



ALTERNATİF PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ VE ENFLASYON HEDEFLERİ STRATEJİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Hafize AKBAŞ AKER

VERGİ RAPORU DERGİSİNİN ÜCRETSİZ EKİDİR



VERGİ DENETMENLERİ DERNEĞİ
EĞİTİM YAYINLARI SERİSİ : 18

**ALTERNATİF PARA
POLİTİKASI STRATEJİLERİ
VE ENFLASYON
HEDEFLEME STRATEJİSİ:
TÜRKİYE ÖRNEĞİ**

Hafize AKBAŞ AKER

ANKARA, 2009

Vergi Denetmenleri Derneği

Genel Merkezi

Cihan Sokak No: 13/7 Sıhhiye / ANKARA

Tel: (0312) 231 80 19

Fax: (0312) 231 80 65

Web Adresi: www.vdd.org.tr

e-mail: vdd@vdd.org.tr

Mizanpaj&Kapak Tasarım

Aren Reklam Tanıtım Dış. Ltd. şti.

Dr. Mediha Eldem Sok. No: 38/15 Kızılay - ANKARA

Tel: (0 312) 430 70 81

www.arentanitim.com.tr

Baskı

EPAMAT Basım Yayın Ambalaj Reklam Promosyon Ltd.

řti. İvedik OSB Merkez Sanayi Sitesi 538. Sok. No:35

İvedik - ANKARA

(0 312) 394 48 63-64

ÖNSÖZ

Enflasyon oranları para politikasını etkileyen en önemli değişkenlerin başında gelmektedir. Piyasalarla ilgili belirsizlikler ve istikrarsız fiyatlar ekonomideki olumlu gelişmeleri engellemekte ve enflasyonist beklentiler ortaya çıkarmaktadır. Bu yüzden son yıllarda para politikasının öncelikli hedefi olarak fiyat istikrarının sağlanması ön plana çıkmıştır. Tüm bunlar fiyatları ve beklentileri istikrara kavuşturacak ve piyasalara güvenilir bilgi sağlayacak olan nominal bir çıpa gereksinimini ortaya çıkarmıştır. Faiz oranı, döviz kuru ve parasal büyüklükler bu konuyla ilgili yaygın bir şekilde kullanılırken şimdilerde bir nominal çıpa olarak enflasyon kullanılmaya başlanmıştır.

1990 yılında ilk olarak Yeni Zelanda ile başlayan enflasyon hedefleme stratejisini 2006 yılından itibaren Türkiye ile birlikte yirmiden fazla ülke uygulamaya başlamıştır. Enflasyon hedefleme stratejisinin başarılı olabilmesi için ülkeler tarafından çeşitli kurumsal alt yapı çalışmalarının tamamlanmış olması gerekmektedir. Örneğin ülke merkez bankalarının amaç ve araç bağımsızlığını elde etmiş olması; ülke mali disiplininin sağlanmış olması; istikralı mali sistem ile gelişmiş mali piyasaların olması gerekir. Bu yapılırken de enflasyon hedefleme stratejisinin şeffaf, güvenilir ve esnek bir yapıda olması programın başarısı açısından önemlidir.

Bu bağlamda, enflasyon hedefleme stratejisinin temel özellikleri, ön koşulları avantaj ve dezavantajlarına değinilmiş; Türkiye’de enflasyon hedefleme stratejisinin uygulama sonuçları ele alınmıştır.

Çalışma boyunca bana değerli yorumları ve yardımları ile destek veren; bu çalışmanın gerçekleştirilmesinde büyük emekleri olan saygı değer hocalarıma ve meslektaşlarıma, bu çalışmanın basılı bir eser haline gelmesini sağlayan Vergi Denetmenleri Derneği’ne, çalışmanın her aşamasında bana maddi ve manevi destek veren aileme ve sevgili eşim Halim AKER’e gösterdikleri anlayış ve sabır nedeniyle sonsuz teşekkür ediyorum.

Hafize AKBAŞ AKER
Vergi Denetmen Yardımcısı

ÖZET

Enflasyon 1970'lerde ciddi bir sorun olarak dünya gündemine geldikten sonra fiyat istikrarı para politikalarının öncelikli hedefi haline gelmiştir. Para politikası uygulamaları sosyal ve ekonomik şartlara ve merkez bankalarının konumlarına göre ülkeden ülkeye farklılıklar göstermesine rağmen, fiyat istikrarı nihai hedef olmadaki kritik önemini korumuştur. 1970'lerin ikinci yarısına gelindiğinde birçok ülke faiz oranı ve döviz kuru hedeflemesini bırakmış, bunun yerine parasal büyüklükleri öne çıkarmışlardır. Parasal hedeflemenin başarılı olabilmesi, hedeflenen parasal büyüklükler ile enflasyon arasında uzun dönemli ve istikrarlı bir ilişkinin varlığına bağlı olmaktadır. Kısaca para talebinin istikrarlı olması gerekmektedir. 1990'lardan sonra, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemelerinin enflasyonu önlemede başarısız olmasından sonra yeni bir strateji olarak enflasyon hedeflemesine geçilmiştir.

