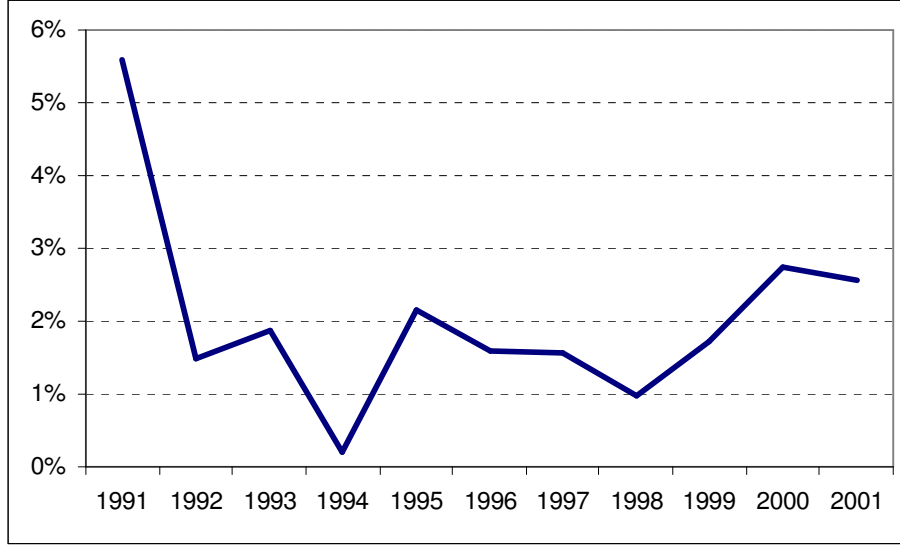


Şekil 3.8.1. Yıllık TÜFE Enflasyonu – Yeni Zelanda (1988-2001)

Kaynak: RBNZ internet sitesi (www.rbnz.govt.nz)

Ancak, 1990-92 döneminde GSYİH büyümesi azalmış ve işsizlik oranında artış gözlenmiştir ve ekonomi bir resesyon dönemi yaşamıştır. Bu dönemin hemen ardından iyileşme başlamış, enflasyonun düşük seviyelerde kalmasına rağmen GSYİH büyümesi artmış ve işsizlik oranında da azalma başlamıştır. Enflasyon oranı 1995 yılına kadar bandın içinde kalmış 1995'de ise %2.2 ile hedefi geçmiştir. 1995 yılında işçi partisinin hedefi genişletme önerilerine RBNZ tarafından sıcak bakılmamış ancak, 1996 seçimleri sonrası yapılan ilk PTA'da yeni hükümetin isteği doğrultusunda bant %0 - %3 olarak genişletilmiştir. Yeni Zelanda 10 yıllık deneyimi boyunca hedefi geçtiği iki yıl hariç enflasyon hedeflemesini başarı ile uygulamıştır. Fakat bu uygulama çok düşük ve dar aralıkta belirlenen enflasyon hedeflerinin bazı dezavantajları olduğunu da göstermiştir. İlk olarak, çok düşük ve dar aralıkta belirlenen hedefin dışında kalma riski yüksektir ki RBNZ iki kere hedefin üstünde kalmıştır. İkinci olarak dar bantların merkez bankasının operasyonel esnekliğini kısıtladığı söylenebilir.

Yeni Zelanda'dan bir yıl sonra Kanada da enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. Para otoriteleri parasal büyüklük hedeflemesi programları ile tatminkar sonuçlara ulaşamadıklarından enflasyonu nominal çapa olarak belirlemeye karar vermişler ve enflasyon hedeflemesi programını uygulamaya koymuşlardır. Yeni uygulama Maliye Bakanı ve Merkez Bankası Başkanı arasında varılan ortak mutabakatla kamuoyuna duyurulmuştur. Bu programla, Kanada Ulusal Bankası da RBNZ gibi enflasyonu düşürmekte ve makul seviyelerde tutmakta başarılı olmuştur (Şekil 3.8.2).

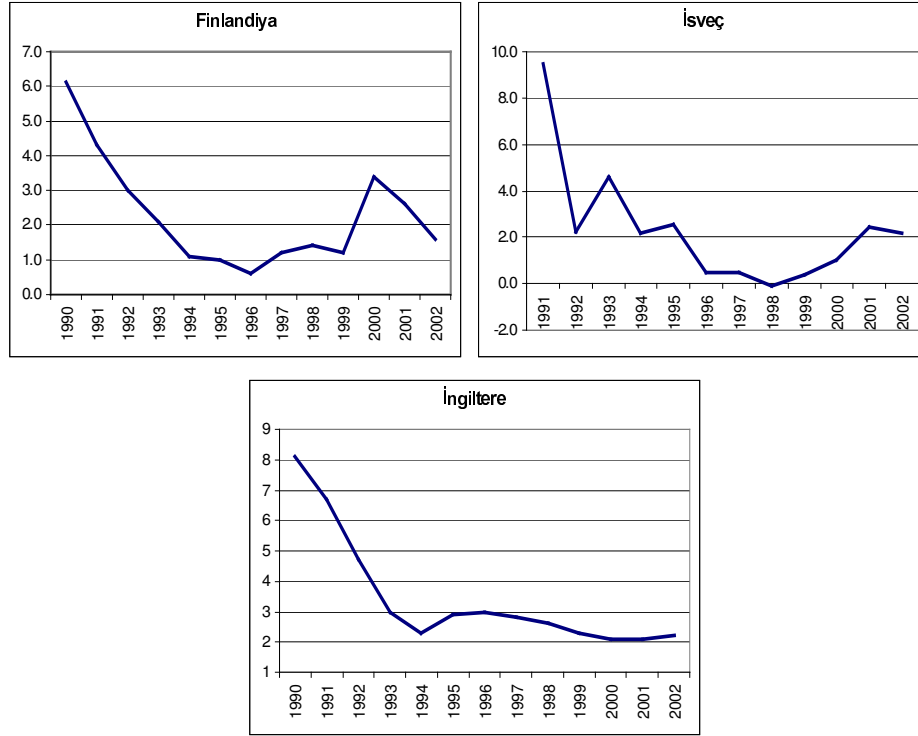


Şekil 3.8.2. Yıllık TÜFE Enflasyonu – Kanada (1991-2001)

Kaynak : IFS Yearbook (2002) kullanılarak hazırlanmıştır.

Kanada'nın ardından İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya ve İspanya da enflasyon hedeflemesi programını uygulamaya koymuşlardır. İngiltere, İsveç ve Finlandiya'da enflasyon hedeflemesine geçişin en önemli sebebi başarısız olan sabit kur rejimleridir¹². Eylül 1992'de yaşanan kriz sonrası İspanyol pezatasının üst üste devalüasyonlar yaşaması Avrupa Kur Mekanizması (ERM) içinde yer alan İspanya'nın kur bandını genişletmesine yol açmıştır. Bunun yanında parasal büyüklükler ve gelir düzeylerinde yaşanan belirsizlikler sonucunda İspanya da Kasım 1994'de enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Genel olarak bakıldığında enflasyon hedeflemesi, uygulanan tüm gelişmiş ülkelerde başarılı olmuştur. Sözü geçen ülkelerin hepsi enflasyonu kabul edilebilir seviyelere indirmişler ve istikrara kavuşturmuşlardır (Şekil 3.8.3.).

¹² İngiltere 1992, İsveç ve Finlandiya ise 1993 yıllarında enflasyon hedeflemesi programını uygulamaya başlamışlardır.



Şekil 3.8.3. Yıllık Enflasyon Değerleri (Finlandiya, İsveç, İngiltere)

Kaynak : Finlandiya ve İsveç'e ait şekiller IFS Yearbook (April 2003) kullanılarak hazırlanmıştır. İngiltere verileri ise www.bankofengland.co.uk sitesinden alınmıştır.

3.8.1. Ortak Özellikler

Gelişmiş ülkelerde uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi bazı ortak özellikler içermektedir. Masson ve diğerleri (1997) bu ülkeler için 5 tane temel ortak özellik belirlemişlerdir. Bunlar aşağıda sıralanmıştır:

- Enflasyon hedeflemesi programını uygulamaya koyan tüm gelişmiş ülkelerin başlangıç enflasyonu düşük seviyelerdedir (%10'dan daha düşük).
- Yukarıda sözü edilen bazı ülkelerde enflasyon hedeflemesi, sabit kur rejiminin başarısızlığa uğramasının ardından uygulanmaya başlanmıştır. Ancak, programı uygulayan tüm gelişmiş ülkelerde enflasyon hedefi kur hedeflemesi dahil tüm politikalardan önceliklidir.

- Merkez bankası bağımsızlığı ve para politikasının maliye politikasına baskınlığı tüm ülkelerin ortak özelliğidir.
- Enflasyon hedeflemesi bu ülkelerde para politikasının kredibilitesini sağlamak görevi üstlenmiştir. Bazı ülkelerde ise merkez bankası ve hükümet, hedefi birlikte açıklayarak sorumluluğu ortak üstlenmişlerdir.
- Enflasyon ileriye yönelik (forward looking) hedeflenerek, enflasyon üzerinde oluşabilecek muhtemel dışsal şokları elimine etmeye çalışmışlardır.

Masson ve diğerleri (1997)'nin belirledikleri özelliklere şunlar da eklenebilir:

- Enflasyon hedeflemesini uygulayan tüm ülkelerde sağlam ve derin bir finansal yapı vardır.
- Bu ülkelerin merkez bankalarının temel operasyon aracı kısa dönemli faiz oranları olmuştur.

Aşağıdaki Tablo 1'de enflasyon hedeflemesi programını uygulayan gelişmiş ülkelerin seçilmiş özellikleri verilmiştir.

Tablo 3.8:1.1. BAZI GELİŞMİŞ ÜLKELERİN SEÇİLMİŞ ÖZELLİKLERİ

| Ülkeler | Fiyat Endeksi | Hedef | Süre | Enflasyon Raporu |
|---------------------|---------------|---------|--------------------|------------------|
| Avustralya | TÜFE | % 2-3 | Yıllık | 3 Aylık |
| İngiltere | RPIX* | % 2.5 | Devamlı | 3 Aylık |
| İsveç | TÜFE | %2 ± %1 | 4-8 çeyrek | 3 Aylık |
| İsviçre | TÜFE | %0-2 | Süre belirlenmemiş | Yayınlanmıyor |
| Kanada | TÜFE | %1-3 | Devamlı | 6 Aylık |
| Kore | Çekirdek Enf. | %2.5 | Yıllık | 6 Aylık |
| Yeni Zelanda | TÜFE | %0-3 | 6-8 çeyrek | 3 Aylık |

Kaynak : İlgili ülke ulusal bankalarının internet siteleri

*RPIX, TÜFE'den ipotek faiz ödemelerinin çıkartılması ile elde edilmiştir.

3.9. Enflasyon Hedeflemesinin Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanması

Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan başarısız istikrar programları, bu ülkeleri yeni ekonomi politikaları arayışlarına yöneltmiştir. Bu noktada, gelişmiş ülkelerde başarı ile uygulanan enflasyon hedeflemesi programları alternatif olarak görülmüştür. Ancak, enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelere uygulanabilirliği sorgulamaya açıktır. Özellikle bu ülkelerin, programın gerektirdiği ön koşulları sağlayamamış olmaları şüpheler doğurmaktadır. Bunun yanında, uzun süreli yıllık yüksek (%30-40) kronik enflasyon yaşayan ülkelerde tüm nominal değişkenler atalet göstermekte ve para politikası uyumlaştırıcı olmaktadır (Masson ve diğerleri 1997).

3.9.1. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Bölüm 3'de belirtildiği gibi enflasyon hedeflemesi politikalarında başarılı olunması için gerekli en önemli koşullardan birisi belirlenen hedeflere uygun para politikasının uygulanmasında merkez bankasına operasyonel bağımsızlığın sağlanmasıdır. Ancak, gelişmekte olan bir çok ülkede kamu borçlanma gereği maliye politikalarını baskın hale getirerek, merkez bankalarının operasyonel bağımsızlığını sınırlamaktadır. Ekonomi literatüründe para politikasının bağımsızlığını engelleyen temel problemlerin başında senyoraj ve sığ sermaye piyasaları gelmektedir. Bu noktada bir çok gelişmekte olan ülkenin ortak sorunu olan yolsuzluğun da bu listeye dahil edilmesi yerinde olacaktır.

3.9.2 Senyoraj

Senyoraj, basit olarak paranın üretim maliyeti ile üzerinde yazılı değer arasındaki fark olarak tanımlanmaktadır. Çağdaş ekonomi literatüründe ise para otoritelerinin para yaratmalarından elde ettikleri kazanç olarak tanımlanabilir. Günümüzde özellikle de azgelişmiş ülkeler için en önemli ve zorunlu gelir kaynaklarından birisi haline gelmiştir. Derin ve gelişmiş finansal piyasalara sahip ülkeler senyoraj gelirine gerek duymamaktadırlar. Sığ sermaye piyasalarına sahip olan ve yüksek borçlanma gereği olan gelişmekte olan ülkelerin çoğu ise senyorajı bir gelir kaynağı olarak kullanmaktadırlar. Özellikle, değişken vergi gelirleri, adaletsiz

gelir dağılımı, etkin olmayan vergi toplama yöntemleri ve politik istikrarsızlık sebebiyle gelirlerin arttırılamaması bu ülkeleri senyoraj gelirine yöneltmektedir.

3.9.3. Sığ Finansal Piyasalar

Sığ finansal piyasalar da maliye politikasının baskınlığını arttırıcı öğelerdendir. Esasen burada iki taraflı bir ilişki vardır. Baskın maliye politikaları finansal piyasaların sığ olmasına neden olduğu gibi bu durumun tersi de doğrudur. Gelişmemiş finansal sistem, yurt dışı sermaye piyasalarında borçlanma imkanlarının sınırlı olması ve ülke içindeki servet miktarının yetersizliği hükümetlerin borçlanma olanaklarını sınırlamaktadır. Bu durumda senyoraj ve diğer finansal baskı yöntemleri gelir yaratma aşamasında kaçınılmaz hale gelmektedir. Bu durumda hükümetler büyük miktarda tahvil ve bono ihraç ederek ve bu kağıtların bir bölümünün bankalar tarafından tutulmasını zorunlu kılarak faizler üzerinde suni bir baskı yaratmaktadırlar.

3.9.4. Yolsuzluk

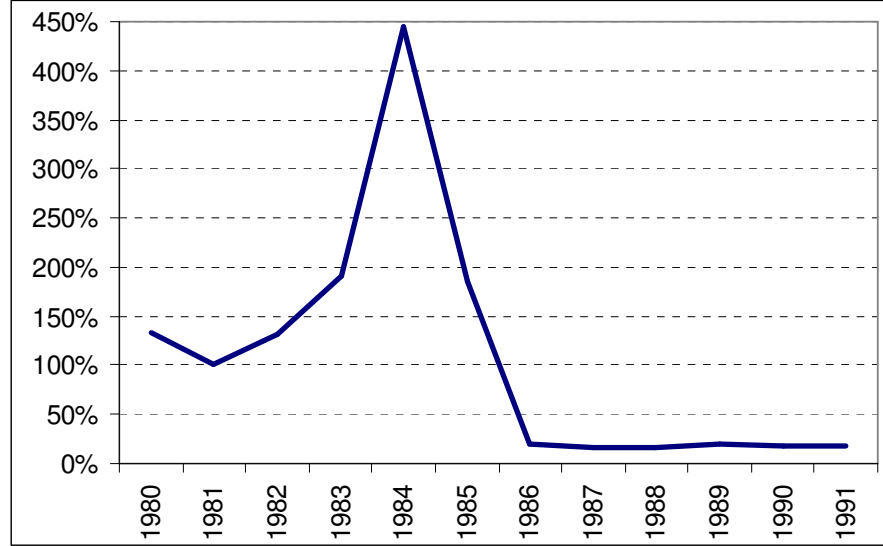
Dünya Bankası tarafından yapılan ve kabul görmüş en yaygın tanımı ile yolsuzluk; kamu otoritesinden alınan güç ve imtiyaz ile kişisel çıkar elde etmek demektir. Yolsuzluk yapılması ekonomideki dengelerin bozulmasına, üretimin etkinliğinin azalmasıyla büyümenin yavaşlamasına yol açmaktadır. Tanzi ve Davoodi (1997) yolsuzluğun büyümeyi yavaşlatma sebeplerini 4 ana başlıkta toplamışlardır. Birincisi, yolsuzluk üretkenliği azaltmaktadır. İkincisi, yolsuzluğun yatırımı tetiklemeyen kamu harcamalarını arttırmasıdır. Üçüncü olarak, yolsuzluk alt yapı kalitesini düşürmektedir. Böylece, hem kamu hem özel sektör üretiminde etkinlik azalmaktadır. Dördüncü olarak yolsuzluk kamu harcamalarının üretken alanlardan daha az üretken ve gereksiz alanlara kaydırabilir. Bu alanlara yapılan batık yatırımlar kamu borç yükünü gereksizce arttırmaktadır.

Sonuç olarak, yolsuzluk üretkenliği azaltıp, borç yükünü arttırarak, kamuya senyoraja yönelme ya da yüksek faizle iç borç alma zorunlulukları getirmekte, böylece maliye politikalarının baskınlığı artmaktadır.

3.9.5. İsrail Örneği

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi örnekleri incelemesinde İsrail deneyimini ele almak bir çok bakımdan ilginç olacaktır. Küçük bir ülke olan İsrail gelişmekte olan ülkelerin bir çok karakteristik özelliğini göstermektedir. Esasen program ilk uygulandığında kur ve enflasyon olarak iki tane resmi hedef belirlenmişti ve enflasyon oranı iki haneli rakamdan oluşmaktaydı. Bunun yanında İsrail'in tansiyonu yüksek bir bölgede olması, dış ekonomik ve siyasi şoklara açık olması da bu deneyimi önemli kılan noktalar dır.

İsrail 1980-1985 yılları arasında özellikle yüksek kamu harcamalarından ötürü hiper enflasyon yaşamaktaydı (Şekil 3.9.5.1).



Şekil 3.9.5.1. Yıllık TÜFE Enflasyonu – İsrail (1980-1991)

Kaynak: IFS Yearbook (1999)

İsrail 1985 yılında ana hedefi enflasyonu düşürmek olan heteredoks bir istikrar programı uygulamaya koydu. Programda öncelik kamu harcamalarının azaltılmasına verilirken şekelin değeri de ilk yıl için dolara sabitlendi. İkinci yıl ise şekel G5 ülkelerinin paralarından oluşan bir sepete sabitlendi. Program enflasyon oranını iki yılda %450'den %20'lere düşürerek büyük bir başarı sağladı. Ancak, enflasyon oranı daha sonraki yıllarda tek haneli rakamlara indirilemedi. 1991 yılına gelindiğinde enflasyon oranı %20-%16 arasında değişen bir seyir izlemiş ve bu nedenle sabit kur rejiminde

şekel değer kazanmıştı. Bunun yanında İsrail bir çok kez faiz oranlarında oluşan büyük dalgalanmalar pahasına sabit kuru savunmak amacı ile piyasalara müdahalelerde bulunmak zorunda kalmıştı. Uluslararası piyasalarda rekabetçi gücünü yitirmeye başlayan İsrail 1989 yılında sabit kur rejimini terk ederek şekeli önceden belirlenmiş bir bant (\pm %3) içerisinde dalgalanmaya bıraktı. Mart 1990'da bu bandı genişletmesine rağmen (\pm %5) spekülasyon atakları önleyemedi. 17 Aralık 1991 tarihinde İsrail enflasyon hedeflemesi programını uygulamaya koymuştur. İsrail Merkez Bankası Başkanı ve Maliye Bakanı birlikte enflasyon hedefini 1992 yıl sonu için %14-%15 olarak açıklamışlardır.