Döviz kuru ve parasal büyüklüklerin ara hedef olarak kullanılmasının fiyat istikrarını sağlamada başarısız olması, alternatif bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi stratejisini ortaya çıkarmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, parasal büyüklükler ve/veya döviz kuru gibi ara hedefler yerine doğrudan doğruya enflasyonun hedeflenmesini içeren bir para politikası stratejisidir. Bu stratejiye göre, para otoriteleri para politikasını önceden ilan edilmiş ve orta vadeli sayısal bir enflasyon hedefini gerçekleştirmek için uygulanmalıdır. Şeffaflık ve hesap verme de enflasyon hedeflemesinin çok önemli bileşenleridir. Enflasyon hedefleme stratejisine geçilebilmesi, bazı ön koşulların yerine getirilmesine bağlıdır. Söz konusu ön koşullar; merkez bankasının bağımsız olması, para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı olması, mali baskınlığın olmaması, istikrarlı mali sistem ve gelişmiş mali piyasaların olmasıdır.

Bu bağlamda çalışmanın amacı, para politikasının amaç ve araçları teorik olarak tanımlandıktan; alternatif para politikası stratejileri olan, döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, faiz oranı hedefleme ve nominal gelir hedefleme stratejilerinin tanımları yapılarak, avantaj ve dezavantajları sıralandıktan sonra çalışmanın asıl konusu olan enflasyon hedefleme stratejisini ayrıntılı bir şekilde incelemektir. Ayrıca 2002-2005 yılları arasında Türkiye'de uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi sonucunda, 2006 yılında açık (doğrudan) enflasyon hedefleme stratejisine geçen Türkiye'nin bu para politikası sonucunda fiyat istikrarı konusunda geldiği son noktayı değerlendirmektir.

Anahtar Kelimeler:

1. Alternatif Para Politikası Stratejileri,
2. Enflasyon Hedefleme Stratejisi,
3. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi,
4. Parasal Hedefleme Stratejisi,
5. Faiz Oranı Hedefleme Stratejisi,
6. Nominal Gelir Hedefleme Stratejisi,
7. Para Politikası ,
8. Türkiye'de Enflasyon Hedefleme Stratejisi

ABSTRACT

Alternative Monetary Policy Strategies and Inflation Targeting Strategy: The Turkish Case, Ankara – 2009

Price Stability has been a primary target for monetary policies because of the issue of inflation emerging as a serious problem in 1970s. Although monetary policy applications have different features across the countries according to their social and economic conditions and the positions of their central banks, price stability has kept this critical importance as being the ultimate goal. In the second half of the 1970s many countries have left the interest rate and exchange rate targeting, instead they have led to monetary aggregates. That monetary targeting being successful depends on long term stable relation the targeted monetary aggregates and inflation. In short, money demand is supposed to be stable. After 1990s, it is carried out inflation targeting such a new strategy, since monetary targeting and exchange rate targeting methods couldn't manage to eliminate inflation.

Exchange rate and monetary aggregates that have been used as an intermediate target have failed to achieve price stability, so inflation targeting has been occurred as an alternative monetary policy strategy. Inflation targeting strategy is a monetary policy strategy which contains directly inflation targeting instead of monetary variables and/ or intermediate targets as exchange rate. According to this strategy monetary authorities have to implement monetary policy for achieving predetermined and publicly announced medium term numerical inflation target. Transparency and accountability are also very important elements of inflation targeting strategy. In order to perform inflation targeting strategy, some pre-conditions must be achieved. These are; central bank's independency, price stability as the primary target of monetary policy, eliminated fiscal dominancy, stable fiscal system and developed fiscal markets.

In this sense, the aim of this study is: To define the goals and tools of monetary policy theoretically; to define the alternative monetary policy strategies such as exchange rate targeting, monetary targeting, interest rate targeting and nominal income targeting strategies; to array the advantages and disadvantages of these alternative strategies and to analyse the inflation targeting strategy, which is the main aim of the study, in detail. Besides, implicit inflation targeting which is carried out in Turkey in 2002-2005 period, direct inflation targeting strategy which began after the implicit inflation targeting in Turkey in 2006 and the state of the price stability as a consequence of the direct inflation targeting strategy will be analysed.

Key Words:

1. Alternative Monetary Policy Strategies,
2. Inflation Targeting Strategy,
3. Exchange Rate Targeting,
4. Monetary Targeting Strategy,
5. Interest Rate Targeting Strategy,
6. Nominal Income Targeting Strategy,
7. Monetary Policy,
8. Inflation Targeting Strategy in Turkey.