3.9.5.1. İsrail'de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması

İsrail'de uygulanan enflasyon hedeflemesinin temel özellikleri aşağıdaki gibi özetlenebilir.

- Enflasyon hedefinin belirlenmesi hususunda İsrail Merkez Bankası Başkanının danışmanlığı ile Maliye Bakanı görevlidir.
- Hedef TÜFE olarak belirlenmiştir.
- Enflasyon hedefi öncelikli olmak kaydı ile kur hedefi de belirlenmiştir. İlk yıl için bant %9 olarak ilan edilmiştir. Ancak, İsrail kurda gerçekleşen kısa dönemli dalgalanmalara müdahale etmeme yolunu seçmiştir (Bernanke ve diğerleri 1999).
- Şeffaf bir politika sağlamak amacı ile İsrail Merkez Bankası enflasyon ve para politikasındaki gelişmeleri aylık raporlar halinde yayımlamaktadır. Enflasyon raporu Mart 1998'de yayımlanmaya başlamıştır. Bundan önce İsrail Merkez Bankası her üç ayda bir "Son Ekonomik Gelişmeler" başlığıyla temel ekonomik göstergelerin son durumlarını irdeleyen bir rapor yayımlamaktaydı.

Programın uygulanmaya başlamasında 1 yıl sonra 1992 yılında enflasyon oranı %18'den hedefin de altına %9.4'e düşmüştür. Enflasyon oranının düşmesinde daraltıcı bir maliye politikasının izlenmesi, (bütçe açığı GSYİH'nin yüzde 7'sinden yüzde 3,5'ine inmiştir) işgücü maliyetlerindeki düşüşler, göç nedeniyle iş gücü arzının artması (üretimin büyümesi), ithal

fiyatlarının ucuzlamasıyla ithalatın artması ve daraltıcı para politikasının uygulanması etkili olmuştur. 1993 yılında ülkenin rekabet gücünü arttırmak amacıyla %3 devalüasyon yapılmış ve enflasyon hedefi yüzde 10, kur bandı ise %8 olarak belirlenmiştir. Bu düzenlemelerin ardından GSYİH büyümesi %7'ye çıkmış (Tablo – 3.9.5.1.1.) enflasyon ise hedeflerin altında gerçekleşmiştir. Ancak 1994 yılına gelindiğinde %8 olarak belirlenen enflasyon hedefi %6.5'lik bir sapmayla aşılmıştır. Bunun üzerine İsrail Merkez Bankası parasal daralma politikası uygulayarak faiz oranlarını %13'den %18'e yükseltmiştir. 1995 yılında kur bandını daha da genişleterek (\pm %14) piyasalara para politikasının esas önceliğinin enflasyon hedefi olduğu sinyali verilmiştir.

Tablo 3.9.5.1.1. EKONOMİK GÖSTERGELER (%) - İSRAİL

| Yıllar | T Ü F E | Mevduat | G S Y İ H | İşsizlik |
|--------|---------|----------|-----------|----------|
| | | Faizleri | Yıllık | |
| 1980 | 133 | - | 3.6 | 4.8 |
| 1981 | 101.5 | - | 4.7 | 5.1 |
| 1982 | 131.5 | - | 1.4 | 5 |
| 1983 | 190.7 | 132.9 | 2.6 | 4.5 |
| 1984 | 444.9 | 483.4 | 2.2 | 5.9 |
| 1985 | 185.2 | 178.8 | 4.4 | 6.7 |
| 1986 | 19.6 | 18.6 | 3.6 | 7.1 |
| 1987 | 16.1 | 19.4 | 6.2 | 6.1 |
| 1988 | 16.4 | 14.5 | 3.4 | 6.4 |
| 1989 | 20.7 | 14.1 | 1.3 | 8.9 |
| 1990 | 17.6 | 14.4 | 6.2 | 9.6 |
| 1991 | 18 | 13.9 | 5.9 | 10.6 |
| 1992 | 9.4 | 11.3 | 6.7 | 11.2 |
| 1993 | 11.2 | 10.4 | 3.3 | 10 |
| 1994 | 14.5 | 12.2 | 7 | 7.8 |
| 1995 | 8.1 | 14.1 | 6.8 | 6.8 |
| 1996 | 10.6 | 14.5 | 4.6 | 6.6 |
| 1997 | 7 | 13.1 | 2.9 | 7.5 |
| 1998 | 8.6 | 11 | 2.2 | 8.6 |
| 1999 | 1.3 | - | 2.2 | 8.9 |

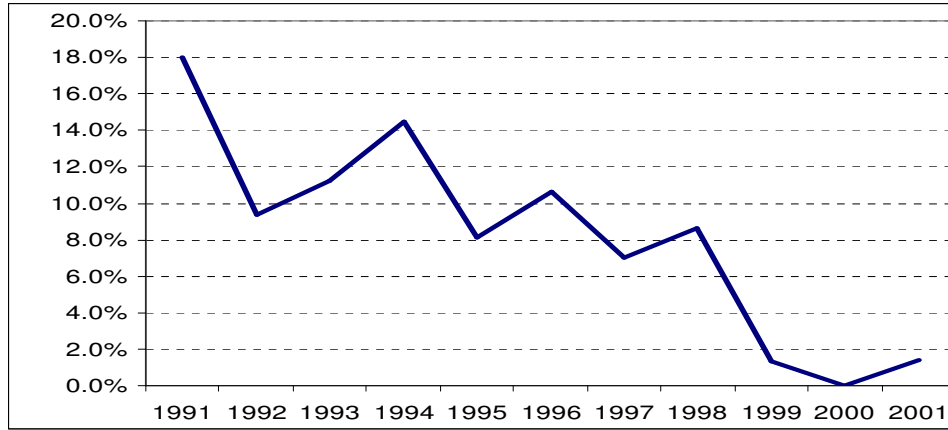
Kaynak : İsrail Merkez Bankası internet sitesi (www.bankisrail.gov.il)

1995 yılında Maliye Bakanlığı enflasyon hedefini %8-11 aralığında mali açığın GSYİH'e oranı hedefini ise %2.75 olarak belirlemiş, ancak bu oran yüzde 3.2 olarak gerçekleşmiştir. 1996 yılı için belirlenen %8-%10 aralığında %0,6'lık bir sapma olmuştur ve mali açık da yine hedefin üzerinde kalmıştır. Mali açık baskısının devam edeceğine inanan para politikası otoriteleri 1997 yılı için enflasyon hedefini %7-%10 aralığında belirlemiş ve kur bandını ise daha da açarak %28 seviyelerine yükseltmiştir. Bu yıl enflasyon %7 ve mali açık hedefleri %2.8 olarak belirlenen hedefler

doğrultusunda gerçekleşmiştir. 1998 yılı için de enflasyon hedefleri değiştirilmemiştir. Ancak bu yıl dünyada yaşanan ekonomik gelişmeler sebebi ile şekel %8.6 devalüe edilmiş, enflasyon ise %8.6 ile hedeflenen bandın içerisinde kalmıştır. Devalüasyonun ardından 1999 yılı için enflasyon %2-%4 aralığında hedeflenmiştir. Bu hedefe ulaşmak amacı ile İsrail Merkez Bankası sıkı para politikası uygulamaya başlamış ve özellikle siyasal belirsizlikler sebebi ile bu politikadan vazgeçmemiştir. Yıl sonunda enflasyon %1.3 olarak alt sınırın da altında gerçekleşmiştir.

3.9.5.2. Uygulama Sonuçları

Genelde İsrail'de uygulanan enflasyon hedeflemesi programı başarı ile yürütülmüştür (Şekil 6.5.2.1). Enflasyon hedeflerinde üst sınır sadece 1994 ve 1996 yıllarında aşılmıştır. Bu yıllarda hedeflenen enflasyonun aşılmasının en önemli sebebi kur hedefinin tamamen terk edilmiş olmaması ve reel ücretlerde meydana gelen artışlar nedeni ile oluşan mali genişleme ve kamu harcamalarıdır. Buna rağmen İsrail Merkez Bankası güvenilirliğini yitirmemiştir.



Şekil 3.9.5.2.1. Yıllık TÜFE Enflasyonu – İsrail (1991-2001)

Kaynak : IFS Year Book (2002)'den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Bölüm 3.2.'de belirtildiği gibi enflasyon hedeflemesinin ön koşullarından birisi enflasyon dışında başka bir hedefin belirlenmemiş olmasıdır. İsrail, enflasyon hedefinin yanında kur için bant hedefi de koymuştur. Enflasyon hedefine ulaşılabilmesi amacıyla uygulanacak kısa dönemli faiz oranlarının kur hedefi sırasında oluşacak faiz oranından daha

yüksek olacağı açıktır. Bu durumda reel yurt içi faiz oranları göreceli olarak yüksek seviyelerde olacaktır. Reel anlamda yüksek faiz oranları yabancı sermaye için bir cazibe unsuru yaratacak ve sermaye girişlerine yol açarak yerli paranın değerlendirilmesini sağlayacaktır. Esasen kur hedefi rejimlerinde bu tür bir değerlendirilmeye izin verilmeyerek, müdahale edilmesi gereklidir. Bu durum İsrail örneğinde de karşımıza çıkmıştır. Ancak, İsrail kur hedefi bandını sürekli genişleterek önceliği enflasyon hedefine verdiğini açıkça duyurmuştur. Hedefin aşıldığı dönemlerde İsrail faiz oranlarını yükseltmiş ve sıkı para politikası uygulayarak tamamen enflasyonunun düşürülmesine yönelik önlemler almıştır.

3.9.6. Diğer Gelişmekte Olan Ülke Örnekleri

İsrail dışında enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkeler Şili, Kolombiya, Meksika, Peru, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Güney Afrika olarak sıralanabilir. Görüldüğü üzere uzun yıllardır istikrarsız ve yüksek enflasyon sorunu yaşayan Latin Amerika ülkelerinin çoğu enflasyon hedeflemesine geçmişlerdir. Bu ülkelerin uygulamalarına ilişkin seçilmiş özellikleri Tablo 3.9.6.1.'de gösterilmektedir. Aşağıda ise bu ülkelerin uygulamalarına kısaca yer verilmiştir.

Tablo 3.9.6.1. BAZI GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERİN SEÇİLMİŞ ÖZELLİKLERİ

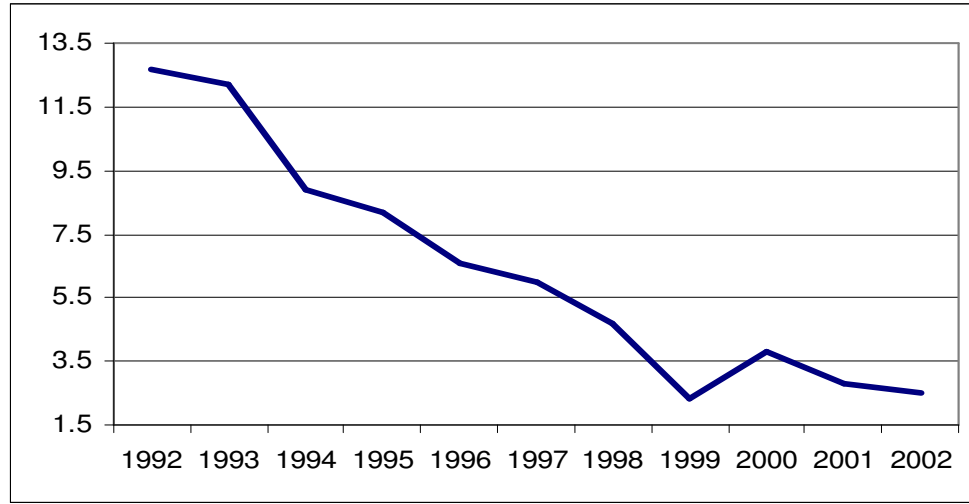
| | Fiyat Endeksi | Hedef (%) | Süre | Enflasyon Raporu |
|------------------|---------------|----------------|----------|----------------------------------|
| Brezilya | TÜFE | 3.5 (2002) | Yıllık | 3 Aylık (İlk rapor Haziran 1999) |
| Kolombiya | TÜFE | 6 (2002) | Yıllık | 3 Aylık (İlk rapor Ocak 1999) |
| Meksika | TÜFE | 4.5 (2002) | Yıllık | 3 Aylık (İlk rapor Nisan 2000) |
| Peru | TÜFE | 1.5-3.5 (2002) | Yıllık | 4 Aylık (İlk rapor Ocak 2000) |
| Şili | TÜFE | 2-4 | 8 çeyrek | 4 Aylık (İlk rapor Mayıs 2000) |

Kaynak: İlgili ülke internet siteleri (www.bcb.gov.br - www.banrep.gov.co - www.banxico.org.mx - www.bcrp.gob.pe - www.bcentral.cl).

3.9.6.1. Şili

Şili enflasyon hedefi açıklamaya Eylül 1990 tarihinde başlamış ancak 1999 yılına gelene kadar bu hedefin yanında döviz kuru hedefi de koymuştur. Tam olarak (full-fledged) enflasyon hedeflemesine geçmesi döviz kuru

hedefini terk ettiği Eylül 1999 yılında olmuştur. Ancak Mishkin ve Savastano (2002) çifte hedef uygulanan dönemde bile Şili Merkez Bankası'nın tercihini her zaman enflasyon hedefinin tutturulması yönünde kullandığını belirtmişlerdir. Esasen Şili tecrübesi oldukça başarılı gözükmektedir (Şekil 3.9.6.1.). Enflasyon oranı %20'lerden 2002 yılı sonunda %3 seviyelerine gerilemiştir. Bu başarıdaki en önemli etkenlerin başında Şili Merkez Bankasının fiyat istikrarına her zaman birinci önceliği vermesinin yanı sıra söz konusu dönemde, yapısal reformların ve mali disiplinin de sağlanmış olmasıdır.



Şekil 3.9.6.1.1. Yıllık TÜFE Enflasyonu – Şili (1992-2002)

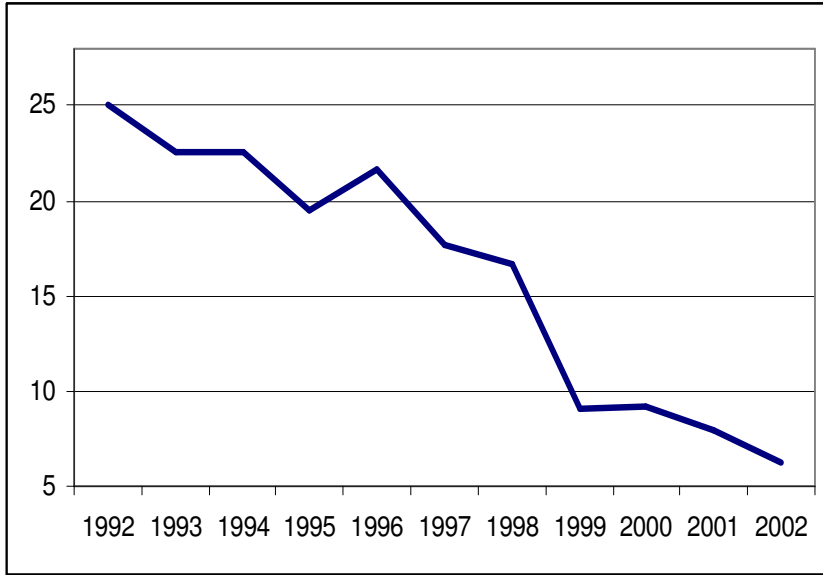
Kaynak: IMF, Eclac Latin Business Chronicle (www.latinbusinesschronicle.com).

3.9.6.2. Kolombiya

1991 ve 1992 yıllarında yapılan yasa değişiklikleriyle Kolombiya Merkez Bankası operasyonel olarak bağımsız hale gelmiştir. Bunun yanında 1991 yılında Banka yıllık enflasyon hedefleri ilan etmeye başlamıştır. Ancak Kolombiya da Şili örneğinde olduğu gibi enflasyonun yanında döviz kuru da hedeflemiştir. Şili örneğinden farklı olarak, Kolombiya'da uygulanan bu politika, geneline bakıldığında başarısız olmuştur. Ortalama yıllık enflasyon oranları 1980'lerde % 23.6 iken 1991-1998 döneminde % 22.7 olarak gerçekleşmiştir. Bu başarısızlığın temel sebebini Miskin ve Savastano (2002)

para politikası uygulamalarında önceliğin enflasyon hedefine verilmemesine ve popülist politikalar uygulanmasına bağlamışlardır.

Eylül 1999 yılında Kolombiya dalgalı kur uygulamasına geçmiş, Merkez Bankasının şeffaflığının ve hesap verebilirliğinin artırılması yönünde daha somut adımlar atılacağını ilan ederek enflasyon hedeflemesi politikasını daha sıkı uygulayacaklarının sinyalini vermiştir. Bunun yanında enflasyon hedeflerini 2000 yılı için %10, 2001 yılı için %8 ve 2002 yılı için %6 olarak belirlemiştir. Şekil 3.9.6.2.1. 1992'den bu yana TÜFE enflasyonu gerçekleştirmelerini göstermektedir. Şekil'den de görüleceği üzere Kolombiya dalgalı kura geçtikten ve enflasyon hedeflemesi politikasına öncelik verdiği için bu yana enflasyonu tek haneli rakamlara indirmeyi başarmıştır. Ancak 2002 yılında %6 olana hedef biraz aşmış ve %6.3 olarak gerçekleşmiştir.

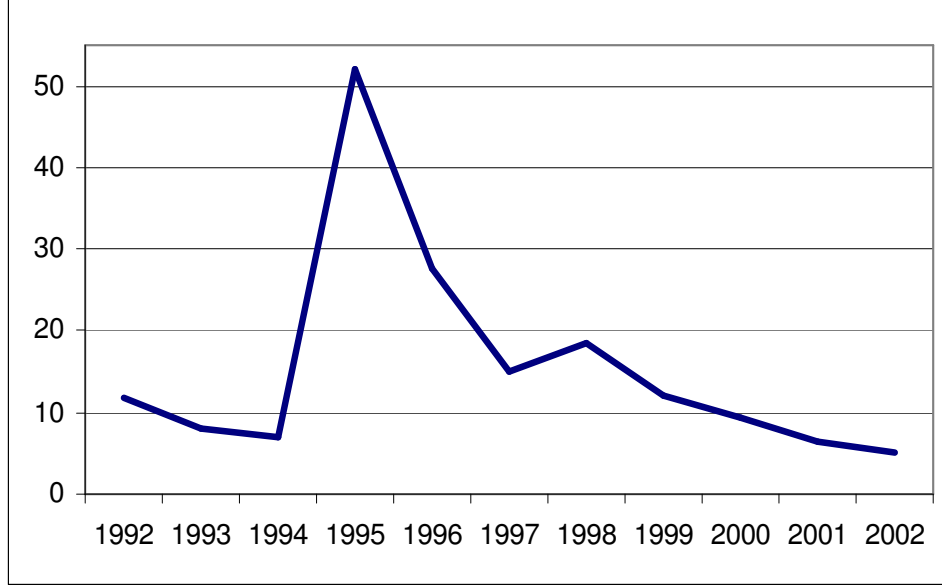


Şekil 3.9.6.2.1. Yıllık TÜFE Enflasyonu – Kolombiya (1992-2002)

Kaynak: IMF, Eclac Latin Business Chronicle (www.latinbusinesschronicle.com).