İÇİNDEKİLER

1. GİRİŞ.....	15
2. PARA POLİTİKASI AMAÇ VE ARAÇLARI.....	18
2.1.PARA POLİTİKASININ TANIMI.....	18
2.2.PARA POLİTİKASININ AMAÇLARI.....	19
2.2.1.Fiyat İstikrarı ve Düşük Enflasyon	20
2.2.2.Tam İstihdam ve Ekonomik Büyüme	23
2.2.3.Finansal Piyasaların ve Faiz Oranlarının İstikrarı	24
2.2.4.Ödemeler Bilançosu Dengesi	24
2.3.PARA POLİTİKASINDA ZAMAN TUTARSIZLIĞI.....	24
2.4.PARASAL AKTARIM MEKANİZMASI	28
2.5.PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	30
2.5.1.Para Politikasının Doğrudan (Direkt) Araçları	33
2.5.1.1.Faiz Oranları Kontrolleri.....	35
2.5.1.2.Kredi Tavanı Kontrolleri	35
2.5.1.3.Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları.....	37
2.5.1.4.Disponibilite Uygulaması	37
2.5.1.5.Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi	37
2.5.1.6.Hisse Senedi Ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü	38
2.5.1.7.Tüketici Kredilerinin Kontrolü	38
2.5.1.8.Özel Mevduatlar.....	38
2.5.1.9.Merkez Bankasının Moral Takviyesi.....	38
2.5.1.10.Reklâm Ve Resmi Olmayan Öğütler.....	39
2.5.2.Para Politikasının Dolaylı (Endirekt) Araçları	39
2.5.2.1.Açık Piyasa İşlemleri.....	43
2.5.2.1.1. Doğrudan Satım	43
2.5.2.1.2. Geri Alım Vaadiyle Satım (Ters Repo).....	44
2.5.2.1.3. Doğrudan Alım	44
2.5.2.1.4. Geri Satım Vaadiyle Alım (Repo).....	44
2.5.2.1.5. Depo (Mevduat) Alımı ve Satımı	45
2.5.2.1.6. Merkez Bankası Likidite Senedi İhraçları	45
2.5.2.2.Döviz – Efektif İşlemleri	51
2.5.2.3.Reeskont Penceresi İşlemleri	52
2.5.2.4.Zorunlu Karşılık Oranı.....	57
2.6.TÜRKİYE'DE UYGULANMAKTA OLAN PARA POLİTİKASI ARAÇLARI	58

2.6.1.Açık Piyasa İşlemleri.....	61
2.6.1.1.Doğrudan Alım.....	62
2.6.1.2.Doğrudan Satım.....	62
2.6.1.3.Geri Satım Vaadiyle Alım (Repo)	63
2.6.1.4.Geri Alım Vaadiyle Satım (Ters Repo)	63
2.6.2.Reeskont Oranı	64
2.6.3. Zorunlu Karşılık Oranı	65
2.6.4. Bankalararası Para Piyasası Faiz Oranı.....	66
3. ALTERNATİF PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ	67
3.1.GİRİŞ	67
3.2.Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi.....	68
3.2.1.Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin Tanımı	68
3.2.2. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin Avantajları	73
3.2.3.Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin Dezavantajları	76
3.3.PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİ (PARA MİKTARI HEDEFLEMESİ).....	81
3.3.1. Parasal Hedefleme Stratejisinin Tanımı	81
3.3.2 Parasal Hedefleme Stratejisinin Avantajları.....	85
3.3.3. Parasal Hedefleme Stratejisinin Dezavantajları.....	87
3.4.FAİZ ORANI HEDEFLEME STRATEJİSİ	89
3.4.1.Faiz Oranı Hedefleme Stratejisinin Tanımı	89
3.4.2.Faiz Oranı Hedefleme Stratejisinin Avantaj ve Dezavantajları	92
3.5.NOMİNAL GELİR HEDEFLEME STRATEJİSİ	93
3.5.1.Nominal Gelir Hedefleme Stratejisinin Tanımı	95
3.5.2.Nominal Gelir Hedefleme Stratejisinin Avantaj ve Dezavantajları	95
3.6.ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİ	97
3.6.1.Enflasyon Hedefleme Stratejisinin Genel Tanımı	97
4. ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİ	98
4.1.ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİNİN TANIMI VE ÖZELLİKLERİ	98
4.2.ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİNİN ÖNKOŞULLARI.....	103
4.2.1. Merkez Bankası Bağımsızlığı	103
4.2.2. Merkez Bankasının Tek Hedefinin Enflasyon Olarak Belirlenmesi.....	108
4.2.3. Mali Baskınlığının Olmaması	109
4.2.4.İstikrarlı Mali Sistem.....	114
4.2.5. Gelişmiş Mali Piyasalar	115
4.3.ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN STRATEJİK ÖZELLİKLERİ.....	116
4.3.1. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik	116