3.9.6.3. Meksika

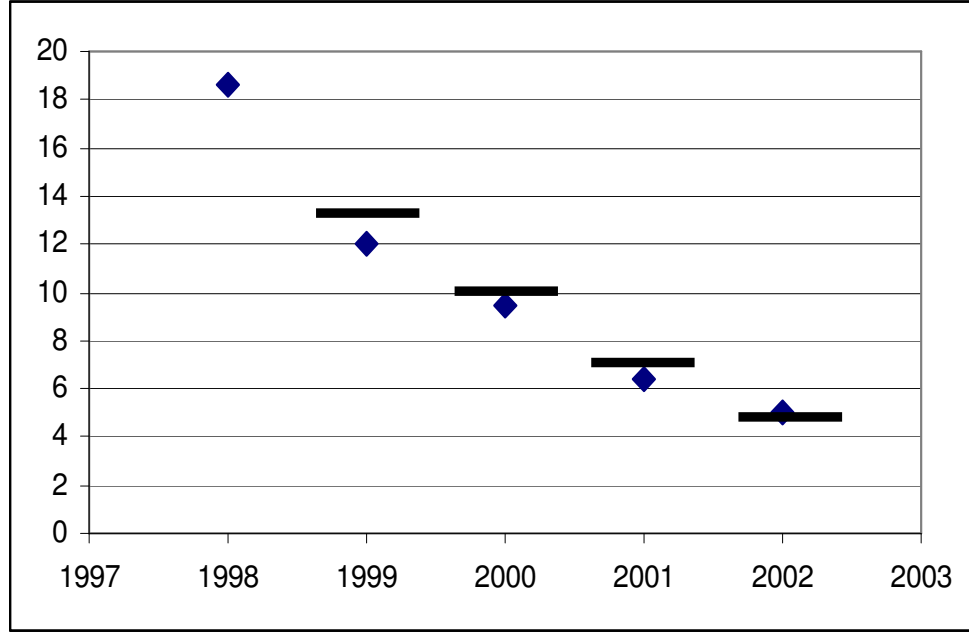
1994 ve 1995 yıllarında yaşanan krizler Meksika'da enflasyon oranını sıçratmış (1994'de %7.1'den 1995'de %52.1'e) ve Merkez Bankasının güvenilirliğini zedelemiştir. Bu krizin ardından Banka parasal büyüklük hedeflemesi stratejisini uygulamış ve 1998'e gelindiğinde yıllık enflasyonu % 16 seviyesine çekmeyi başarmıştır (Şekil 3.9.6.3.1.).



Şekil 3.9.6.3.1. Yıllık TÜFE Enflasyonu – Meksika (1992-2002)

Kaynak: IMF, Eclac Latin Business Chronicle (www.latinbusinesschronicle.com).

1998 yılında ise Meksika Merkez Bankası şeffaflığı arttıracağını vurgulayarak tam enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Bu uygulamada bir bant yerine üst sınır belirlenmiştir. 1999 yılı için üst sınır %13, 2000 için %10, 2001 için %6.5 ve 2002 yılı için %4.5 olarak belirlenmiştir (Hebbel ve Werner 2003). Hedefler ve gerçekleştirmeler Şekil 3.9.6.3.2.'de gösterilmektedir (noktalar gerçekleştirmeleri ifade etmektedir).

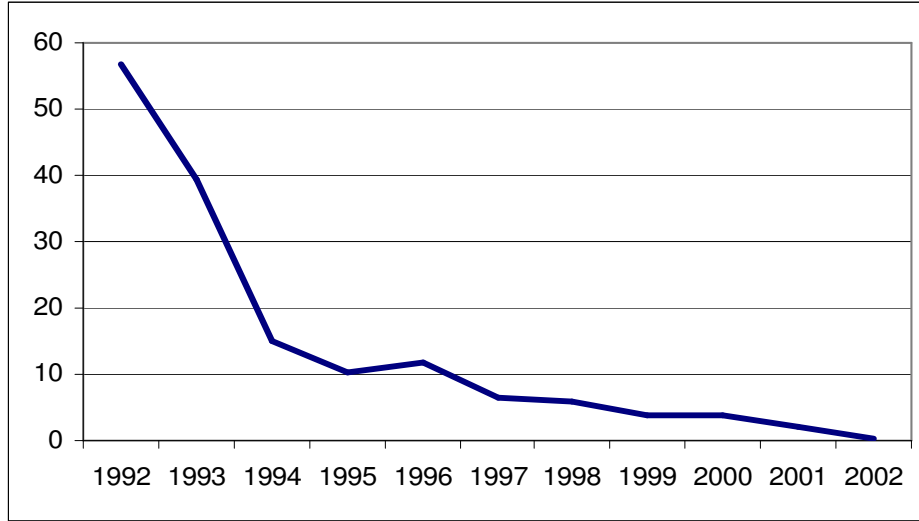


Şekil 3.9.6.3.2. Yıllık TÜFE Enflasyonu ve Hedefler – Meksika (1997- 2002)

Kaynak: IMF, Eclac Latin Business Chronicle (www.latinbusinesschronicle.com) ve (www.banxico.org.mx) adresi kullanılarak hazırlanmıştır.

3.9.6.4. Peru

Peru hiperenflasyon dönemine son vermek amacı ile Ağustos 1990'da çok geniş yapısal reformları içeren yeni bir ekonomik program uygulamaya koymuştur. Bu programın ilk aşamasına göre hükümet harcamaları kısıtlanıyor, vergi reformları geliyor ve geniş çaplı bir özelleştirme yürürlüğe konuyordu. İkinci aşamada ise Kamu kesiminin Merkez Bankasından borçlanması engelleniyor ve yasada değişikliklerle Merkez Bankası daha bağımsız bir hale getiriliyordu. Yeni programın uygulanması ile Ağustos 1990 tarihinde yıllık % 12,000 olan enflasyon oranı bir yıl sonra %57'ye inmiştir. 1994 yılında ise Peru Merkez Bankası Maliye Bakanlığı ile birlikte yıllık enflasyon hedefleri ilan etmeye başlamıştır. Peru'da gerçekleşen enflasyon oranları Şekil 3.9.6.4.1.'de gösterilmiştir.



Şekil 3.9.6.4.1. Yıllık TÜFE Enflasyonu – Peru (1992-2002)

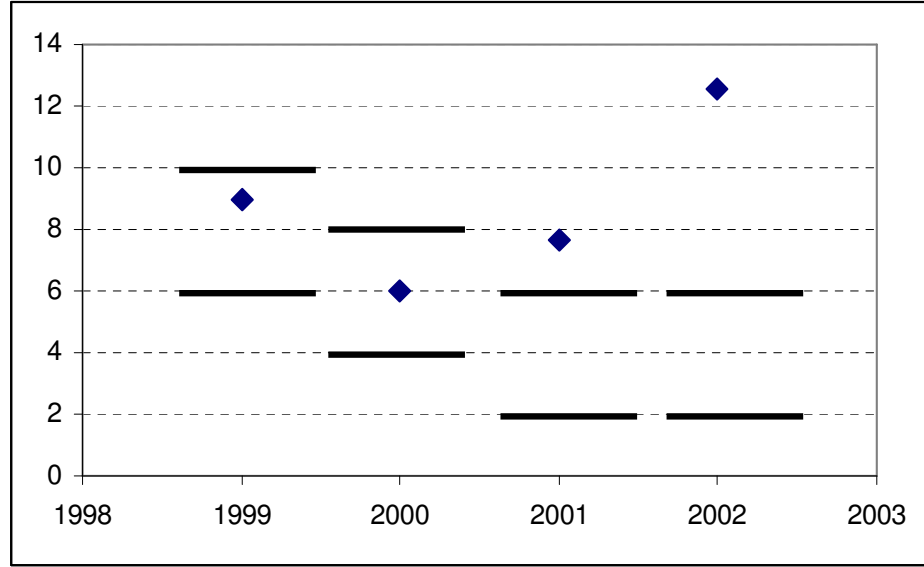
Kaynak: IMF, Eclac Latin Business Chronicle (www.latinbusinesschronicle.com).

3.9.6.5. Brezilya

Brezilya 1994'den Ocak 1999 yılına kadar döviz kuru hedeflemesi uygulamıştır. Aslında enflasyonu düşürme konusunda bu program oldukça başarılı sayılabilir. Aralık 1993'de %2,500 seviyelerinde olan yıllık enflasyon 1998 sonunda yıllık %2'nin altına inmiştir¹³. Ancak Ağustos 1998'de Rusya'da yaşanan krizin de etkisiyle real üzerinde oluşan devalüasyon baskısı bu rejimin terk edilmesi ile sonuçlanmıştır.

Bu rejimin ardından Brezilya Merkez Bankası güvenilirliği ve fiyat istikrarını tekrar sağlamak amacıyla 1999 yılında enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmiştir. Bu uygulama IMF tabanlı bir istikrar programı ile birlikte başlatılmıştır. Enflasyon hedefleri ilk yıl için %8, 2000 yılı için %6 ve 2001 için %4 olarak (\pm %2.5) tolerans limiti ile belirlenmiştir. Yeni program Real'in istikrar kazanmasını ve para politikasının güvenilirliğini sağlamaya yardımcı olmuş ve enflasyon beklentilerini hedefler düzeyinde oluşturmayı başarmıştır. Yeni programın uygulanması ile gerçekleşen yıllık enflasyon oranları ve hedefler Şekil 3.9.6.5.1.'de gösterilmektedir.

¹³ IFS yearbook 2002 kullanılarak hazırlanmıştır.



Şekil 3.9.6.5.1. Yıllık Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (Brezilya).

Kaynak: Brezilya Merkez Bankası İnternet Sitesi verileri kullanılarak hazırlanmıştır (www.bcb.gov.br).

Şekil 3.9.6.5.1.'den görüldüğü üzere 1999 ve 2000 yıllarında gerçekleşen yıllık enflasyon oranları tolerans limitleri içinde kalmıştır. Ancak 2001 yılında Brezilya'da yaşanan enerji krizi, Arjantin'de yaşanan ekonomik kriz ve 11 Eylül olaylarının da etkisiyle döviz kuru üzerindeki baskı artmış ve enflasyon oranı mevcut hedefin üst sınırının 1.7 puan üzerinde gerçekleşmiştir. 2002 yılında ise yeni hükümetin ekonomik programı ile ilgili belirsizliklerin yarattığı güvensizliğin de etkisiyle döviz kuru baskısı devam etmiş ve yabancı sermaye girişleri durmuştur. Devalüasyon oranları 2001 için yıllık %20.3 ve 2002 için yıllık %53.5 olarak gerçekleşmiştir (Minella ve diğerleri 2003). Böylece 2002 yılı için gerçekleşen enflasyon oranı hedef üst sınırının 5 puan üzerinde %12.53 olarak gerçekleşmiştir.

Bu ülkelerin hepsi tam enflasyon hedeflemesi uygulamasına ve Tablo 3.9.6.1.'den de görüldüğü üzere dönemsel enflasyon raporu çıkartmaya son yıllarda başlamışlardır. Bu itibarla tam enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerdeki başarısı konusunda şimdiden bir şey söylemek erken olacaktır. Geçen süre içerisinde ise Şili, Meksika ve Peru Merkez Bankalarının enflasyon hedeflerini ilan edilen düzeylerde tuttuğu bunun

yanında Brezilya ve Kolombiya'da ise hedeflerin ciddi oranlarda aşıldığı göze çarpmaktadır. Bu sapmaların temel nedenleri arasında enflasyon hedeflemesinin ön koşullarının tam olarak yerine getirilememesi dışında ilgili ülkelerin maruz kaldıkları iç ve dış şokların da payı vardır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE EKONOMİSİ: GENEL DEĞERLENDİRME

Türkiye’de kronikleşmiş yüksek enflasyon özellikle 1980’lerden bu yana problem olmaya devam etmiştir. Ekonomik açıdan yarattığı maliyetlerin yanı sıra sosyal tansiyonun da sürekli artmasına yol açmıştır. Türkiye’nin kronikleşmiş yüksek enflasyon dönemi üç bölümde incelenebilir:

4.1. 1980-1989 Dönemi

Bu dönem ihracata dayalı büyüme modelinin uygulandığı ve finansal liberalizasyonun başladığı dönemdir. Artan ödemeler dengesi açıkları ve kamu iktisadi kuruluşlarının borçları 1977 yılından başlayarak Türkiye’yi bir döviz finansmanı krizine sürüklemiştir. Bu kriz sosyal tansiyonu da arttırarak demokrasinin tıkanması ile sonuçlanmıştır. Türkiye 24 Ocak 1980 tarihinde IMF destekli istikrar programını uygulamaya koymuştur¹⁴. Bu program klasik ortodoks IMF tabanlı istikrar programlarından farklı değildir. Sıkı para politikası uygulamaları ve ücretlerin düşürülmesi ile yurt içi talebin azaltılması yoluna gidilmiş ve enflasyon kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. Program ulusal ekonominin kaynak dağılım mekanizmalarında piyasa fiyatlarının belirleyici olmasını ve mal ve hizmet ihracatını arttırmaya yönelik uygulamaları da içermektedir. Bu strateji çerçevesinde devalüasyona gidilmiş ve bunun yanında yoğun devlet teşvikleri ile imalat sanayi ihracata yönlendirilmiştir.

1980 sonrası dönemin en belirgin özelliklerinden birisi Türk Lirasının değerinin düşük tutularak ihracatın fiyat avantajı yolu ile teşvik edilmeye çalışılması olmuştur. Ancak, bu strateji 1980’li yılların başında uygulamaya konulan istikrar programının enflasyon üzerindeki olumlu etkilerini azaltmıştır. 1980 yılında %50 olan TÜFE enflasyonu 1981 yılında %29 1982 yılında %26, 1983 yılında de %26, 1984 yılında %38, 1985 yılında %34, 1986 yılında

¹⁴ 24 Ocak 1980 programından önce Türkiye IMF destekli üç istikrar programı uygulamıştır.

%30, 1987 yılında ise %54 düzeyinde gerçekleşmiştir.¹⁵ Bu dönemde bütçe açıklarının finansmanında senyoraaj gelirleri önemli olmuş, “ılımlı” oranlarda sürdürülen yurt içi enflasyon yoluyla kamu kesimine senyoraaj geliri aktarılmıştır (Yeldan 2001) . Özet olarak, dışa açılım dönemi olan 1980’li yıllarda kamunun ihracat teşvikleri ve dış borç servisinin yükü sebepleriyle kamuya monetizasyon aracılığı ile gelir sağlanması ve devalüasyonist kur politikaları nedeniyle enflasyonist süreç devam etmiştir. TÜFE enflasyonu 1988 yılında sıçrayarak %65 ve 1989’da da %65 düzeyinde gerçekleşmiştir.

1986 yılından itibaren Türkiye’de merkez bankacılığında da önemli değişimler yaşanmaya başlamıştır. 1986 öncesi para otoriteleri doğrudan müdahalelerle kamu ve özel sektörün harcama ve portföy yapılarını kontrol etmekteydi (Kalkan ve diğerleri 1997). 1986’dan itibaren, TCMB, modern merkez bankacılığı işlevlerini yerine getirebilmek ve para politikalarını etkin şekilde piyasa mekanizmaları çerçevesinde uygulayabilmek amacıyla dolaylı para politikası araçlarının kullanılmasına ilişkin kurumsal alt yapı düzenlemelerini hızlandırmıştır. Bu amaçla, Nisan 1986’da TCMB nezdinde açılan Bankalararası Para Piyasası ardından Şubat 1987’de Açık Piyasa İşlemleri bölümü kurulmuş, ve TCMB finansal piyasaları yönlendirmeye başlamıştır. Bu piyasalar aracılığı ile bir çok yeni finansal enstrüman kullanılabilir olmasına rağmen, sermaye piyasalarının sığ olması sebebi ile sadece hazine bonoları ve devlet tahvilleri kullanılmıştır. Açık piyasa işlemleri ile TCMB piyasadaki likiditeyi repo, ters-repo, doğrudan alım ve doğrudan satım işlemleri yaparak, kontrol etmeye başlamıştır. Erçel (1996) TCMB’nin bu işlemleri piyasada mümkün olduğunca az görünerek, diğer bir deyişle işlemlerin iki taraflı olmasına özen göstererek ve imkanlar el verdiğince işlemlere taraf olmayarak gerçekleştirdiğini belirtmiştir.

4.2. 1989-1994 Dönemi

1988 yılına gelindiğinde gerekli seçici yatırımları sağlayamayan ve iç talebi kısımaya yönelik olan uygulamalar ülkeyi resesyona sürüklemiş ancak enflasyonu düşürememiştir. 1988 yılında imalat sanayi büyüme hızı %1.6’da kalırken enflasyon oranı ise sıçrama yaparak %68.8’e çıkmıştır. Bunun

¹⁵ Enflasyon oranları İTO (1963=100) endeksi kullanılarak elde edilmiştir.

yanında Türk Lirası değerlenmeye başlamış ve ihracata yönelik teşvikler de azalmıştır.

1989 yılındaki en önemli ekonomik gelişme Türk Lirası'nın konvertibl hale gelmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Bu yolla Türkiye'ye büyük oranlarda sermaye girişi olmuş ve TCMB rezervlerinde artışlar yaratmıştır. Ancak sermaye girişleri TCMB'nin faizler ve kur üzerindeki kontrolünü zayıflatmış ve Türk Lirası değerlenmeye başlamıştır. Bütün bu gelişmelere koşut olarak, 1989 sonrası Türkiye ekonomisinin birikim ve yatırım önceliklerinin tamamen uluslararası finans piyasalarının denetimine giren yüksek ulusal faiz ve düşük döviz kuru tarafından belirlendiği görülmektedir (Yeldan, 2002). Kriz öncesi dönemde ise kamu kesimi faiz dışı açığı 1989 sonunda %1.7 iken 1991-1993 döneminde ortalama %6.4'e yükselmiş ve kamu borç stokunu büyüten bir etki yapmıştır (Celasun 2002). 1989 –1994 Dönemine ait bütçe dengesi ise Tablo 4.2.1'de gösterilmektedir. Tablo'dan da görüldüğü üzere bu dönemde en çok artan harcama kalemi yüksek miktarlı iç borçlanma nedeniyle faiz ödemeleri olmuştur.

Tablo 4.2.1. Bütçe Dengesi (1989-1994)

| (Milyar TL) | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|--------------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| Toplam Gelirler | 31,369 | 55,239 | 96,747 | 174,224 | 351,392 | 745,116 |
| Toplam Harcamalar | 38,871 | 68,527 | 130,263 | 221,658 | 485,249 | 897,296 |
| Cari Harcamalar | 16,660 | 33,452 | 60,403 | 114,221 | 204,829 | 346,469 |
| Personel | 12,539 | 26,465 | 49,291 | 94,076 | 169,511 | 273,062 |
| Diğer Cari | 4,121 | 6,987 | 11,112 | 20,145 | 35,318 | 73,407 |
| Yatırım | 5,818 | 10,055 | 17,146 | 29,239 | 53,161 | 72,788 |
| Transfer Harcamaları | 16,393 | 25,020 | 52,714 | 78,198 | 227,259 | 478,039 |
| Faiz Ödemeleri | 8,259 | 13,966 | 24,073 | 40,298 | 116,470 | 298,285 |
| Dış | 3,144 | 4,353 | 7,132 | 9,753 | 23,952 | 65,117 |
| İç | 5,115 | 9,613 | 16,941 | 30,545 | 92,518 | 233,168 |
| KİT'lere Transfer | 1,223 | 1,265 | 12,191 | 8,145 | 25,850 | 21,029 |
| Diğer Transfer | 6,911 | 9,789 | 16,450 | 29,755 | 84,939 | 158,725 |
| Bütçe Dengesi | (7,502) | (13,288) | (33,516) | (47,434) | (133,857) | (152,180) |

Kaynak : Hazine Müsteşarlığı İnternet Sitesi (www.hazine.gov.tr)

TCMB 1990 yılında bilanço büyüklüklerinin hedeflemesine yönelik bir para programı hazırlamış hükümetin etkin maliye politikalarının etkisiyle

enflasyon oranı %63.6'ya kadar gerilemiştir¹⁶. 1991 yılında Körfez Savaşı'nın etkisi ile bir para programı uygulamaya konulamamış, fiyat istikrarından ziyade finansal piyasalarda istikrar sağlanılmasına çalışılmıştır. 1992 yılında bir para programı açıklanmasına rağmen, bütçe açıklarının kontrol edilememesi ve bu açıkların önemli bir kısmının TCMB'den kısa vadeli avans imkanı ile finansmanı sonucunda kamu sektörü kredilerindeki artışlardan ötürü program uygulanamamıştır. 1993 yılında Körfez Savaşı'nın etkileri ve kamu borçlanma gereğinin sürmesi nedeni ile yine bir para politikası ilan edilememiştir. Özellikle 1989-1993 döneminde bütçe açıklarının kontrol altına alınamaması ve bu açıkların yoğun iç borçlanma ile finansmanı sonucunda faizler yüksek seyretmiş bu da ülkeye yoğun "sıcak para" girişlerine neden olmuş bu da Türk Lirası'nın aşırı değerlenmesine yol açmıştır. Bir anlamda spekülasyon nitelikli kazançların önceliğine dayalı büyüme süreci 1993'ün sonunda başlayan güven bunalımı ile ülkeyi bir krize taşımıştır. TÜFE enflasyon oranları 1991'de %63, 1992'de %52 ve 1993'te %63 düzeyinde gerçekleşmiştir¹⁷. 1993 yılında ihracat artış oranı sabit kalmasına karşın ithalatta büyük oranda artışlar yaşanmış ve dış ticaret açığı neredeyse ikiye katlanmıştır (Tablo 4.2.2). Özetle bu dönemde, Türkiye ciddi boyutta çifte açıkla (twin deficit) yani hem yüksek miktarlarda bütçe açığı hem de cari açıkla karşı karşıyaydı.¹⁸

¹⁶ Programın hedeflerinden toplam iç yükümlülükler ve toplam iç varlıklar hedefleri tutturulmuş toplam bilanço büyüklüğü ve merkez bankası parası hedeflerinden ise çok küçük bir sapma olmuştur.

¹⁷ Enflasyon oranları DİE (1994=100) endeksi kullanılarak elde edilmiştir.

¹⁸ Akbostancı E. ve E. Tunç (2001) 1987 ve 2001 dönemi verilerini kullanarak yaptıkları çalışmalarında Türkiye'de uzun dönemde bütçe ve cari açık arasında anlamlı bir ilişki bulunduğunu savunmuşlardır.

Tablo – 4.2.2. 1989-1993 DÖNEMİ TİCARET DENGESİ (Milyon Dolar)

| Yıllar | İhracat | İthalat | Denge (İhracat – İthalat) |
|--------|---------|---------|------------------------------|
| 1989 | 11,780 | 15,999 | -4,217 |
| 1990 | 13,026 | 22,580 | -9,554 |
| 1991 | 13,672 | 20,998 | -7,326 |
| 1992 | 14,891 | 23,082 | -8,191 |
| 1993 | 15,349 | 29,429 | -14,080 |

Kaynak: DPT internet sitesi (www.dpt.gov.tr).

4.3. 1994-1999 Dönemi

Bütçe açıklarının ve dış ticaret açığının büyümesi ve bütçe açıkları ile yüksek reel faizler dolayısıyla kamu borçlarının, özellikle iç borcun katlanarak artması, 1994 yılında Türkiye'yi krize sürüklemiştir. Ülkede bulunan sıcak paranın kısa sürede çıkması ile gecelik borçlanma oranları %1000'in üzerine çıkmıştır. Türk Lirasının 27 Ocak 1994 tarihinde %13.6 oranında devalüe edilmesinden sonra bile TCMB rezervleri 4 milyar dolar azalmıştır. Ticari bankalar mevduat faiz oranlarını %15 civarında yükseltirken 3 aylık hazine bonolarında faizler %90 seviyelerine çıkmıştır. Türk Lirası'nın aşırı değer kaybı, TÜFE enflasyonu 1994 yılı sonunda %110.7'ye fırlatmıştır.

Bu krizin hemen ardından kamu borçlanmasını azaltmayı ve ihracatı arttırmayı hedefleyen daraltıcı bir ekonomik program yürürlüğe konmuştur. İstikrar programının temel amacı kamu açıklarını azaltarak ihracatı arttırmak olmuştur. Bu programın finansmanını sağlamak için hükümet 1995 yılı içerisinde IMF ile yeni bir stand-by anlaşması yapmıştır. Ancak, Eylül 1995'de gerçekleşen erken genel seçimler nedeni ile anlaşma bozulmuştur. Genel olarak bakıldığında 1994 sonrası kalıcı bir istikrar programı uygulanamamıştır. Özellikle finans piyasalarında oluşan güvensizlik ortamında, büyüme kaynağı olarak yüksek faizli kısa vadeli yabancı para

girişleri kalmıştır. Fakat 1995 yılından sonra sıcak para girişleri bile çok yüksek reel faiz oranları ile sağlanabilmiştir.

Sonuç olarak, 1990'lı yılların temel özellikleri olarak politik istikrarsızlık, yapısal reformlarda aksama, yüksek reel faizler, hızla artan borç stoku, istikrar sağlayamayan büyüme ve kırılgan bankacılık sistemi sayılabilir. Bu dönemde özellikle bütçe açıklarının kontrol altına alınamaması TCMB'nin fiyat istikrarına odaklanmasını engellemiş, TCMB asıl olarak kurlarda, faiz oranlarında ve finansal piyasalardaki istikrarın korunarak borçlanmanın çevirilebilirliği tehlikesini azaltmaya öncelik vermiştir. Yüksek faizler ve yüksek ve dalgalı enflasyonun olduğu bu dönemlerde uygulanmaya çalışılan sıkı para politikaları ise etkisiz kalmış hatta enflasyonist baskıları da artırmıştır. Bütçe açıklarının kontrol edilemediği ortamlarda merkez bankalarının sıkı para politikalarının enflasyon üzerinde etkisiz ve hatta enflasyonist olduğu Sargent ve Wallace (1981) tarafından teorik olarak da gösterilmiştir.¹⁹

1997 ve 1998 yıllarında ortaya çıkan Asya ve Rusya krizleri ekonomik durumu daha da kötüleştirmiştir. 1998 sonrası yurtiçi talebin daralmaya devam etmesi, Rusya kaynaklı ihracat talebinin azalması, artan güvensizlik ortamı nedeni ile sıcak para giriş miktarlarının yüksek reel faiz oranlarına rağmen düşmesi ve siyasal ortamdaki belirsizlikler ülkeyi yeni bir finansal krize sürüklemiştir.

4.4. 2000 Sonrası

Yukarıda sözü edilen ekonomik durumu düzeltmek amacı ile Türkiye, Aralık 1999'da IMF destekli bir enflasyonla mücadele programı yürürlüğe koymuştur.

Bu programının belli başlı noktaları şöyle özetlenebilir:

- Programda enflasyon hedefi belirlenmiş (%20) ve kur artışının bu hedefi geçmeyeceği ilan edilmiştir. Böylece program nominal çapa olarak döviz kurunu belirlemiştir.

¹⁹ Sargent ve Wallace (1981) bütçe açıklarının kontrol edilemediği, mali baskınlığın fazla olduğu ekonomik ortamlarda sıkı para politikasının etkisiz kalacağını ve enflasyonist baskıyı arttırabileceğini savunmuşlardır.

- Kamu harcamalarının azaltılması ve gelirlerin artırılması yolu ile faiz dışı fazla yaratılması hedeflenmiştir.
- Kamu ücret artışlarının enflasyon hedefi oranında düzenlenmesi öngörülmüştür.
- Yapısal reformlar belirlenmiş, özellikle bankacılık reformu ve özelleştirmenin hayata geçirilmesi planlanmıştır.
- Net İç Varlık (NİV) hedefi \pm (%5) değişebilecek şekilde -1200 Trilyon TL. olarak belirlenmiş, Net Uluslararası Rezervler (NUR) için ise taban getirilmiştir.

Programın genel kabul görmüş artıları ve eksileri ise şöyle özetlenebilir:

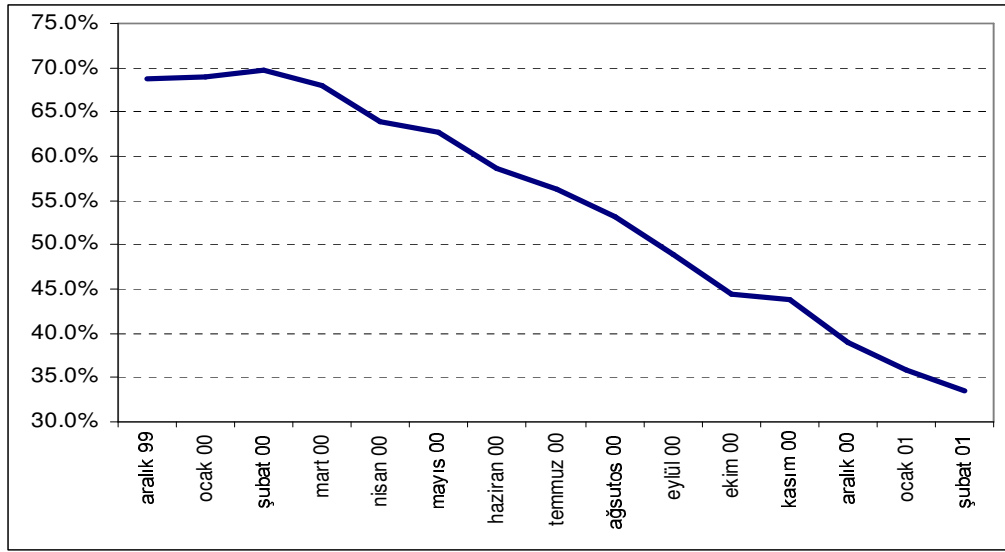
Döviz kurunun çapa olarak kullanılmasında en büyük etken Türkiye için yapılan çalışmalarda, enflasyonun döviz kuruna duyarlı olduğunun ortaya konulmuş olmasıdır.²⁰ Bu durumda döviz kurunun sabitlenmesi ile enflasyonu düşürmenin makul olacağı ekonomik birimlerce akılcı bulunmuş ve program başladığında ise en büyük desteği bu sayede almıştır. Bunun yanında döviz rezervlerinin 20 milyar doları geçmesi, spekülasyon saldırılara karşı bir güven teşkil etmekteydi. Programa göre 2001 Haziran ayından itibaren bant uygulamasına geçilecekti. Buna göre bant ilk altı ayın sonunda %7.5, ikinci altı ayın sonunda %15 ve program sonunda %22.5'e çıkarılacaktı. Yani aşamalı olarak kur taahhüdünün hafifletilmesi öngörülmüştü.

Enflasyonu düşürme programı açıklandığı dönemde genel olarak kamuoyu desteği bulmuş, fakat bazı çevrelerden de eleştiriler almıştı. Bu eleştirilerden en önemlisi döviz çapa olarak kullanan benzer programların birçok ülkede başarısız olması temeline dayanıyordu. Döviz kurunu çapa olarak kullanan Brezilya, Rusya, Meksika ve Tayland'da programlar krizlerle sona ermişti. Türkiye'de durum 1990'larda yaşanmış olan bu örneklerden çok farklı değildi. İkinci olarak, Türkiye'nin daha önce IMF destekli uygulamaya koyduğu 16 programda da başarısız olması programın sağlaması gerekli olan güveni azaltıyordu. Son olarak bankacılık sisteminin riskli yapısı

²⁰ Örneğin, Kalkan ve diğerleri (1997).

değiştirilmeden programa başlanması programın eleştirilen en önemli noktalarından biri olmuştur.

Programın uygulanmaya başlaması ile iç talepte ve üretimde canlanma gözlenmiş, borsa endeksi tarihinin en yüksek seviyelerine çıkmış ve faiz oranlarında büyük düşüşler yaşanmıştır. Enflasyon oranı ise son 14 yılın en düşük seviyelerine gerilemiştir (Şekil 7.4.1). Ancak, TL'nin sürekli değer kazanması, düşen faiz oranları ile birlikte iç talebi patlatmış ve cari işlemler açığını arttırmaya başlamıştır. Bu noktada ülke yeni bir krize doğru sürüklenmeye başlamıştır.



Şekil – 4.4.1. Aylık TÜFE Enflasyonu – Türkiye (Aralık 1999 – Şubat 2001)

Kaynak DİE internet sitesi (www.die.gov.tr).

4.5. Kriz Dönemi

Yukarıda belirtildiği gibi nominal döviz kuru çapasının inandırıcılığı ve sermaye girişleri için pozitif arbitraj getirilerinin sürmesi sonucu programın ilk 10 ayı itibarı ile ülkeye giren yabancı sermaye miktarında sürekli bir artış gözlenmiştir (Tablo 4.5.1).

TABLO 4.5.1 : KRİZ ÖNCESİNDE VE KRİZ DÖNEMİNDE SERMAYE HAREKETLERİ, MİLYON\$

| | Kriz Öncesi (Ocak-Ekim 2000) | Kriz Dönemi (Kasım-Haziran 2000) |
|-----------------------------------|--|--|
| Yabancılar: Net Sermaye Akımı | 15179 | -10442 |
| Dolaysız yatırım | 589 | 2406 |
| Portföy yatırımı | 6789 | -8457 |
| Uzun vadeli sermaye akımı | 3200 | -553 |
| Kısa vadeli sermaye akımı | 4600 | -3838 |
| Yerli aktörler: Net Sermaye Akımı | -5257 | -3033 |
| Dolaysız yatırım | -751 | -452 |
| Portföy yatırımı | -730 | 949 |
| Kısa vadeli sermaye kayıt-ıçı | -1226 | -1847 |
| Kısa vadeli sermaye kayıt-dışı | -2550 | -1683 |
| Rezerv Değişmeleri | -2324* | 15239** |
| Cari İşlem Dengesi | -7598 | -1764 |

Kaynak: Boratav K. 2001. "2000-2001 Krizinde sermaye Hareketleri". İşletme ve Finans, s.10, Eylül 2001.

(*) \$499 milyon IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki \$2823 milyon artıştan oluşur. (**) \$8076 milyon IMF kredisi ile resmi rezervlerdeki \$7163 milyon azalıştan oluşur.

Bu artışın temel nedeni dış borçlardaki yükseliş olarak gözlenmektedir. Boratav (2001), bu noktada dış borç stokunun 12.8²¹ milyar dolar artmasına karşın 2000'in ilk on ayı için 7.6 milyar dolar cari işlem açığı oluştuğunu ve dış borçların cari işlem açığından bağımsız bir ivme ile büyümeye başladığını belirtmiştir. Diğer bir ifade ile sermaye girişleri ile cari işlem açıkları arasındaki bağ kopmaktadır.

²¹ Hazine Müsteşarlığı verilerine göre.

Programın ilk aylarında hızla düşen faiz oranları tüketici kredilerinde de bir artışa yol açmıştı. 1999 Aralık sonunda 1004.3 Trilyon TL olan bu krediler, 2000 Ekim ayı itibarı ile 4504.5 Trilyon TL'ye çıkmıştı. Alınan kredilerin büyük bölümü yabancı otomobil ithaline²² ve gayri menkul alımına yönelik olarak kullanılmıştı. Özellikle TL'nin reel olarak değerlendirilmesi yabancı mal ithaline hız kazandırmış, ithal mallara olan iç talep patlamıştı. Bu gelişmeler ile birlikte cari açık hızla büyüyerek 9.8 milyar dolar²³ seviyelerine ulaştı. Program başlangıcında cari açık GSMH'nin %1.5-2'si yani 3.5 milyar dolar civarı öngörülmüştü.

“2000 Ağustos-Eylül'üne gelindiğinde Türkiye'nin dış borçlanma görüntüsü, dışarıdan borçlanıyor, ithalat yapıyor, dış borç geri ödeme gücü giderek azalabilir yorumlarına neden oluyordu.” (Uygur, s.49, 2001). Kısacası programla ilgili belirsizliklerin artması ve güvenilirliğinin kuşkuya düşmesi ile Türkiye 2000 sonbaharında kriz ortamına girmiş bulunuyordu. Krizi ateşleyen, yüklü DİBS portföyü bulduran bir bankanın faizlerin yükselmesi ile birlikte batması olmuştur.

Kasım 2000 krizi, yüksek faiz, 5.36 milyar dolarlık rezerv kaybı ve 7.5 milyar dolarlık ek IMF kredisi ile atlatılabilmektedir. Mevcut programın güvenilirliği bu kriz ile birlikte tamamen azalmış, sadece bazı ekonomik çevrelerce programın sürdürülmesi gerektiği ve halen başarılı olabileceği savunulmuştur.

Kasım 2000 krizi ardından güvenilirliği kalmayan bir para politikası ve sürdürülemeyeceği belli olan bir açık ile programdan taviz vermeden devam kararı sonrasında Şubat 2001'de daha büyük ikinci bir kriz ortaya çıkmıştır. Esasen ülke örneklerinde izlenen, 1994'ten sonra ortaya çıkan tüm krizlerin döviz kurunu çapa olarak kullanan ülkelerde yaşandığıydı. Bu halde, Kasım krizinden sonra güvenilirliği ciddi şekilde sarsılmış olan programı devam ettirme çabaları çok riskliydi. Politik istikrarı zayıf olan bir ülkede yeni bir krizin aktive edicisini bulmak da spekülâtorler açısından hiç de zor olmayacaktı. Nitekim Şubat ayında Cumhurbaşkanı ile Başbakan arasında gerginleşen ortam sonucunda Türkiye çok daha derin olan Şubat krizine girdi.

²² İthal edilen otomobil satışı 2000 yılında bir önceki yıla göre %97.4 artış göstermiştir.

²³ 2000 sonu itibarı ile GSYİH'nin %4.9'u seviyelerine gelmiştir.