4.3.2.Güvenirlilik	119
4.3.3.Esneklik	119
4.3.4.İleriye Yönelik Bir Yaklaşım Benimsenmesi	120
4.4.ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN OLUŞTURULMA SÜRECİ	121
4.4.1.Enflasyon Hedeflemesinde Esas Alınacak Endeksin Seçimi.	121
4.4.2.Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi	123
4.4.3.Bant, Aralık yada Nokta Hedef Seçimi	125
4.4.4.Zaman Aralığının Saptanması	127
4.4.5.Karar Alma Mekanizması ve Kararların Açıklanması	129
4.4.6.Diğer Politika Hedefleri İle Etkileşimi	130
4.5.KAMUOYU TARAFINDAN ANLAŞILMASININ SAĞLANMASI	131
4.6.ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİNİN AVANTAJLARI	131
4.7.ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİNİN DEZAVANTAJLARI	133
4.8.SEÇİLMİŞ ÜLKE ÖRNEKLERİ İLE ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİ.....	135
4.8.1.Yeni Zelanda	139
4.8.2.Brezilya	146
4.8.3.Şili	152
5. TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİ	153
5.1.TÜRKİYE'DE ENFLASYON OLGUSUNUN TARİHSEL GELİŞİMİ VE ÖNLENEMEYEN YÜKSELİŞİ.....	153
5.2.DÖNEMLER İTİBARIYLA TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ	158
5.2.1. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi	158
5.2.2. Parasal Hedefleme Stratejisi.....	162
5.3.TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİNE GEÇİŞ SÜRECİ	164
5.4.TÜRKİYE'DE MERKEZ BANKASI BAĞIMSIZLIĞI.....	166
5.5.ÖRTÜK ENFLASYON HEDEFLEMESİ(2002-2005)	171
5.6.AÇIK (DOĞRUDAN) ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİ	176
5.6.1. Türkiye'de Enflasyon Hedefinin Oluşturulma Süreci.....	177
5.7.ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİNİN SONUCU.....	182
5.8.BEKLENTİLER VE GELECEK	199
6. SONUÇ.....	203
KAYNAKÇA	206

KISALTMALAR

API	:Açık Piyasa İşlemleri
BOE	:İngiltere Merkez Bankası
CMN	:Ulusal Para Konseyi
COPOM	:Para Politikası Komitesi
CPIX	:TÜFE Enflasyon Oranı (Yeni Zelanda)
DİBS	:Devlet İç Borçlanma Senedi
DVP	:Ödeme Sistemi
EFT	:Elektronik Fon Transferi
EMKT	:Elektronik Menkul Kıymet Transferi
EMS	:Avrupa Para Sistemi
EMU	:Avrupa Parasal Birliği
ERM	:Döviz Kuru Mekanizması
ESCB	:Avrupa Merkez Bankaları Sistemi
FED	:ABD Merkez Bankası
GSMH	:Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	:Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	:Uluslararası Para Fonu
IPCA	:Tüketici Fiyat Endeksi (Brezilya)
İMKB	:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KDV	:Katma Değer Vergisi
Kurul	:Para Politikası Kurulu
PTA	:Politika Hedef Anlaşmaları
O/N	:Gecelik Vade
SPK	:Sermaye Piyasası Kurulu
TBMM	:Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCMB	:Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	:Toptan Eşya Fiyatları Endeksi'nin
TMSF	:Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TOBB	:Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği
TÜFE	:Tüketici Fiyat Endeksi
ÜFE	:Üretici Fiyat Endeksi
YTL	:Yeni Türk lirası
YZRB	:Yeni Zelanda Rezerv Bankası

TABLolar LİSTESİ

- Tablo-1: Alternatif Para Politikası Stratejileri 67
- Tablo-2 : Hedef Aralığı 126
- Tablo-3: Zaman Aralığı 128
- Tablo-4: Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Bazı Ülkelerde Enflasyon ve Büyüme Oranları 135
- Tablo-5: Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Tüfe Artış Oranları 136
- Tablo-6: Ülkelerin Seçilmiş Özellikleri 137
- Tablo-7: Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları 138
- Tablo-8: Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Uygulanan Bazı Ülkelere Göre Özellikleri 138
- Tablo-9: 1939-2001 Döneminde Türkiye’de TÜFE ve TEFE Oranları 154
- Tablo-10: 2002-2005 Döneminde Hedef ve Gerçekleşmeler 172
- Tablo-11: 2006 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası Ve Belirsizlik Aralığı 184
- Tablo-12: 2007 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı 188
- Tablo-13: 2008 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası ve Belirsizlik Aralığı 195
- Tablo-14: TCMB Raporlarına Göre Enflasyon Öngörülleri 199

ŞEKİLLER LİSTESİ

- Şekil-1: Parasal Hedefleme Stratejisinin Dezavantajları 88
- Şekil-2: Enflasyon Patikasının Görünümü 179

1. GİRİŞ

Para, günümüz modern piyasa ekonomilerinin işleyişinde önemli bir unsurdur. Bir ekonominin verimli ve etkin çalışabilmesi en başta, ulusal paranın yurtiçi ve yurtdışı değerinin istikrarlı olmasına bağlıdır. Enflasyonun 1970'lerde ciddi bir sorun olarak dünya gündemine gelmesinden sonra fiyat istikrarının sağlanması para politikalarının öncelikli hedefi haline gelmiştir. Para politikası uygulamaları sosyal ve ekonomik şartlara ve merkez bankalarının konumlarına göre ülkeden ülkeye farklılıklar göstermesine rağmen, fiyat istikrarı nihai hedef olmayı sürdürmüştür.

Son yıllarda merkez bankalarının kanunlarında yapılan değişiklikler, para politikasının temel amacının uzun dönemde fiyat istikrarının sağlanması olduğu konusunda konsensüse varıldığını göstermektedir. Burada temel problem bu hedefe ulaşmak için hangi para politikası stratejisinin en iyi olduğu belirleyebilmektir. Eğer amaç fiyatlar genel seviyesinin istikrarını sağlamaksa, öncelikle enflasyon olgusunu tartışmalı ve daha sonra alternatif para politikası stratejileri arasından ekonomiyi durgunluğa ve olası bir finansal krize götürmeden bu problemi en etkin bir şekilde çözen para politikası rejimini seçebilmektir.