21 Şubat 2001'de gecelik faiz oranları %5000 seviyelerine ulaştı. Ertesi gün hükümetin, mevcut programın terk edildiğini ve dalgalı kur rejimine geçildiğini açıklaması ile birlikte TL ilk gün itibarı ile %30 değer yitirdi. Bunun üzerine hükümet, IMF'ye bir niyet mektubu göndererek, yeni bir program uygulamaya başlamıştır.

4.6. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

Güçlü ekonomiye geçiş programı, ilk olarak mevcut istikrarsızlığı ve güven bunalımını ortadan kaldırmayı hedeflemiştir. Program bu hedeflere ulaşmak amacı ile temelde şu düzenlemeleri planlamıştır:

- Bankacılık sektöründe yeniden yapılandırma çalışmalarının hızlanması ve reel sektörde güvenin yeniden tesis edilmesi,
- Mali sektörün yeniden yapılandırılması amacı ile başta TCMB Kanunu'nun Banka'nın operasyonel bağımsızlığını sağlayacak şekilde değiştirilmesi olmak üzere, devlette şeffaflığın sağlanması, kamu finansmanının güçlendirilerek faiz dışı fazlanın arttırılması ve ekonomide rekabetin ve etkinliğin arttırılması amacı ile yasal düzenlemelerin yapılması,
- Enflasyonla mücadelede aktif bir para politikası uygulanması ve şartlar sağlandığında enflasyon hedeflemesine geçilmesi,
- Kamuda şeffaflık ve hesap verebilirliğin sağlanması, yolsuzlukla mücadelede etkin bir sistem oluşturulması amacı ile gerekli yasal düzenlemelerin yapılması,
- Sürdürülemez iç borç yapısının, dış finansman desteği ile düzeltilmesi ve enflasyon mücadelesi ile uyumlu bir gelirler politikasının uygulanması.

Programın para politikaları için oluşturduğu çerçevenin, enflasyon hedeflemesine geçişi hedef aldığı görülmektedir. Esasen 2002 yılında Merkez Bankası bu amaçla "örtük enflasyon hedeflemesi" stratejisini uygulamıştır.

Güçlü ekonomiye geçiş programı ile 2001 yılı yeniden yapılanmanın başlangıcı olarak göze çarpmaktadır. Yukarıda sayılanların dışında TCMB kamu ve fon bankalarının mevcut likidite sorununu çözmek için de bir dizi operasyon gerçekleştirmiştir. Şubat krizi sonrasında kamu ve fon bankaları gecelik vadede 21 katrilyon Türk lirası civarında borçlanmakta ve piyasa oranlarının üzerinde faiz ödemekteydi. Sözü edilen operasyonla TCMB ilk etapta kamu ve fon bankalarından 14 katrilyon TL'lik DİBS satın almış ve 7 Katrilyon TL'lik repo imkanı tanımıştır. Bu operasyonla kamu ve fon bankalarının likidite sıkışıklığı sona erdirilerek bu bankaların piyasa faizleri düzeyinden borçlanması sağlanmıştır. Kamu ve fon bankalarının borçlanma gereği 2001 yılı içerisinde kademeli olarak azaltılmış Nisan 2002'de ise operasyon amacına ulaşarak sona ermiştir. Söz konusu operasyon sonucunda artan likidite yine TCMB tarafından ters repo ve bankalararası TL piyasası işlemleri ile çekilerek piyasadaki dalgalanmalar ve artan para miktarının yaratabileceği enflasyonist baskı kontrol edilmiştir. Ancak Serdengeçti (2001) 15 Mayıs 2001 tarihinde açıkladığı 2001 Yılı Para Politikası Raporu'nda yapılan operasyonların kalıcı olmasını kamu ve fon bankalarının küçültülmesine, yapısal sorunlarının giderilmesine, bu bankalara zarara neden olacak görevler verilmemesine bağlamakta ve bankacılıkla ilgili gözetim ve denetim sisteminin etkin hale getirilmesinin gerektiğini savunmaktadır.

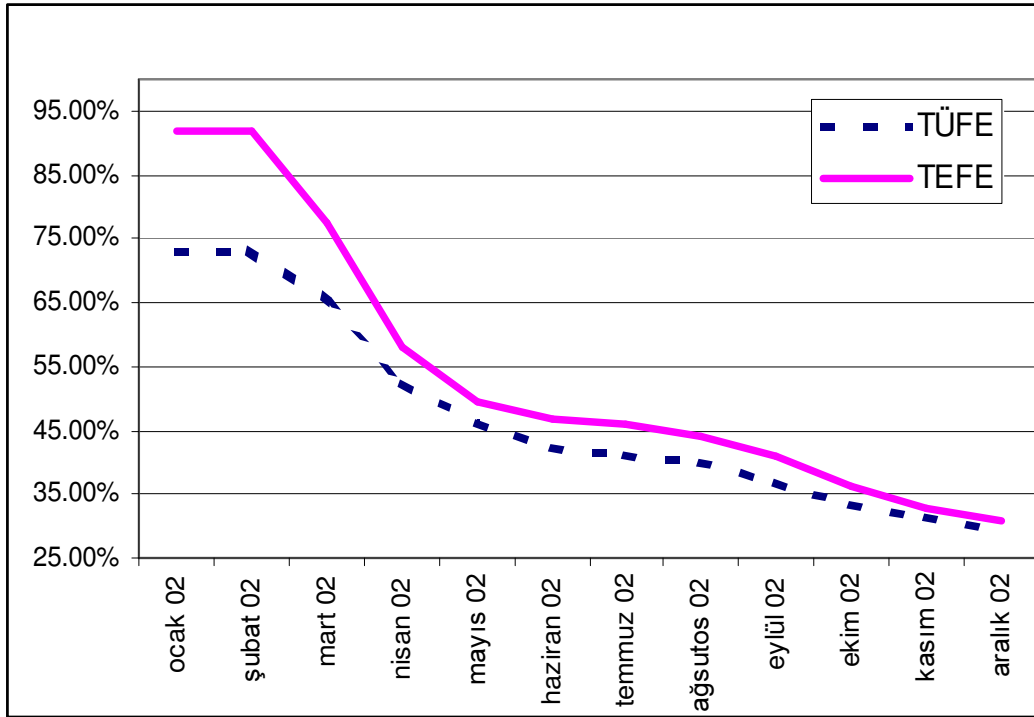
4.7. 2002 ve 2003 Dönemi

2002 yılında uygulanan para politikasında para tabanı için önceden ilan edilen dönemler itibarıyla, performans kriteri niteliğinde hedefler belirlenmiştir. Ancak uygulamada bu hedeflerden çok enflasyon gelişmelerine öncelik verilmiştir. Bu durum 2 Ocak 2002 tarihli Merkez Bankası Basın Duyurusu'nda "2002 yılına parasal hedefleme ile başlanılacak ve aynı zamanda "gelecek dönem" enflasyonu"na odaklanan bir para politikası uygulanacaktır. Dikkat edilirse "gelecek dönem enflasyonu"na odaklanan bir para politikası, aynı zamanda "örtük bir enflasyon hedeflemesi" anlamına gelmektedir." ifadesiyle dile getirilmiş, kısa vadeli faiz oranlarının ise sadece

ve sadece fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda aktif olarak kullanılacağı vurgulanmıştır.

2002 programında enflasyon hedefi %35, faiz dışı bütçe fazlasının GSYİH'ya oranı % 6.5 olarak belirlenmiş ve GSMH büyüme oranı ise %3 olarak öngörülmüştür.

2002 yılında TÜFE, hedefin 5.3 puan altında %29.7 olarak gerçekleşmiştir (Şekil 4.7.1). GSMH büyümesi ise öngörülenin çok üstünde %7.8 olmuştur. Ancak faiz dışı fazla hedefin altında %3.9'da kalmıştır. Şekil 4.7.1'de TÜFE ve TEFE gerçekleştirmeleri Tablo 4.7.1.'de ise para tabanı, net uluslararası rezervler, net iç varlıklar hedefleri ve gerçekleştirmeleri yer almaktadır.



Şekil 4.7.1. Aylık TEFE -TÜFE Enflasyonu – Türkiye (2002)

Kaynak: DİE verileri kullanılarak hazırlanmıştır (www.die.gov.tr).

TABLO 4.7.1. PARASAL BÜYÜKLÜK HEDEFLERİ VE GERÇEKLEŞMELERİ (2002)

| Dönemler | Mart - Nisan 2002 | | Mayıs-Haziran 2002 | | Temmuz-Eylül 2002 | | Ekim-Aralık 2002 | |
|---|-------------------|-------------|--------------------|-------------|-------------------|-------------|------------------|-------------|
| | Hedef | Gerçekleşme | Hedef | Gerçekleşme | Hedef | Gerçekleşme | Hedef | Gerçekleşme |
| PARA TABANI (Üst sınır) (Trilyon TL) | 8,900 | 8,680 | 9,089 | 9,009 | 10,600 | 10,104 | 10,850 | 10,720 |
| MB Net Uluslararası Rezervleri (1) (Milyon ABD doları) | | 6,659 | | 6,281 | | 8,918 | | 10,042 |
| Hazinenin IMF'ye borcu (2) | | 10,283 | | 10,737 | | 12,914 | | 12,914 |
| Hazinenin 1 yıldan kısa vadeli döviz cinsi borcu (3) | | 1,302 | | 1,299 | | 1,893 | | 1,742 |
| Program Tanımı Net Uluslararası Rezervler (4=1-2-3) (Alt sınır) | -7,200 | -4,926 | -7,800 | 5,755 | -8,500 | -5,889 | -9,700 | -4,614 |
| MB Net İç Varlıklar (1) (Trilyon TL) | | 8,519 | | 9,135 | | 7,232 | | 7,504 |
| Hazine'nin IMF'ye borcu (2) | | 14,803 | | 15,456 | | 18,591 | | 18,591 |
| Hazinenin 1 yıldan kısa vadeli döviz cinsi borcu (3) | | 1,875 | | 1,783 | | 2,728 | | 2,508 |
| Program Tanımı Net İç Varlıklar (4=1+2+3) (Üst sınır) | 27,700 | 25,197 | 28,900 | 26,374 | 31,300 | 28,551 | 33,139 | 28,603 |

Kaynak: Merkez Bankası Basın Duyuruları kullanılarak hazırlanmıştır (www.tcmb.gov.tr).

Tablo'dan görüldüğü üzere TCMB parasal büyüklüklere ait tüm hedefleri tutturmuştur. Bunun yanında temel müdahale aracı olan kısa dönemli faiz oranları enflasyondaki gelişmelere paralel olarak 2002 yılında 6 kez indirilerek gecelik borçlanma faiz oranı %59'dan %44'e 1 haftalık borçlanma faiz oranı ise %62'den %44'e düşürülmüştür.²⁴

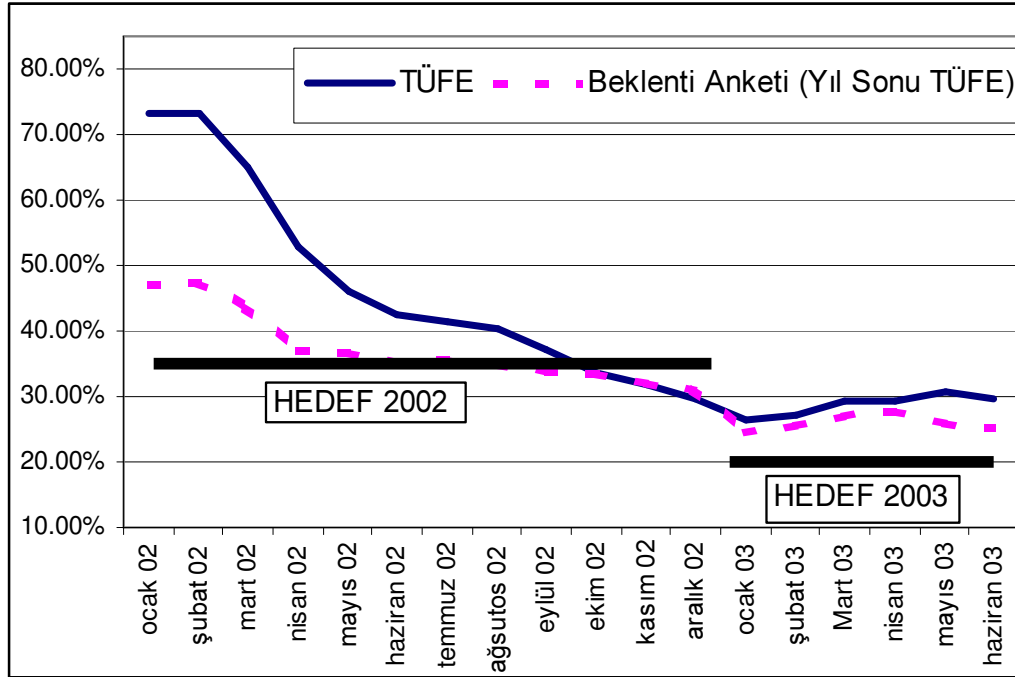
2002 yılında yaşanan siyasi belirsizlikler ve seçimlere rağmen para politikasına ilişkin tüm hedefler tutturulmuştur. Bu başarılı para politikasının temel sebebi, 3 Ocak 2003 tarihli TCMB basın duyurusunda yapısal reformların yılın ikinci yarısında aksamasına rağmen sıkı maliye politikaları ve Merkez Bankası'nın sadece enflasyon odaklı para politikası izlemesi

²⁴ Şubat 2001 krizi sonrası TCMB Tasarruf Mevduatı ve Sigorta Fonu bünyesindeki bankaların kısa vadeli likidite ihtiyaçlarının karşılanması amacıyla söz konusu bankalardan satın aldığı Devlet İç Borçlanma Senetleri karşılığı olarak piyasaya önemli ölçüde likidite sağlamıştır. 2002 yılı sonu itibarıyla bu likidite 9,7 katrilyon TL düzeyindedir. TCMB 2002 yılı boyunca kısa vadede sürekli piyasadan borç almıştır.

sayesinde gerçekleştiği olarak açıklanmıştır. Büyüme hedefi öngörünün iki katından bile fazla olarak yıllık %7.8 olarak gerçekleşmiştir.

2003 yılı için ise 17 Aralık 2002 tarihinde Devlet Bakanlığı ve TCMB'nin ortak basın duyurusunda yıllık enflasyon oranı %20 olarak ilan edilmiş, büyüme öngörüsü ise %5 olarak açıklanmıştır. 3 Ocak 2003 tarihli TCMB basın duyurusunda 2003 yılında da enflasyon hedeflemesine geçilene kadar 2002 yılında gayet başarılı olan "örtük enflasyon" hedeflemesine devam edileceği ve kısa dönemli faiz oranlarının gelecek dönem enflasyonuna odaklı olacağı ve para tabanının ise yine ek bir çapa işlevi göreceği açıklanmıştır. TCMB tarafından yapılan bu duyuruda üzerinde önemle durulan bir diğer nokta ise mali disiplin ve reformların aksatılmadan sürdürülmesi gerekliliğinin 2003 yılındaki enflasyonla mücadelede temel faktörlerden biri olduğudur.

2002 ve 2003 yılı için aylık enflasyon gelişmeleri ve TCMB beklenti anketi sonuçları Şekil 4.7.2.'de gösterilmektedir.

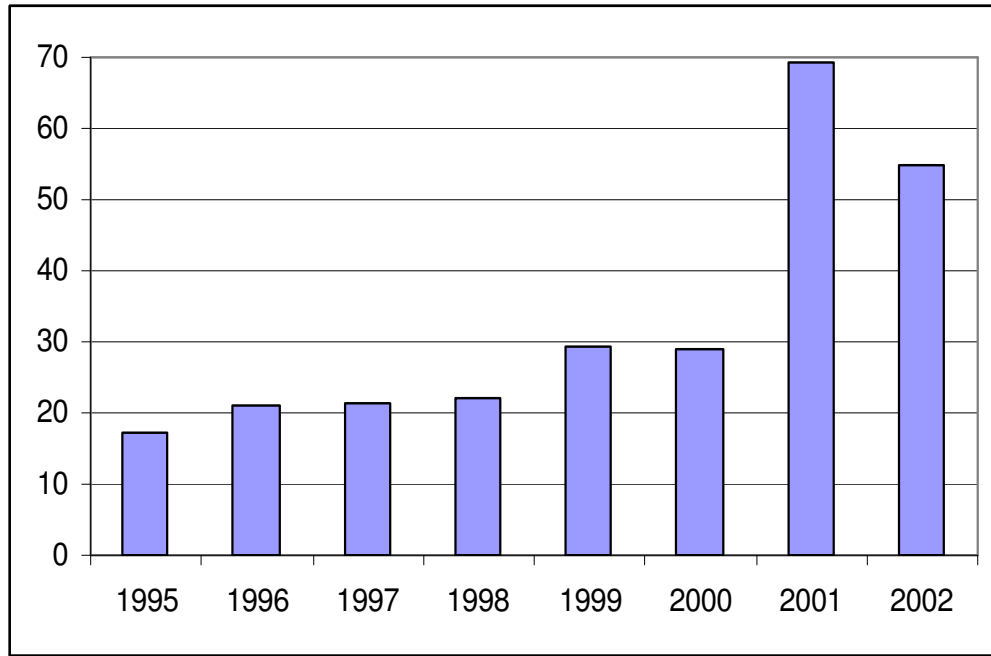


Şekil 4.7.2. Aylık TÜFE Enflasyonu – Türkiye (2002-2003)

Kaynak: DİE ve TCMB verileri kullanılarak hazırlanmıştır (www.die.gov.tr, www.tcmb.gov.tr).

Şekilden de görüldüğü üzere Ocak ayında yıl sonu için %24.8 olan enflasyon beklentileri Temmuz birinci dönem itibarıyla %24'e inmiş ve hedef ile fark 4 puan düzeyine gerilemiştir. 2002 yılı başında yıl sonu enflasyon beklentileri ile hedeflenen enflasyon oranı arasındaki fark yaklaşık 13 puan kadardı. Bu durum, enflasyondaki olumlu gelişmeler ve TCMB'nin tutarlı politikası sonucu para politikalarının güvenilirliğinin arttığına işaret etmektedir.

Ancak Şubat Krizinin ardından artan iç borç stoku 2002 yılında azalsa bile hala yüksek seviyelerde bulunmaktadır (Şekil 4.7.3).



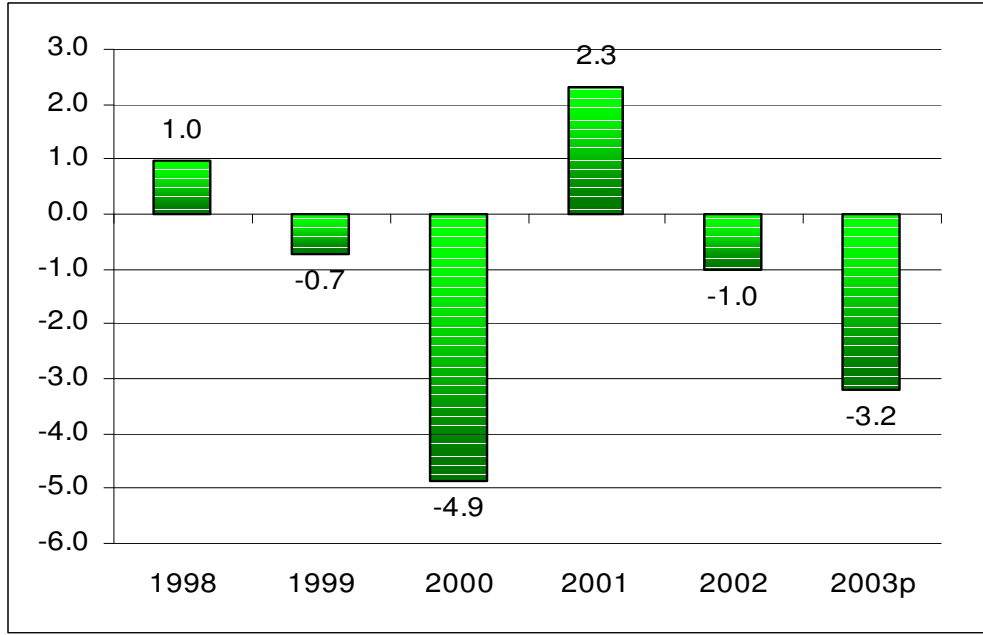
Şekil 4.7.3. İç Borç Stokunun GSMH'ye oranı (%) – Türkiye (2002)

Kaynak: DPT (www.dpt.gov.tr).

Malatyalı (1998) mali derinliğin ölçütü olan M2/GSMH ve M2Y/GSMH oranlarının oldukça düşük olduğunu Türkiye'deki mali piyasaların gerek gelişmiş gerekse de gelişmekte olan ülke piyasalarıyla karşılaştırıldığında halen sığ olduğunu savunmuştur. Bu noktalar dikkate alındığında Türkiye'de mali baskınlığın tamamen ortadan kalktığı söylenemez.

Bunun yanında canlanmaya başlayan ithalat ve artan iç talebin 2001 krizinin ardından düzelmeye başlayan cari açığı tekrar arttırdığı görülmektedir (Şekil 4.7.4.). Cari açık için 2003 yılı öngörüsü 7.4 milyar dolardır. Mayıs

2003'e kadar gerçekleşen cari açık ise 3.5 milyar dolar seviyelerinde olmuştur. Sonbaharda canlanan talebin de etkisiyle cari açık öngörüsünün gerçekleşeceği görülmekte hatta piyasalarda, iç talepteki artışa bağlı olarak cari açığın öngörüyü bile aşacağı düşünülmektedir. 2001 krizinin temel nedeninin cari açıktaki artışa dayandığı düşünülürse 2003 yılı için cari açığın dikkatle izlenmesi gerekliliği açıktır.



Şekil 4.7.4. Cari Açığın GSMH'ye Oranı (%) – Türkiye (1993-2003 Projeksiyon)

Kaynak: DPT (www.dpt.gov.tr).

Sonuç olarak, TCMB, etkin para politikaları için gerekli altyapıyı 1980'lerin sonlarından itibaren oluşturmuş ancak (i) bütçe disiplininin bir türlü sağlanamaması, (ii) siyasi ve ekonomik istikrarsızlık sonucu reel faizlerin yüksek seyretmesi ve bunun sonucunda sürekli borçların çevirilebilirliği sorununun yaşanması, (iii) bankacılık sisteminin kırılganlığı ve (iv) yapısal reformların gerçekleştirilememesi gibi nedenlerle 1990'lı yıllarda finansal piyasalarda istikrara önem veren politikalara öncelik vermiş, ilk kez 2000 yılında kur çapasına dayalı çok iddialı bir enflasyonu düşürme politikasına yönelmiştir. Ancak, yapısal reformlardaki aksamalar, yaşanan dış şoklar ve zayıf bankacılık sistemi nedeniyle bu uğraş, krizle ve kur politikasının terki ile sonuçlanmıştır. Şubat 2001 krizinden sonra para politikasının etkinliği ancak başta finansal sistem ve mali yapıyı ilgilendiren yapısal reformların

gerçekleştirilmesi ile mümkün olabilirdi. Nitekim Türkiye 2001 ve 2002 yıllarında büyük bir yapısal değişim geçirmiş özellikle finansal sistem rehabilite edilmiştir. Bu çerçevede, hala borçların çevirilebilirliği sorun olsa bile, ortam etkin para politikaları ve nihayetinde enflasyon hedeflemesine uygun hale gelmektedir. TCMB 2002 ve 2003 yıllarında tam enflasyon hedeflemesi olmasa da resmi olarak ilan edilmemiş enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanabilecek “örtük enflasyon hedeflemesi”ni başarı ile gerçekleştirmiştir. Fakat mevcut cari açık ve iç borç stoku ile birlikte muhtemel dış şokların nihai hedef olan tek haneli enflasyona ulaşmak yönünde tehdit teşkil ettiği de unutulmamalıdır.

4.8. Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması

1990’lı yılların başından bu yana gelişmiş ülkeler temel para politikası aracı olarak kısa dönemli faiz oranlarını kullanmaktadırlar. Para talebi fonksiyonlarındaki yapısal belirsizlikler, artan finansal liberalizasyon ve yeni yatırım enstrümanlarının ortaya çıkması parasal büyüklüklerin kontrol edilmesini ve hedeflenmesini zorlaştırmıştır. Bundan ötürü kısa dönemli faiz oranları merkez bankaları para politikaları uygulamaları açısından en etkin müdahale aracı olarak kalmıştır. Taylor (1993) merkez bankalarının kısa dönemli faiz oranlarını kullanarak, enflasyon ve üretim hedeflerine ulaşabilmeleri amacı ile “Taylor Kuralı” olarak bilinen bir kural tanımlamıştır. Bu kural, merkez bankalarının ekonomik koşullardaki değişikliklere göre kısa dönemli istikrar hedeflerini ve enflasyon hedeflerini gerçekleştirebilmelerini sağlamak amacıyla öneriler sunmaktadır. Kural, enflasyon, hedefin üzerinde olduğunda veya üretim düzeyi potansiyeli geçtiğinde faizlerin yükselmesini tersi durumda da düşürülmesini önermektedir.

Gelişmiş ülke verileri ile gerçekleştirilen ampirik çalışmalarda, gelir düzeyi ve enflasyon hedefini birlikte ele alan bu kurala destek olan sonuçlar elde edilmiştir²⁵. Özellikle enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler, belirlenen hedeflere ulaşmak amacı ile kısa dönemli faiz oranlarını yoğun bir şekilde kullanmaktadırlar. Gonzales ve Vera (2000) Taylor kuralına göre faiz

²⁵ Örneğin, Clarida ve Gertler (1996), (1998).

oranlarının belirlenmesi uygulamasını enflasyon hedeflemesine çok yakın bir uygulama olduğunu savunmuşlardır.

Taylor kuralı basit olarak şöyle tanımlanabilir:

$$r = r^* + \lambda (y - y^*) + \beta (\pi - \pi^*) \quad (4.1)$$

Burada r nominal kısa dönem faiz oranını, r^* tahmin edilen nominal faiz oranını²⁶, π enflasyon oranını, π^* enflasyon hedefini, y üretim düzeyini, y^* potansiyel üretim düzeyini göstermektedir. Bu kuralda λ ve β üretim açığının ve enflasyon hedefinden sapmanın katsayılarıdır²⁷. Clarida ve diğerleri (1998) bu formülü, çeşitli tahmin metotları kullanarak Birleşik Devletler, Almanya, Japonya, Fransa ve İngiltere için test etmişlerdir. Ulaşılan sonuçlar, bu ülkeler için Taylor kuralının çalıştığı yönündedir. Bu da kısa dönemli faizlerin ana enstrüman aracı olarak kullanıldığı enflasyon hedeflemesi programlarının parasal büyüklük hedeflemesi programlarından daha etkin olduğu tezlerini desteklemektedir.

Taylor (1993) modelinde üretim açığı ve enflasyon hedefinden sapma katsayılarını 0.5 olarak belirlemiştir. Ancak bu basit teorik model, çeşitli pratik zorluklarının yanı sıra her ülke için uygun değildir. Bundan ötürü, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler bu modeli basit ve benzer bir modele dönüştürmüşler ve kısa dönemli faiz oranları ile enflasyon arasındaki ilişkinin seviyesini test etmek amacı ile kullanmışlardır.

Bu noktada, kısa dönemli faiz oranları ile enflasyon oranları arasında anlamlı bir ilişki bulunmasının enflasyon hedeflemesi programlarının başarısında anahtar rol oynadığı söylenebilir. Yapılan araştırmalar, bu iki değişken arasında, özellikle gelişmiş ülke örneklerinde, anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelere uygulanabilirliğinin araştırılması noktasında bu iki değişken arasındaki ilişkinin test edilmesi son derece önemlidir.

²⁶ Bu oran, hedeflenen enflasyon oranı ile uyumludur. ($r^* = r^\infty + \pi^*$, burada r^∞ reel denge faiz oranıdır.)

²⁷ Blejer ve diğerleri (2001) çeşitli ülke örneklerinden yola çıkarak, β 'nin 1.5 ve 2 arasında, λ 'nin 0 ve 0.5 arasında olduğunu savunmuşlardır.

4.8.1. Türkiye Örneği

Bu bölümde Taylor kuralı, 1990 ikinci çeyrekte 2002 dördüncü çeyreğe kadar olan üçer aylık (quarterly) veriler kullanılarak, Türkiye için denenmiştir. Türkiye’de sözü edilen dönem içerisinde enflasyon hedeflemesi bir para politikası stratejisi olarak kullanılmamıştır. Bu nedenle kurulacak denklemin temel amacı kısa dönemli faiz oranları ile açıklayıcı değişkenler arasında bir ilişkinin olup olmadığının sınanmasıdır. Bu ilişkinin derecesi ve bu dereceyle ilişkili olarak faiz oranı belirleme önerileri ise belirtilen nedenden ötürü kurulacak denklemin sonuçları ile açıklanamayacaktır. Denklem aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.

$$\text{Faiz}_t = A + B_1X + B_2Z + B_3\text{Faiz}_{t-1} + \text{DUM9401} + \text{DUM0101} \quad (4.2)$$

Modelde Faiz_t , interbank gecelik bileşik faiz oranlarını, X , gerçekleşen enflasyonun beklenenden sapmasını, Z üretim açığının bir dönemlik gecikmeli değerini, Faiz_{t-1} , interbank gecelik bileşik faiz oranlarının bir dönemlik gecikmeli değerini, DUM9401 gölge değişkeni, 1994 krizini DUM0101 gölge değişkeni ise 2001 krizini ifade etmektedir. TÜFE ve GSYİH verileri mevsimsel olarak düzeltilerek kullanılmıştır.

X tüketici fiyat endeksinin mevsimsellikten arındırılmış serileri kullanılarak oluşturulmuştur. Bu değişken Taylor kuralına göre gerçekleşen enflasyondan hedeflenen enflasyonun farkının alınması ile elde edilmektedir. Ancak, incelenen dönemde para politikalarında enflasyon hiç bir zaman tek hedef olarak belirlenmediğinden, denklemde beklenen enflasyon verileri kullanılmıştır. Beklenen enflasyon verilerinin kullanılmasındaki varsayım TCMB’nin tamamen güvenilir bir politika izlediğidir. Bu itibarla beklenen enflasyon serisi enflasyonun geçmiş verileri ile bir sonraki dönemin verilerinin lineer kombinasyonu olarak oluşturulmuştur. Celasun ve diğerleri (2002) çalışmalarında Türkiye’deki enflasyon beklentilerinin geçmiş verilere göre oluşturulmadığını savunmuşlardır. Buna dayanarak beklenti serisinde bir sonraki dönem enflasyon verilerinin ağırlığı artırılmıştır. İncelenen dönem içerisinde Türkiye için sağlıklı bir enflasyon beklenti serisi de mevcut değildir. Mevcut olan serilerden DİE imalat sanayi eğilim anketi sadece imalat sanayi verilerinden oluştuğundan TÜFE beklentisi için güvenilir bir seri

oluşturmamaktadır. Mevcut serilerden TCMB beklenti anketi ise 2001 Ağustos'undan başladığından dar bir örneklem oluşturmaktadır. Bunun yanında bu iki seri de bir ay sonrasına dair olan beklentileri yansıttığından bir çeyreğe ilişkin beklentileri güvenilir olarak vermeyecektir. Bu noktada, enflasyon beklenti serisi, yaygın bir kullanım olan önceki dönem gerçekleşen ve gelecek dönemde gerçekleşen TÜFE oranlarının doğrusal kombinasyonu şeklinde oluşturulmuştur.

Üretim açığı, logaritmik olarak hesaplanan reel GSYİH'den Hodrick-Prescott yöntemi ile oluşturulan logaritmik potansiyel GSYİH'nin çıkartılması ile elde edilmiştir. Denklemde ise üretim açığının bir dönemlik gecikmeli değeri kullanılmıştır. Bunun temel nedeni, veri takviminden ötürü, içerisinde bulunulan dönemin, üretim açığı ölçümlerine ilişkin belirsizliklerin olmasıdır. Açık verisinin dışında GSYİH'nin gidişatını gösterebilecek diğer reel sektör verileri de (kapasite kullanım oranı, sanayi üretim endeksi vb.) politika uygulayıcılarının eline gecikmeyle ulaşmaktadır. Bundan ötürü bir önceki dönem açığı, içinde bulunulan döneme ait önemli bir açıklayıcılığa sahiptir.

İncelenen dönemde 1994 ve 2001 yıllarında olmak üzere iki tane önemli kriz yaşanmıştır. Bundan dolayı, sırasıyla DUM9401 ve DUM0101 gölge değişkenleri denkleme ilave edilmiştir.

Elde edilen istatistiki sonuçlar Tablo 4.8.1.1.'de gösterilmektedir.

TABLO 4.8.1.1. MODEL (7.2) İSTATİSTİKİ SONUÇLAR

| Bağımlı Değişken İnterbank Gecelik Bileşik Faiz Oranları, R | | | |
|---|-----------------|-----------|---------------|
| | Katsayı Tahmini | Std. Hata | t-İstatistiği |
| Sabit (A) | 8.081729* | 1.130486 | 7.148897 |
| X | 0.273159** | 0.119266 | 2.290342 |
| Z | 26.29415** | 12.32364 | 2.133635 |
| R(-1) | 0.328273* | 0.081025 | 4.051521 |
| Dum9401 | 35.69617* | 4.212966 | 8.472929 |
| Dum0101 | 21.78518* | 3.640467 | 5.984172 |

R-kare = 0.819903
Düzeltilmiş R-kare = 0.799437
F = 40.06
Durbin-Watson İst. = 2.16
ARCH LM = 0.15

** 0.05 anlamlılık düzeyini göstermektedir.
* 0.01 anlamlılık düzeyini göstermektedir.

Kaynak: E-vives sonuçları.

Bu denklemde açıklayıcı değişkenlerin işaretleri beklendiği üzere pozitif çıkmıştır. Sabit terim, gölge değişkenler ve gecelik bileşik interbank faizlerinin bir dönem gecikmeli değeri %99 güven aralığında istatistiki olarak anlamlı, X ve Z değişkenleri ise %95 güven aralığında istatistiki olarak anlamlı bulunmuştur.

Sabit terim 8.08 olarak bulunmuştur. Buna göre örneklem döneminde, açıklayıcı değişkenler sıfır değerinde sabit tutulduğunda ortalama fiili faiz oranı % 8.08 dolayında olacaktır.

Uyum iyiliğinin ölçütü olan düzeltilmiş ve düzeltilmemiş belirlilik katsayıları sırasıyla 0.80 ve 0.82'dir. Bu katsayılar açıklayıcı değişkenlerin bağımlı değişkenin %80'ini açıkladığı anlamına gelmektedir. Belirlilik katsayısının en fazla 1 olacağı düşünüldüğünde açıklayıcı değişkenlerin açıklama gücünün hayli yüksek olduğu söylenebilir. Değişkenler için yapılan Augmented Dickey-Fuller birim kök testleri de değişkenlerin durağan olduğunu göstermektedir. Q ve Durbin Watson istatistiklerine göre denklem ardışık bağımlılık içermemekte ve ARCH-LM etkisine de rastlanmamaktadır.

TCMB 2001 krizinin ardından bir çok kez kotasyon indiriminde bulunmuştur. En son indirimi de 6 Temmuz 2003 tarihinde gerçekleştirmiştir. Bu indirime göre TCMB gecelik borç alma faiz oranları % 32'ye ve borç verme faiz oranı ise % 38'e çekilmiştir. Model, 2001 ikinci çeyreği için faiz artışlarına paralel olarak artış, 2001 üçüncü çeyreği ve 2002 ikinci çeyreği için TCMB'nin gerçekleştirdiği gibi kotasyon indirimi öngörmektedir. 2001 dördüncü çeyrekte, 2002 birinci çeyrekte ve 2002 üçüncü çeyrekte ise artış öngörmektedir. Ancak enflasyondaki düşüşe paralel olarak, TCMB bu dönemlerde de kotasyon indiriminde bulunmuştur.

İncelenen dönem kendi içinde çeşitli dönemlere bölünerek denklem yeniden test edildiğinde katsayılar da önemli farklılıklar olduğu göze çarpmaktadır. Bu durum, bulunan katsayıların dönemler itibarıyla sabit olmadığını göstermektedir. Değişen politikalar, ekonomik ortam ve dışsal faktörler, katsayıların değerlerinin büyüklüğü konusunda belirleyici olmaktadır. Türkiye'nin kırılgan bir ekonomik yapıya sahip olması ve uzun süre tek bir para politikasına bağlı kalmaması nedeniyle katsayı değerlerinin değişken olması son derece doğaldır.

Bu değerlerin hangi dönemler nasıl bir seyir izlediğinin araştırılması amacıyla, sabit terim, enflasyon açığı ve GSYİH açığı değişkenlerine ilişkin standard Kalman filtreleme yöntemi kullanılarak değişen katsayıları incelenmiştir.²⁸ İlgili model aşağıdaki gibi kurulmuştur:

$$\text{Faiz}_t = F_t \theta_t + \varepsilon_t \quad (4.3.)$$

$$\theta_t = G_t \theta_{t-1} + w_t \quad (4.4.)$$

$$\varepsilon_t \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$$

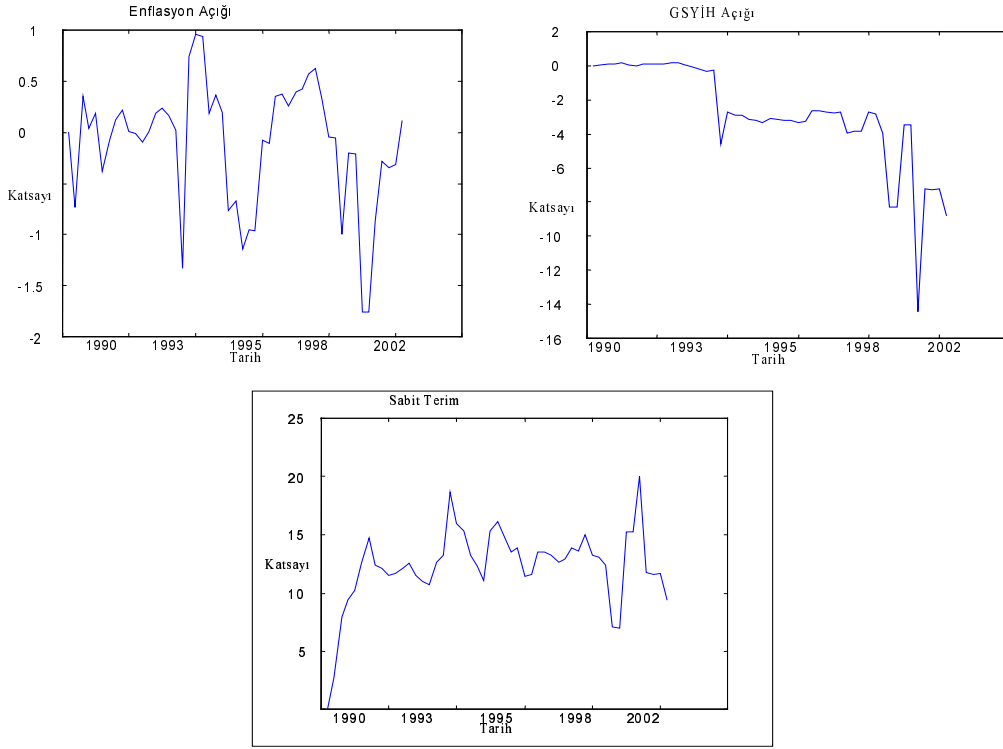
$$w_t \sim N(0, Q)$$

$$F_t = [A, X, Z]$$

Burada Q pozitif tanımlı 4x4 matris, θ_t zaman içinde değişen katsayılar vektörünü göstermektedir. Ölçüm ve durum denklemleri sırasıyla 3 ve 4 numaralı denklemlerdir. F_t , A, X ve Z değişkenlerini simgelemektedir.