Para politikaları genellikle beş hedef çerçevesinde bir arada ya da ayrı ayrı olarak uygulanmaktadır. Bunlar faiz oranlarının, nominal milli gelirin, döviz kurların, parasal büyüklüklerin ve doğrudan enflasyonun hedeflendiği uygulamalardır. Faizler ara hedef olarak alınırken, hedeflenen enflasyon oranı ile tutarlı bir harcama ve üretim büyüklüğünü sağlayacak faiz düzeyi hedeflenmeye çalışılmıştır. Ancak ara hedef olarak kullanıldığında, kısa dönemli faizlerin nihai hedefle ilişkisinin zayıf olması, uzun dönemli faizlerin nihai hedefle ilişkisi olmasına rağmen, merkez bankasının kontrolünde olmaması, faizlerin ara hedef olarak alınmasını güçleştirmiştir. Diğer taraftan, nominal milli gelirin hedeflendiği uygulamalarda, reel büyüme ve istenen enflasyon oranı ile tutarlı bir nominal milli gelir hedefi belirlenmektedir. Ancak, dışsal faktörlerden dolayı merkez bankalarının nominal milli geliri hedeflemesi zorlaşmıştır. Kurlar hedeflenirken yerli para düşük enflasyonlu bir ülkenin parasına endekslenmektedir. Kurun nominal çıpa olarak alınması, para politikasının kamuoyu tarafından kolaylıkla izlenebilir ve anlaşılır olmasına imkân tanımakta, dolayısıyla politika-nın başarısını artırmaktadır. Ancak, ülke içinde ve dışında oluşan şoklara karşı esnekliğin azlığı ve spekülasyon sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri, uygulamada sorunlara yol açmaktadır.

1970'lerin ikinci yarısında, birçok ülke faizleri veya kurları hedeflemeyi bırakmış ve parasal büyüklükleri hedeflemeye başlamıştır. Bu politika değişikliğinin en önemli nedenleri, ekonomileri etkileyen şokların değişmesi (özellikle mal piyasasında) ve yüksek ve dalgalı enflasyonist ortamlarda faizlerin hedeflenmesinin zorlaşması olarak sıralanabilir. Parasal büyüklüklerin hedeflenmesinin başarısı, fiyat istikrarı ile buna ulaşmada ara hedef olarak kullanılan parasal büyüklükler arasında güvenilir ve istikrarlı bir ilişkinin varlığına bağlıdır. Başka bir deyişle, hedeflenen parasal büyüklükler ile enflasyon, gelir gibi değişkenler arasında uzun dönemli ve istikrarlı bir ilişkinin, yani istikrarlı bir para talebi fonksiyonunun varlığına bağlıdır.

1970 ve 1980'li yıllarda birçok ülke para politikası çerçevesinde para talebinin istikrarlı olduğu varsayımıyla parasal büyüklükleri ara hedef olarak seçmişlerdir. Bu hedef değişkenler ile gelir, fiyat ve paranın dolaşım hızı arasında istikrarlı bir ilişkinin varolduğu görüşünden kaynaklanmıştır. Ancak, yapısal değişim ve finansal liberalizasyon programları uygulayan birçok ülkede paranın dolanım hızındaki istikrarın kaybolması, yeni finansal araçların ortaya çıkması ve finans sektöründeki hızlı büyüme sonucu para talebindeki istikrar bozulmuş ve gelişmeler parasal büyüklüklerin ara hedef olarak seçilmesini güçleştirmiştir. Ara hedef olarak seçilen parasal büyüklüğün, enflasyon ve nominal gelir için nominal çıpa olma özelliğini yitirmesi, ekonomistleri alternatif politika arayışlarına yöneltmiştir. Son yıllarda, ara hedefler kullanılmasını gerektirmediğinden "enflasyonun doğrudan hedeflenmesi" (inflation targeting) politikası alternatif bir para politikası olarak ortaya çıkmıştır. Enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikası uygulamasında, merkez bankası (hükümet ile birlikte veya ayrı olarak) enflasyona ilişkin belirli bir süreç için rakamsal hedef veya hedef aralığı belirler. Hedefe ulaşabilmek için ara hedef veya hedefler seçme zorunluluğu yoktur. Merkez bankası bu amaçla tek başına bazen de bütçe yönetimini üstlenen kurumla birlikte sorumluluk alır.

Ekonomik birimlerin geleceğe yönelik olarak daha sağlıklı kararlar almalarını sağlamak, düşük ve sürdürülebilir bir enflasyon düzeyi yaratmak amacıyla aralarında Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya ve İspanya'nın bulunduğu gelişmiş ülkeler 1990'lı yılların başından itibaren enflasyon hedeflemesi (*inflation targeting*) olarak adlandırılan yeni bir rejim uygulamaya başlamışlardır. Gelişmiş ülkelerdeki uygulamaları takiben Şili, Kolombiya, Meksika, Peru, Brezilya gibi gelişmekte olan ülkeler de parasal politikalarında enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmişlerdir.