Katsayıların değişimi ile ilgili grafikler aşağıdadır.

²⁸ Katsayıların değişimi ile ilgili FED için buna benzer bir çalışma Shen ve diğerleri (1999) tarafından yapılmış ve incelenen model katsayılarının zaman içinde değişim gösterdiği sonucuna varılmıştır.



Şekil 4.8.1.2. Katsayıların Değişimi

Kaynak: Matlab Sonuçları.

Grafikten de görüldüğü üzere enflasyon açığı (gerçekleşen enflasyondan beklenen enflasyonun çıkartılması) katsayısı ve sabit terim, incelenen dönemde oldukça dalgalı bir seyir izlemiştir. GSYİH katsayısı ise 1990-1994 ve 1994-1998 dönemlerinde sabit, 1998 sonrası ise dalgalı bir hale gelmiştir. Ancak, incelenen dönemin sınırlı olması nedeniyle bulunan katsayıların istatistiksel olarak anlamlı olduğu söylenemez. Çalışmanın katsayıların değişimi ile ilgili bu bölümünün temel amacı incelenen dönem içinde sabit bir para politikası uygulanmadığından modelin katsayılarının da dönemler itibarıyla değişken olduğunun belirtilmesi ve daha sonra yapılabilecek olan aynı parametrelerle ilgili çalışmalara referans olmaktadır.

Sonuç olarak, kurulan denkleme (4.2) göre, incelenen dönem içerisinde kısa dönemli faiz oranları ile üretim açığı ve enflasyon açığı

arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur.²⁹ Bulunan sonuçlar, işaretleri açısından Clarida ve diğerleri (1998)'in Birleşik Devletler, Almanya, Japonya, Fransa ve İngiltere için bulduğu sonuçlara benzerdir.

²⁹ Sözü edilen pozitif ilişki Kesriyeli ve Yalçın'ın (1998) 1987-98 dönemi için enflasyon hedefini yıllık %72 olarak aldıkları Türkiye için Taylor Kuralı uygulaması yaptıkları çalışmada da bulunmuştur.

BEŞİNCİ BÖLÜM

ÖNERİLER VE SONUÇ

Bu bölümde enflasyon hedeflemesinin ön koşulları, özellikleri ve incelenen ülke örnekleri ışığında Türkiye'ye uygulanabilirliği ve bu konudaki öneriler incelenerek sonuca varılacaktır.

5.1. Merkez Bankası Bağımsızlığı

İkinci bölümde belirtildiği üzere, enflasyon hedeflemesi çerçevesinin en önemli ön koşulu merkez bankasının operasyonel bağımsızlığıdır. Operasyonel bağımsızlık, para otoritelerinin amaçlarına ulaşmak amacı ile her türlü enstrümanı kullanabilmeleri demektir. Başka bir deyişle para politikası üzerinde mali baskınlığın olmaması anlamına gelmektedir.

Merkez Bankasına operasyonel bağımsızlık verilmesi bu kurumu politika otoriteleri ve kamuoyu önünde hesap verebilir bir konuma getirmektedir. Ülke örnekleri, operasyonel bağımsızlığa sahip ve hesap verebilir olan merkez bankalarının şeffaf bir yapıya da sahip olduklarını göstermektedir. Bu durum merkez bankasının dolayısı ile para politikalarının güvenilirliğini arttırmaktadır.

Türkiye'de Merkez Bankası Yasası 25 Nisan 2001 tarihinde değiştirilmiştir. Bu yeni yasaya göre TCMB'nin temel amacı "fiyat istikrarını" sağlamak olarak düzenlenmiş ve bu amaca ulaşmak için uygulanacak para politikası araçlarının doğrudan belirlenmesi yetkisi TCMB'ye verilmiştir. 25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile uygulanacak para politikasının belirlenmesinde Para Politikası Kurulu³⁰ yetkili kılınmıştır. Para Politikası Kurulu'nun görev ve yetkileri ise ilgili Kanunda belirtildiği üzere şöyledir:

³⁰ **Madde 22/A-** (25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile eklenmiştir.)'da belirtildiği üzere: "Para Politikası Kurulu, Başkan'ın (Guvernör) başkanlığı altında, Başkan (Guvernör) Yardımcıları, Banka Meclisince üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkan (Guvernör)'ün önerisi üzerine müşterek kararla atanacak bir üyeden oluşur. Hazine Müsteşarı veya

“a) Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası ilke ve stratejilerinin belirlenmesi,

b) Para politikası stratejisi çerçevesinde Hükümetle birlikte enflasyon hedefinin belirlenmesi,

c) Para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibarıyla raporlar hazırlayarak Hükümetin ve belirleyeceği esaslar doğrultusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi,

d) Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirlerin alınması ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejiminin belirlenmesidir.”

Para Politikası Kurulu'nun hükümet ile birlikte enflasyon hedefini belirlemesi, konulacak hedefe kredibilite kazandırması açısından önemlidir.

Yeni yasa mali baskınlığı ortadan kaldırmak amacı ile TCMB'nin diğer kamu kurum ve kuruluşlarına avans vermesini ve kredi açmasını kesinlikle yasaklamıştır. Bu husus, 25.4.2001 tarih, 4651 sayılı Kanun ile değiştirilen Madde 56'da Bankanın yapamayacağı işlemler olarak tanımlanmıştır:

“Banka, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alamaz. Banka, bu Kanunla yetki verilen işlemler dışında avans veremez ve kredi açamaz, vereceği avans ve açacağı kredi teminatsız veya karşılıksız olamaz, her ne şekilde olursa olsun kefil olamaz ve doğrudan kendisi ile ilgili işlemler dışında teminat veremez.”

Esas itibarı ile 25.04.2001 tarihinde TCMB Kanunu'nda yapılan değişiklikler ile Türkiye, enflasyon hedeflemesinin temel koşulu olan merkez bankasının operasyonel bağımsızlığı ilkesini yerine getirmiştir. Ancak Dördüncü Bölümde değinildiği üzere kamu kesimi borçlanma gereği ve mevcut iç borç stoku seviyeleri TCMB'ye operasyonel bağımsızlık sağlanmış olsa bile maliye politikalarının baskınlığını hissettirecektir.

belirleyeceği Müsteşar Yardımcısı toplantılara oy hakkı olmaksızın katılabilir. Başkanlık (Guvernörlük), Başkan (Guvernör) Yardımcılığı ve Banka Meclisi üyeliği görevi sona erenlerin Para Politikası Kurulu üyeliği de sona erer.”

5.2. Öncelikli Tek Hedef

Enflasyon hedeflemesinde tek amaç, belirlenmiş enflasyon hedefini tutturaktır. Diğer tüm ekonomik değişkenler ancak enflasyon hedefi ile uyumlu ise hedeflenebilirler. Birçok ülke, başarısız döviz kuru çapası denemelerinden sonra enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmişlerdir. Fakat bazı ülkelerde³¹ döviz kuru ikinci bir hedef olarak kullanılmıştır.

Sabit kur rejimlerinde orta vadede, enflasyonu kuru sabitlenen ülkedekinden farklı bir düzeyde hedeflemek mümkün değildir (Debelle, 1997). Ayrıca her zaman kur hedefi ile enflasyon hedefinin çelişmesi mümkündür. enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları için en önemli enstrüman kısa dönemli faiz oranlarıdır. Bu oranlar hem enflasyon hedefini hem de kur düzeyini etkilemektedir. İsrail örneğinde değinildiği gibi enflasyon hedefi için uygun görülen faiz oranları, kur hedeflerinden sapmaya yol açabilir. Göreceli yüksek veya düşük faiz oranları, sermaye giriş ve çıkışlarına yol açarak kurda değişikliklere sebep olabilir. Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesi yapılırken bu doğrultuda çalışmayan tüm değişkenler için ayrıca bir hedef belirlenmesi sakıncalar içermektedir.

Yaşanan son ekonomik kriz ardından Türkiye, sürünen kur sistemini terk ederek, 22 Şubat 2001 tarihinde dalgalı kur rejimine geçmiştir. Kur hedefinin terk edilmesi ile enflasyon hedeflemesinin öncelikli tek hedef koşulu da sağlanmıştır.

5.3. Hedef ile İlgili Özellikler

5.3.1. İlan

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin bir çoğunda hedef ya sadece merkez bankası ya da hükümet ve merkez bankası tarafından ortaklaşa olarak açıklanmaktadır. Ortaklaşa açıklamanın amacı para politikasının yanı sıra hükümetin maliye politikasının da hedef dışında oluşmayacağı izleniminin kamuoyuna verilmesidir. Hükümetler genelde kısa vadeli, popülist yaklaşımlarla maliye politikalarını daha baskın hale getirmeye eğilimlidirler. Enflasyon hedefinin ortaklaşa ilanı ile hükümetler en azından

³¹ Örneğin; İsrail, İspanya, Şili

para politikasının baskınlığını kabul ederek uyumlu bir politika izleyeceklerini kamuoyuna taahhüt ederler.

Türkiye’de ekonomi, siyasi gelişmelerden ciddi şekilde etkilemekte ve çok çabuk tepki vermektedir. Bu nedenle Türkiye için hedefin hükümet ve merkez bankası tarafından ortaklaşa açıklanması programın güvenilirliği açısından son derece önemlidir.

5.3.2. Fiyat Endeksi

Seçilecek fiyat endeksi, güvenilir, şeffaf ve kontrol edilebilir olmalıdır. Şeffaflığın ve güvenilirliğin sağlanması, kamuoyu tarafından doğru ve kolayca anlaşılabilir bir endeksle gerçekleşebilir. Bu noktada, her ay güncellenen, kamuoyu tarafından en kolay anlaşılabilen ve üzerinde manüplasyon yapılması olasılığı en düşük olan, bir başka deyişle güvenilir, bir endeks olan TÜFE uygun görülmektedir.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarından bazıları esneklik sağlamak amacı ile kontrol edilemeyen fiyat hareketlerini hariç tutan çekirdek enflasyonu seçmişlerdir. Türkiye’de ise özel imalat sanayi fiyat endeksi “çekirdek enflasyon” olarak tanımlanmıştır. Özel imalat sanayi fiyat endeksinin ya da merkez bankası tarafından kontrolü daha kolay olacak yeni bir “çekirdek enflasyon” tanımlanmasının esnekliği arttıracığı kesindir. Ancak bu endeksin de kamuoyu tarafından güvenilir ve kolayca anlaşılabilir olması sağlanmalıdır.

Sonuç olarak, Türkiye, TÜFE veya çekirdek enflasyondan şeffaflık ve kontrol edilebilirlik açısından en etkinini seçmek durumundadır. Yeni bir çekirdek enflasyon tanımlanmasının kamuoyu tarafından anlaşılması zaman gerektireceğinden Türkiye için ana endeks olarak TÜFE’nin seçilmesi uygun olacaktır.

5.3.3. Şokların Kamuoyuna Açıklanması

Tahmin edilemeyen dışsal şoklar belirlenen hedeften sapmalara yol açabilir. Yeni Zelanda, Çek Cumhuriyeti, Kanada ve Güney Afrika enflasyon hedeflemesi uygulamalarında, belli bazı dışsal şoklar nedeni ile hedeflerden sapmalar olabileceğini kamuoyuna açıklamışlardır. Buradaki temel amaç,

merkez bankası para politikalarının ve enflasyon hedefinin güvenilirliğini korumaktır. Örneğin Çek Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın internet sitesinde sıraladığı dışsal faktörlerden önemli olanlar şunlardır:

- Dünya ham madde fiyatlarında ve enerji üretimi materyallerinde meydana gelebilecek olan büyük dalgalanmalar.
- Ulusal para politikası ve iç ekonomik koşulların dışında, Korunanın değerinde meydana gelebilecek olan büyük değişiklikler.
- Tarımsal üretim şartlarında, bu ürünlerin fiyatlarında büyük dalgalanmalara yol açabilecek olan değişiklikler.
- Doğal felaketler ve genel fiyatlar genel düzeyini etkileyebilecek olan diğer olağan dışı gelişmeler.
- Dolaylı vergilerde gerçekleşebilecek olan basamak değişiklikleri.

Türkiye Ortadoğu'da stratejik bir bölgede yer aldığından dışsal şokların ekonomiyi etkileme ihtimali hep olmuştur. Bunun yanında Türkiye'nin büyük bölümünün fay hattı üzerinde olması, bazı bölgelerinin ise sel ve heyelan tehdidi altında bulunması doğal felaketlerin ekonomiyi etkileme ihtimalini hesaba katmayı gerektirir. Sonuç olarak, para politikası hedefleri belirlenirken hangi hallerde bu hedeflerin değiştirilebileceği veya iptal edilebileceği program uygulamaya geçilmeden önce kamuoyuna açıklanmalıdır.

5.3.4. Nokta ya da Bant Hedefi

Enflasyon hedeflemesinde belirlenmesi gereken önemli bir nokta da hedefin bant olarak mı yoksa nokta olarak mı tanımlanması gereğidir. Bu konu her ne kadar teknik bir mesele gibi görünse de esasen, merkez bankasının güvenilirliği ve enflasyonun düşüş hızı konularında ipuçları vermektedir. Merkez bankası hedefi aştığında ya da altında kaldığında güvenilirliği sorgulanacaktır.

Bant hedeflemesinin en önemli avantajı para politikalarına esneklik sağlamasıdır. Bant içinde kalındığı sürece para otoriteleri diğer parasal büyüklükleri ya da üretim düzeyini etkileyecek müdahalelerde bulunabilirler. Ayrıca bant, nokta hedefin tutturulmasındaki belirsizliğin de bir ölçüsü olarak

düşünülebilir. Bu anlamıyla bant sınırları literatürde tolerans limitleri olarak adlandırılmıştır. Uygulamada, genel olarak bu limitlerin 0-3.5 aralığında değiştiği söylenebilir (Tablo 5.3.4.1).

Alternatif olarak bazı ülkeler kalın nokta (thick point) olarak adlandırılan hedefler belirlemiştir.³² Buna göre, nokta hedef yerine bir nokta çevresinde artı eksi 1 puan ya da iki noktadan oluşan hedefler belirlenmektedir. Bu hedef bir nokta çevresindeki merkezi temayülü göstermesi açısından önemlidir.

Tablo 5.3.4.1. SEÇİLMİŞ ÜLKELERİN HEDEFLERİ

| Ülkeler | Nokta Hedef | Bant Hedefi | Kalın Nokta |
|-----------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Brezilya | 3.50% | | |
| İngiltere | 2.50% | | |
| İsveç | 2% | | |
| Norveç | 2.50% | | |
| Çek Cumhuriyeti | | % 3-5 | |
| İsrail | | % 2-3 | |
| Kanada | | % 1-3 | |
| Kore | | % 2-4 | |
| Tayland | | % 0-3.5 | |
| Şili | | % 2-4 | |
| Avustralya | | | % 2-3 |
| Peru | | | % 2.5 ± 1 |

Kaynak: İlgili ülke merkez bankaları internet siteleri (www.bcb.gov.br, www.bankofengland.co.uk, www.riskbank.se, www.noreges-bank.no, www.cnb.cz, www.bankisrail.gov.il, www.bank-bankue-canada.ca, www.bok.or.kr, www.not.or.th, www.bcenral.cl, www.rba.gov.au, www.bcrp.gop.pe).

Bunların dışında enflasyon için bir tavan da hedeflenebilir. Tavan hedef, aşağı doğru enflasyon beklentilerinde para politikasına önemli ölçüde esneklik sağlayacaktır. Böylece kamuoyuna, tavan hedeften aşağıda çıkan

³² Örneğin Avustralya ve Peru.

bir enflasyon oranı için alt sınır belirlenmediğinden, aşağı doğru her hareketin özellikle gelişmekte olan ülkeler için tolere edilebileceği sinyali verilmektedir.³³ Şu ana kadar sadece Meksika % 4.5'lik bir tavan hedef açıklamıştır.

Kriz sonrası dalgalı kur rejimine geçen diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye de enflasyon hedeflemesinin ilk aşamasında bağlayıcılığı olan bir hedef seçmelidir. Bu, nokta ya da kalın nokta hedefi olabilir. Ayrıca bu hedefte aşağı doğru sapmaların da tolere edilmesi ve bu durumun kamuoyuna açıklanması da uygun olacaktır. İlk etapta bağlayıcılığı olan ve diğer tüm hedeflere göre önceliği bulunan bir enflasyon hedefi kamuoyu tarafından da makul karşılanacaktır. Enflasyon istenilen seviyelere düşürüldükten sonra ise bant hedefe geçilerek esnekliği daha fazla olan, diğer makro büyüklüklerin de hedeflenebileceği bir para politikasına geçilebilir.

5.3.5. Hedefleme Dönemi

Üçüncü bölümde değinildiği üzere hedefleme süresinin belirlenmesi mevcut enflasyon oranına ve merkez bankası güvenilirliğine bağlıdır. Güvenilirliği az olan bir merkez bankasının uzun dönem hedefleri, kamuoyu tarafından inandırıcı bulunmayabilir. Güvenilirlik probleminden dolayı kamuoyu, beklentilerini daha kısa vadede ve hedeflenen orandan farklı oluşturabilir. Bu durumda uzun vadeli enflasyon hedefinin yanı sıra kısa vadeli hedefler belirlenmesi ve bu hedeflerin gerçekleşmeleri hakkında kamuoyuna sürekli bilgi verilmesi uygun olacaktır. Kısa dönemli hedeflerin belirlenmesinde en önemli etken aktarma mekanizmasının gecikme süresidir.

TCMB son dönemlerde yaşanan ekonomik krizlerin ardından güvenilirliğini yeniden tesis etme aşamasındadır. Bunun yanında kronikleşen siyasi istikrarsızlık, para politikası otoritelerine uzun dönemli plan yapma olanağı tanımamaktadır. Böyle bir ortamda, uzun dönemli enflasyon hedefinin yanı sıra kısa dönemli performans hedefleri de belirlemek para politikasının bağlayıcılığı açısından uygun olacaktır. Kısa dönemin süresi ise aktarma mekanizmalarının gecikme süresine paralel olarak belirlenmelidir.

³³ Örneğin Clifton (1999).

Kısa dönem hedefi, diğer bir çok enflasyon hedeflemesi uygulayıcısı ülkeler gibi yıllık olarak belirlenebilir. Ayrıca aylık olarak yayınlanan enflasyon raporları ile programın performansı konusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi uygun olacaktır.

5.3.6. Şeffaflık

Şeffaflık güvenilir bir politikanın ön koşuludur. Şeffaf bir program açık, basit ve anlaşılabilir olmalıdır. Özellikle enflasyon hedeflemesi yapan güvenilir tüm merkez bankaları şeffaf bir politika uygulamaktadırlar. Enflasyon raporları, resmi konuşmalar, aylık istatistikler vb. yöntemlerle merkez bankaları halkı hedefler ve gerçekleşme oranları konusunda bilgilendirmektedirler. Bernanke ve diğerleri (1999) şeffaf bir politika ile merkez bankalarının halka şu bilgileri vermeyi amaçladıklarını belirtmişlerdir: (1) Para politikası hedefleri ve kısıtları; (2) hedeflerin rakamsal değerleri ve gerçekleştirmeler; (3) mevcut koşullarda hedeflere nasıl ulaşılabileceği; (4) hedeflerden sapmaların nedenleri.

TCMB Kasım 2001 tarihinden itibaren para politikası uygulamaları ve ekonomik gelişmeleri içeren "Para Politikası Raporu"nu yayınlamaktadır. Bu raporda ilgili dönem fiyat gelişmeleri, para ve kur politikası, mali piyasalar, kamu maliyesi ve iç borç stoku, genel denge, ödemeler dengesi, para politikasında ileriye dönük enflasyon değerlendirmeleri konularındaki gelişmeler ve beklentiler yer almaktadır. Bunun yanında TCMB internet sitesi hemen bütün makro büyüklüklere ve TCMB bilançosunun alt kalemlerine ilişkin geniş bir veri tabanına sahiptir ve sürekli güncellenmektedir. Ayrıca mevcut bulunan, TCMB bilançosunun alt kalemlerinden gösterge niteliğindeki para tabanı, net iç varlıklar ve net uluslararası rezervler hedefleri ile ilgili gerçekleştirmeler de hedefleme dönemi sona erdiği gün basın duyurusu ile kamu oyuna açıklanmaktadır. Bu itibarla hali hazırdaki program için TCMB'nin şeffaf bir politika izlediği söylenebilir. Enflasyon hedeflemesine geçildiğinde ise mevcut uygulamanın yeni programa uyarlanmış halinin devam ettirilmesi uygun olacaktır.

5.3.7. Politika Araçları

Enflasyon hedeflemesi uygulayıcısı gelişmiş ülkelerin hemen hepsi temel müdahale aracı olarak kısa dönemli faiz oranlarını kullanmaktadır. Dördüncü bölümde incelenen Taylor Kuralı'nın Türkiye uygulamasında kısa dönemli faiz oranları ile gerçekleşen enflasyon ve hedeflenen enflasyon farkı arasında gelişmiş ülke örneklerindeki benzer pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu bulunmuştur. Ancak yine aynı bölümde belirtildiği gibi bu ilişkinin derecesi sorgulanabilir niteliktedir.

Kalkan ve diğerleri (1997) enflasyon dinamiklerini ve aktarma mekanizması işleyişini açıklamak amacı ile Türkiye için gösterge niteliğindeki değişkenleri türetmişlerdir. Elde ettikleri sonuçlara göre enflasyonun en önemli açıklayıcıları interbank faizleri ve kur düzeyidir. Ancak, interbank faizleri en önemli açıklayıcı değişkenlerden olmasına rağmen, modeldeki işareti eksidir. Kalkan ve diğerleri (1997) eksi işaretin nedeni olarak şirketlerin artan maliyetlerini ve servet etkisi ile zenginleşen ekonomik birimlerin harcamalarını göstermişlerdir. Yüksek enflasyon seviyelerinde kısa dönemli faiz oranlarının temel müdahale aracı olarak kullanılmasının etkin olmayacağı söylenebilir. Ancak, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kısa dönemli faiz oranlarından başka etkin bir müdahale aracı da bulunmamaktadır.

5.4. Sonuç

Sonuç olarak, ikinci bölümde değinildiği üzere, fiyat istikrarının sağlanması para politikasının öncelikli amacı olarak kabul görmüştür. Bu amaca ulaşmak için hangi politikanın izleneceği ise ülkenin, ekonomik ve sosyal koşullarına bağlı olmaktadır. Bu politikaların uzun bir dönem için uygulanacağı düşünüldüğünde bağlayıcılığı olan önceden ilan edilmiş ve kamuoyu tarafından rahatça anlaşılabilir olacak olan bir nominal değişken hedefinin varlığı son derece önemlidir. Hedefin belirlenmesi ve kamuoyuna açıklanması enflasyon beklentilerini sabitlemenin ilk adımıdır. İkinci adım ise belirlenen politikanın tavizsiz yürütüleceğine ilişkin para politikası otoritelerince yapılacak olan taahhütlerdir.

Çalışmanın ikinci bölümünde nominal değişken hedefleme stratejileri tartışılmaktadır. Bu stratejilerden parasal büyüklük hedeflemesi, 1970 ve

1980'lerde çok sık olarak kullanılmıştır. Ancak finansal liberalizasyondan ötürü paranın dolaşım hızında meydana gelen değişmeler ve sürekli yeni enstrümanların piyasalara sunulması ile enflasyon ve parasal büyüklük arasındaki bağın zayıfladığı görüldüğünden bu strateji eski popüleritesini yitirmiştir.

Döviz kuru hedeflemesi enflasyon beklentilerini para biriminin sabitlendiği ülkedeki enflasyon beklentileri düzeyine indirmek amacı gütmektedir. Başarılı olduğu takdirde enflasyonda hızlı bir düşüş görülmektedir. Ancak bu politika para otoritelerinin yurt içi para politikasının kontrolünü kaybetmesine neden olarak, ülkeyi dış şoklara ve spekülatif ataklara açık hale getirmektedir.

GSYİH hedeflemesi ise çok fazla dışsal etkenin hesaba katılması gerekliliğinden etkin olarak uygulanması hayli zor bir rejimdir. Ayrıca açıklanan GSYİH sayısal hedefinin kamuoyu tarafından düşük bulunması ve hükümetin daraltıcı olmakla eleştirilebilmesi ihtimalinden ötürü de politika uygulayıcıları açısından popüler bulunmamaktadır.

Son yıllarda en popüler hedefleme stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi göze çarpmaktadır. Gelişmiş ülke örneklerinde görüldüğü üzere enflasyon hedeflemesi, enflasyonu düşürmek ve istikrara kavuşturmak açısından etkin bir para politikası rejimi olarak kullanılmış ve başarıya ulaşmıştır. Ekonomi literatüründe enflasyon hedeflemesi uygulamasının iki tane önemli ön koşulu olduğu görüşü hakimdir. Bunlar; para politikasının operasyonel bağımsızlığı ve başka herhangi bir ekonomik değişkenin hedef olarak belirlenmemesi koşullarıdır. Ancak, üçüncü bölümde değinildiği üzere gelişmekte olan ülkelerin bir çoğu bu ön koşulları tam olarak sağlayamamaktadırlar. Özellikle mali baskınlığın yoğun olduğu ülkelerde bu sorun daha da büyüktür.

Türkiye'de de Merkez Bankası geçmiş yıllarda önce parasal büyüklük hedeflemesi daha sonra da 2000 yılında, kur hedeflemesi stratejisi uygulamıştır. Ancak, Şubat 2001 krizi ile birlikte kur çapası terk edilmek zorunda kalınmıştır. Bunun üzerine TCMB kur çapasının terk edildiğine ilişkin yaptığı basın açıklamasında ileri bir tarihte enflasyon hedeflemesine

geçileceğini duyurmuştur. Aslında bu durum kur krizi yaşadıktan sonra enflasyon hedeflemesine geçen İspanya ve İngiltere'nin durumuna benzemektedir. Farklı olarak, Türkiye'de yüksek enflasyon, yüksek reel faizler ve yasa gereği operasyonel bağımsızlığı kısıtlı bir merkez bankası vardır. Dalgalı kur uygulamasının ardından TCMB kanunu değiştirilmiş, merkez bankasına operasyonel bağımsızlık tanınarak, para politikasının baskınlığının sağlanması yönünde önemli adımlar atılmıştır. Böylece yeni yasa ve dalgalı kur rejimi ile Türkiye, enflasyon hedeflemesinin en önemli iki koşulunu sağlamaya çalışmıştır. Bunun yanında, bankacılık ve finansal sistemin yeniden düzenlenmesini sağlayan kamu sektörü reformları da yapılmış ve bankacılık sektörünün daha sağlıklı çalışması amacını güden BDDK kurulmuştur. Ancak, enflasyon oranının ve faizlerin yüksek seviyelerde olması hedeflemeye geçmeden önce bir dezenflasyon sürecinin yaşanmasını gerekli kılmaktadır. Bu durum hali hazırdaki güçlü ekonomiye geçiş programında da belirtilmiştir.

Enflasyon hedeflemesine geçmeye uygun ortam sağlanana kadar parasal büyüklük hedeflemesi ile birlikte örtük enflasyon hedeflemesi yapılacak bu arada enflasyon makul bir seviyeye çekilmeye çalışılacaktır. Şüphesiz bu geçiş döneminde parasal büyüklük ve enflasyon hedeflerinin tutturulması merkez bankasının güvenilirliğini arttıracaktır. Bu arada TCMB enflasyon hedeflemesi için gerekli teknik çalışmaları yapmaktadır. Ancak, TCMB'nin tam enflasyon hedeflemesine geçmesi ve bunda başarılı olması için mali disiplinin kesintisiz sürdürülmesi gereği açıktır. Zira, borçların çevrilebilirliğinin tartışıldığı bir ortamda, merkez bankasının faiz oranlarını sadece enflasyon hedefi çerçevesinde belirlemesi uzun dönemde mümkün değildir. Bu çerçevede mali disiplinin devamı ve borçların kabul edilebilir düzeylere indirilmesi TCMB açısından en önemli sorun olarak görülmektedir.

KAYNAKÇA

- AKBOSTANCI E. ve E. Tunç. 2001 "Turkish Twin Deficits: An Error Correction Model of Trade Balance." ERC Working Papers, 01.06.
- BARRO R.J., ve D.B. Gordon. 1983 "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model." Journal of Political Economy, 91(4), 589-610.
- BERNANKE B., T. Laubach, F. Mishkin ve P. Adam. 1999. "Inflation Targeting." Princeton University Press. Vol. 1.
- BORATAV K. 2001. "2000/2001 Krizinde Sermaye Hareketleri." İşletme ve Finans, sayı 186, Eylül 2001.
- BLEJER I.M., M. Alfredo, P. Rabanal ve G. Schwartz. 2001. "Inflation Targeting in the Context of IMF-Supported Adjustment Programs." IMF Working Papers.
- CALVO, Guillermo A. 1978. "On the Time-Consistency of Optimal Policy in a Monetary Economy." Econometrica, 46, 1411-1428.
- CARAMAZZA F. ve J. Aziz. 1998. "Fixed or Flexible Getting the Exchange Rate Right in the 1990s" *IMF Economic Issues* No. 13, www.imf.org/external/pubs/ft/issues13/index.htm
- CELASUN, Merih. 2002. "2002 Krizi Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme." ODTÜ Uluslararası Ekonomi Kongresi, Ankara.
- CELASUN O., Gelos G., A. Prati. 2002. "Would "Cold Turkey" Work in Turkey?" IMF Working Paper.

- CLARIDA R., Gali ve M. Gerdler. 1996. "How Bundesbank Conducts Monetary Policy." NBER Working Paper No. 5581.
- CLARIDA R., Gali ve M. Gerdler. 1998. "Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence.", European Economic Review, 42, 1033-1067.
- CLIFTON Eric V. 1999. "Inflation Targeting: What is the Meaning of the Bottom of the Band?" IMF Policy Discussion Papers.
- COLETTI D. ve Brian O'Reilly. 1998. "Lower Inflation: Benefits and Costs." Bank of Canada Review.
- CUKIERMAN A. S. Webb ve B. Neyaptı. 1992. "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes." Worldbank Economic Review. 353-398.
- DEBELLE Guy. 1997. "Inflation Targeting in Practice." IMF Working Papers.
- DISYATAT Piti. 2001. "Currency Crisis and the Real Economy: The Role of Banks." IMF Working Papers.
- DOLADO J., Gonzales-Paramo J.M. ve J. Vinals. 1997. "A Cost Benefit Analysis of Going From Low Inflation to Price Stability in Spain." Federal Reserve of Bank of New York.
- DOMAÇ, İlker ve Alfonso Mendoza. 2002. "Is There Room For Forex Interventions Under Inflation Targeting Framework? Evidence From Mexico and Turkey." Ankara: TCMB Discussion Papers.
- EDWARDS, S. ve A. M. Savastano. 1999. "Exchange Rates in Emerging Economies , What Do We Know? What Do We Need to Know?", NBER Working Paper Series, No.7228.

- FELDSTEIN M. 1983. "Inflation, Tax Rules and Capital Formation." University of Chicago Press.
- FELDSTEIN M. 1996. "The Costs and Benefits of Going From Low Inflation to Price Stability." Working Paper 5469, National Bureau of Economic Research.
- FISCHER Andreas. 1995. "New Zealand's Experience with Inflation Targets." Inflation Targets, ed. by L.Leiderman and L.E.O. Svensson, London: CEPR.
- FISCHER Stanley. 1994. "Modern Central Banking." The Future of central Banking, Cambridge University Press.
- FRIEDMAN M. 1968. "The Role of Monetary Policy." American Economic Review. March, sayfa 1-17.
- FRIEDMAN M.B. 1988. "Lessons on Monetary Policy from the 1980's." Journal of Economic Perspectives. V.2, pp. 51-72.
- GHOSH A. ve S. Phillips. 1998. "Warning: Inflation May Be Harmful To Your Growth." IMF Staff Papers, Vol.45, No.4.
- GONZALEZ A.A. Luis ve Vera P.A. 2000. "Monetary Policy, Taylor's Rule and Endogenous Fluctuations.",
<http://www.ucm.es/BUCM/cee/doc/9919/9919.htm>.
- HALDENE Andrew G. 1995. "Targeting Inflation." Bank of England.
- HALL, R. ve G. Mankiw.1994. "Nominal Income Targeting." NBER Working Paper, No.W4439.

HAZIROLAN, Ufuk. 1999. "Inflation Targeting: Japanese Case and Prospects for Turkey." Ankara, Hazine Müsteşarlığı, EAGM.

International Monetary Fund. 1996. World Economic Outlook, Washington D.C.

KALKAN M., A. Kıpıcı ve A. Peker. 1997. "Leading Indicators of Inflation in Turkey.", Irving Fisher Committee Bulletin, November, 1997.

KESRİYELİ Mehtap ve Cihan Yalçın. 1998. "Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not." TCMB Tartışma Tebliği.

KYDLAND F.E. ve E.C. Prescott. 1977. "Rules Rather Than Discretion: The inconsistency of Optimal Plans." Journal of Political Economy, 85(3), 473-91.

MALATYALI N. K. 1998."Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği." DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Çalışma Raporları: 1998-01.

MASSON R. Paul, A.M.Savastano ve S. Sharma. 1997. "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries." IMF Working Paper.

MINELLA Andre, P. S. Freitas, I. Goldfajin, M.k. Muinhos. 2003. "Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility Under Exchange Rate Volatility." <http://www.uni-kiel.de/ifw/konfer/latinamerica/freitas.pdf>

MISHKIN Frederic. 1999. "International Experiences With Different Monetary Policy Regimes." NBER Working Papers 6965.

MUTH j. 1961. "Rational Expectations and the Theory of Price Movements." Econometrica. 39, 315-334.

- MUSSA M., Masson P., Swoboda A., Jadresic E., Paolo M. ve Berg A. 2000. "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy", *IMF Occasional Paper 193*,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/op/193/index.htm>
- NICHOLL, P. ve D. Archer. 1992. "An Announced Downward Path for Inflation." Reserve Bank of New Zealand Bulletin 55(4).
- PHELPS Edmund. 1968. "Moeny Wage Dynamics and Labor Market Equilibrium." Journal of Political Economy 76(4).
- SARGENT T.J. ve N. Wallace. 1978. "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule." Journal of Political Economy. Sayı 83, 241-254.
- SARGENT T.J. ve N. Wallace. 1981. "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic." Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Winter, s. 8-19.
- SCHMIDT-HEBBEL K., M. Tapia. 2002. "Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation-Targeting Countries." Central Bank of Chile Working Papers. No. 166.
- SERDENGECİTİ, S. 2001. "2001 Yılı Para Politikası Raporu." Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nda gerçekleştirilen basın toplantısının metni. www.tcmb.gov.tr.
- SERDENGECİTİ, S. 2002. "Fiyat İstikrarı." Siyasal Bilgiler Fakültesi'nde gerçekleştirilen konuşma metni. www.tcmb.gov.tr.
- SHEN C. David R. H., Brown K. 1999. "Time-Varying Response of Monetary Policy to Macroeconomic Conditions. Southern Economic Journal. 65 (3), 584-593.

- TABAN, Sami. 2000. "Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye İçin Bir Model Olabilir mi?" İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, 175:23-25.
- TANZI V., H. Davoodi. 1997. "Corruption, Public Investment and Growth." IMF Working Paper.
- TAYLOR J.B. 1993. "Discretion Versus Policy Rules in Practise." Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 39, pp. 195-214.
- TELATAR E. 2002. "Fiyat İstikrarı". İmaj Yayınevi.
- UYGUR E. 2001. "2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri Üzerine Değerlendirmeler." Mülkiye, Cilt 25, Mart-Nisan 2001.
- VINALS Jose. 1998. "Monetary Policy and Inflation: From Theory to Practice." Centre for Economic Policy Research Discussion Paper Series, No. 1821.
- YELDAN E. 2001. "Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi." İletişim yayınları.
- YELDAN E. 2002. "TCMB Uzman Yardımcılığı Kurs Notları."

İNTERNET KAYNAKLARI

www.bank-bankue-canada.ca (17.06.2002).

www.bankisrail.gov.il (11.06.2002).

www.bankofengland.co.uk (11.06.2002).

www.banrepgov.co (02.02.2003).

www.banxico.org.mx (02.02.2003).

www.bcentral.bc (02.02.2003).

www.bcb.gov.br (65.02.2002).

www.bcrp.gop.pe (05.02.2003).

www.bok.or.kr (03.03.2003).

www.cnb.cz (23.02.2003)

www.die.gov.tr (09.03.2003).

www.dpt.gov.tr (11.05.2003).

www.hazine.gov.tr (10.05.2003).

www.latinbusinesschronicle.com (12.06.2003).

www.noreges-bank.no (25.05.2003).

www.not.or.th (22.05.2003).

www.rba.gov.au (26.05.2003).

www.rbnz.gov.nz (21.05.2003).

www.riskbank.se (05.05.2003).

www.tcmb.gov.tr (06.06.2003).