Ülkemizde ise, 1990-1992 ve 1998 yıllarında uygulanan parasal hedefleme ve 2000 yılında uygulanan döviz kuru hedeflemesi stratejilerinin başarısız sonuçları yeni bir strateji arayışını doğurmuştur. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2002 yılı başında para politikasının genel çerçevesine ilişkin yaptığı duyuruda, para politikasında nihai hedefin enflasyon hedeflemesine geçmek olduğunu, ancak gerekli ön koşullar tamamlanmadan enflasyon hedeflemesine geçilmesinin rejimin güvenilirliğini daha başlamadan sarsacağını ve bu nedenle enflasyon hedeflemesine geçiş için, para politikasının etkinliğini kısıtlayan unsurların zayıflamasının bekleneneğini vurgulamıştı. Aynı duyuruda, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilene kadar “örtük enflasyon hedeflemesi” uygulanacağı belirtilmişti. Bu doğrultuda Hükümet ile birlikte enflasyon hedefleri saptanmıştır. Kısa vadeli faiz oranları enflasyonla mücadelede etkin olarak kullanılırken, para tabanı da ek bir çıpa olarak belirlenerek, enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılması amaçlanmıştır.

Çalışmamızda şu iki konu üzerinde durulacaktır: Birincisi; alternatif para politikası stratejileri içerisinde, enflasyon hedefleme stratejisinin en iyi para politikası stratejisi olup olmadığının açıklanması, ikincisi; TCMB'nin açık enflasyon hedefleme stratejisine geçiş için gerekli olan ön koşulları henüz yerine getirmeden bu stratejiyi uygulamaya koyduğu tezi kanıtlanmaya çalışılacaktır. Özellikle enflasyon hedefleme stratejisinde mali disiplinin ve Merkez Bankası bağımsızlığının sağlamış olmasının önemine yer verilecektir.

Bu amaçla çalışmanın ana metni dört bölümden oluşmaktadır. Eserin ikinci bölümünde; para politikası amaç ve araçları teorik olarak açıklandıktan sonra, Türkiye’de uygulanmakta olan para politikası araçları hakkında kısaca bilgi verilecektir.

Üçüncü bölümde; alternatif para politikası stratejileri olan, döviz kuru hedefleme, parasal hedefleme, faiz oranı hedefleme ve nominal gelir hedefleme stratejileri öne çıkan özellikleri çerçevesinde açıklandıktan sonra, bu stratejilerin avantaj ve dezavantajlarına değinilecektir.

Dördüncü bölümde; enflasyon hedefleme stratejisinin tanımı yapıldıktan sonra, merkez bankası bağımsızlığı, merkez bankasının tek hedefinin enflasyon olarak belirlenmesi, mali baskınlığının olmaması, istikrarlı mali sistem ve gelişmiş mali piyasalar gibi stratejinin ön koşulları; şeffaflık ve hesap verebilirlik, güvenilirlik, esneklik ve ileriye yönelik bir yaklaşım benimsenmesi gibi enflasyon hedeflemesinin stratejik özellikleri; enflasyon

hedeflemesinin oluşturulma süreci; enflasyon hedefleme stratejisinin avantaj ve dezavantajları; ayrıca enflasyon hedefleme stratejisini uygulayan ilk gelişmiş ülke olması bakımından Yeni Zelanda'daki politikalar, gelişmekte olan ülkelere örnek olarak Brezilya'daki politikalar ve mali disiplini sağlamış olması ve sermaye hareketlerini kontrol altına almış olması bakımından uyguladığı politikalar ülkemiz için önem arz eden Şili'deki politikalar açıklanmaya çalışılacaktır.

Beşinci bölümde; Türkiye'de enflasyon olgusunun tarihsel gelişimi, enflasyon hedefleme stratejisine geçiş süreci, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın bağımsızlığı, örtük enflasyon hedeflemesi, açık enflasyon hedeflemesi ve enflasyon hedefleme stratejisinin sonucu değerlendirilecektir.

Son kısımda ise, enflasyon hedefleme stratejisinde geline son nokta değerlendirilip, çalışma sonlandırılacaktır.

2. PARA POLİTİKASI AMAÇ ve ARAÇLARI

2.1. Para Politikasının Tanımı

Para politikasını çeşitli şekillerde tanımlamak mümkündür. Ekonomi literatüründe para politikası, paranın miktarını, maliyetini ve firmalar ile hane halklarının bekleyişlerini etkileyerek temel amaçlara ulaşmaya yönelik olarak oluşturulan stratejiler bütünü olarak tanımlanmaktadır. Diğer bir tanımlamayla da, para politikası paranın elde edilebilirliğini ve maliyetini etkilemeye yönelik alınan kararları ifade eder.¹

Belirli iktisadi amaçlara ulaşabilmek amacıyla devletin bir takım kararlar alması ve aldığı bu kararları uygulaması iktisat politikasının tanımıdır. Devlet öncelikli olarak hedeflerini belirler, daha sonra bu hedeflere ulaşabilmek amacıyla elindeki kaynaklar ölçüsünde faaliyetlerde bulunur.

İktisat politikası kullandığı araçlara bağlı olarak para, maliye, fiyat ve ücret gelir politikası olarak dörde ayrılabilir. Kullanılan araçlara bağlı olarak sayılan bu politikalar aynı zamanda süreç politikaları olarak da adlandırılmaktadır. O halde para politikası iktisat politikasının süreç politikalar alt dalında yer almaktadır denilebilir.²

Bu çerçevede, merkez bankalarının (i) alacağı para politikası kararlarının ekonomiyi hangi yollarla etkileyerek temel amaçlara ulaşılmasını sağ-

¹ Timur Önder, "Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması", Piyasalar Genel Müdürlüğü, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, Mayıs 2005 ,s.24

² Hüsnü Erkan, "Ekonomi Politikasının Temelleri", Aydın Yayınevi,2. baskı, İzmir,1990, s.22

layacağını bilmesi (ii) uyguladığı para politikası stratejisi doğrultusunda paranın miktarını/maliyetini nasıl belirleyeceğine karar vermesi gerekmektedir. Bu noktada para politikası amaçları, parasal aktarım mekanizması ve kavramları karşımıza çıkmaktadır. Aşağıda öncelikle para politikası amaçları ve parasal aktarım mekanizması anlatıldıktan sonra para politikası araçlarına değinilecektir.

2.2. Para Politikasının Amaçları

Para politikası maliye politikası ile birlikte ekonomik faaliyetlerin yönünün belirlenmesinde ve gelişiminde etkili olan iki temel politikadan birisidir. Merkez bankaları para politikalarını uygularken, ara hedefler ve faaliyet hedefleri belirlemekte ve para politikası araçlarını kullanarak nihai hedeflere ulaşmaya çalışmaktadır. Para politikası uygulamaları ülkeler arasında farklılıklar göstermesine rağmen, fiyat istikrarı merkez bankalarının nihai hedefi olmayı sürdürmektedir. Para politikasının amaçlarına getirilen sınırlamalardan dolayı, ekonomistler ve politika yapıcılar, para politikasının ekonominin uzun dönemli büyümesini etkilemeyeceği şeklinde görüşler ortaya koymaktadırlar. Bu görüşlere göre, büyümeyi potansiyel oranına çıkarmak için yapılan çabalar sadece daha yüksek enflasyon oranlarına sebep olmaktadır. Bundan dolayı para politikası yalnızca çıktıdaki kısa dönemli dalgalanmaları yavaşlatabilmektedir.³

Para politikasının amaçlarını merkez bankasına karşı bir meydan okuma ile aynı görmek alışılmamış bir durum gibi görülebilir. Şüphesiz fiyat istikrarının para politikasının amacını aştığı konusunda bir konsensüs vardır. Herhangi bir para politikası gelecek enflasyon hedefi ve geçmiş önceden tahmin edilemeyen şoklara cevap olan bir stratejinin kombinasyonu olarak görülebilmektedir. Düşük enflasyon durumunda özel sektör, para politikası ile ilgili üç şeyi bilmek isteyecektir. Birincisi, düşük enflasyon oranı için merkez bankası nasıl bir eğilim gösterecektir? İkincisi, merkez bankası çıktı ve enflasyonun istikrarı için şoklara karşı koymada kısıtlanmış yetkilerle tam olarak neler yapabilecektir? Üçüncüsü, merkez bankası fiyat seviyesini arzu edilen uzun dönemli patikasına geri getirmek niyetinde midir? Merkez bankası politikalarının görünümü hakkındaki bu üç şeyin tümüne de açık olduğu zaman para politikasının etkinliği artış gösterir.⁴

³ Cuma Bozkurt, "Parasal Hedefleme Stratejileri: Türkiye İçin Uygun Politika Seçimleri", Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Adana, 2006, s.5

⁴ Cuma Bozkurt, a.g.e., s.6

Para politikasının literatürde kabul edilen nihai hedefleri arasında fiyat istikrarı, tam istihdam, ekonomik büyüme, ödemeler bilançosu dengesi, finansal sistemin istikrarı ve faiz oranının istikrarı yer almaktadır.

2.2.1. Fiyat İstikrarı ve Düşük Enflasyon

Fiyat istikrarı genel bir tanım çerçevesinde, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranının ifade eder. Bugün için gelişmiş ülkelerde %1 ile %3 arasındaki enflasyon oranlarının düşük enflasyon oranları olarak kabul edildiğini görmekteyiz. Dolayısıyla fiyat istikrarı sadece düşük enflasyon oranına ulaşmayı değil; bu oranın sürdürülmesini de kapsar. Yine, bir başka tanıma göre de fiyat istikrarı “fiyat seviyelerinin beklentilerdeki değişimler için temel ekonomik kararlar da önemli faktörlere sebep olmayacak şekilde istikrarlı olması” anlamına gelmektedir.⁵

1970’lerden itibaren dünya genelinde yüksek oranlı enflasyon oranlarının uzunca bir müddet hüküm sürmeye başlamasıyla, enflasyon öncelikli ekonomik sorun olarak dünya gündemine gelmiştir. Bu durum fiyat istikrarının sağlanmasını para politikalarının birinci hedefi haline getirmiştir. Düşük enflasyon oranlarının görüldüğü durumlarda fiyatların gelecekteki seyrine ilişkin belirsizlikler azalacak ve daha sağlıklı tahminler yapılarak hata yapma ihtimali büyük ölçüde ortadan kaldırılabilecektir. Çünkü fiyat seviyesindeki istikrarsızlıklar, piyasa mekanizmasının etkinliğini azaltarak hane halkı ve firmaların geleceğe yönelik tahminlerinde hata yapmalarına sebep olmaktadır.

Fiyat istikrarı, fiyat düzeyinin sabit kalması anlamına gelmemekte; ekonomik karar birimlerinin gerek üretim ve tasarruf gerekse yatırım alanlarındaki karar verme süreçlerini bozmayarak, önlerini görebilmelerini sağlayacak kadar düşük bir enflasyon oranının sağlanması ve sürdürülmesini ifade etmektedir. Fiyat istikrarının para politikasının birincil amacı haline gelmesinde etkili olan en önemli unsur, piyasa ekonomisinde görece fiyatların malların üretim ve tüketimini yönlendiren temel faktör olmasıdır.⁶

Genel fiyat seviyesi istikrarlı olduğu zaman, kişisel mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişiklikler direkt olarak nispi fiyatlardaki değişiklikleri yansıtır. Bu gibi durumlar altında, hane halkı ve firmaların nispi fiyatlardaki

⁵ www.tcmb.gov.tr

⁶ Erdinç Telatar, “Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin?” İmaj Yayınevi, Ankara, Ekim 2002, s.8

değişikliklerin ve karar alabilmek için gerekli bilgilerin farkına varmaları kolay olur. Böyle olunca da rasyonel karar alma sürecine olumlu katkıları olmaktadır. Aksine, eğer fiyatlar genel seviyesi istikrarsız bir seyir gösterirse ve enflasyon veya deflasyon da onu takip ederse ekonomik ajanların bireysel fiyatlarda gözlemlenen değişikliklerin tüketici tercihlerinin değişmesi gibi özel mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişiklikleri mi yoksa genel fiyat seviyesindeki değişiklikleri mi yansıttığının farkına varmaları çok zor olacaktır. Sonuç olarak, kaynakların ekonominin tümüne etkin bir şekilde dağıtılması sağlanamayabilir ve potansiyel büyüme maksimum seviyede gerçekleşemez.

Firmalar üretim ve yatırım için planlar yapmak ve aynı zamanda satış fiyatı ve ücret kararlarını vermek zorundadırlar. Benzer şekilde hane halkları da tüketim ve tasarrufla ilgili planlarını yapmak zorundadır. Enflasyon ve deflasyon gelecekteki fiyatlarla ilgili belirsizliği arttırdığından ekonomik ajanların güvenilir ekonomik tahminler yapabilmek için rasyonel bir yapıda olmaları zorlaşacaktır. Buna ilaveten, artan belirsizliklerden dolayı daha yüksek karlar elde edilmesi durumu ortaya çıkarsa, uzun dönem faiz oranları yükselebilir ve yatırımlarda düşmeler meydana gelebilir. Belirsizliğin ekonominin her tarafına yayılması sonucu da potansiyel büyüme oranı doğal olarak düşüş gösterebilir.⁷

Eğer fiyat istikrarı sağlanamazsa enflasyon meydana gelir ve toplum için bazı maliyetler ortaya çıkar. Bu maliyetler ekonomideki yüksek enflasyon oranları ile artma eğilimi gösterirken son çalışmalar, düşük enflasyon oranlarında bile önemli enflasyon maliyetlerinin ortaya çıkacağını göstermektedir. Yine enflasyonun neden olduğu zorluklar yüzünden gelecekteki harcama kararları da değişme gösterebilir. Yüksek enflasyon gelecekteki fiyat seviyesi ve nispi fiyatlarla ilgili belirsizlikleri arttırır ve uygun üretim kararlarının verilmesi daha da zorlaşır.⁸ Ama fiyat istikrarı sağlandığı zaman bu durumlar ortaya çıkmayacağından para politikasının yürütülmesi kolaylaşacak, piyasalar etkin bir şekilde işleyecek ve geleceğe yönelik öngörülerde hata yapma ihtimali azalacak ve daha sağlıklı bir ekonomik yapının ortaya çıkmasına katkıda bulunacaktır.

⁷ Cuma Bozkurt, a.g.e, s.8

⁸ Frederic S. Mishkin, "Strategies for Controlling Inflation" ,NBER Working Paper No:6122, 1997,s.8-9

Eğer beklenmeyen bir enflasyon meydana gelirse, faizleri nominal vadelerde sabitlenmiş olan mevduatlar gibi finansal varlıklar reel dönemde değerlerini kaybedecek ve alacaklılar da kayıplara uğrayacaklardır. Yine, nominal vadelerde sabitlenmiş finansal sorumluluklar reel vadelerde değerlerini kaybedecek ve borçlular fayda sağlayacaklardır. Benzer bir durum, nominal vadelerde sabitlenen ücretler gibi sözleşmelerde de görülebilir. Beklenmeyen deflasyon durumunun da borçlular ve alacaklılar üzerinde beklenmeyen enflasyonun ortaya çıkardığının tersi bir etkisi vardır. Tüm sözleşmeler fiyat dalgalanmalarına endekslenirse, fiyatlar genel seviyesindeki dalgalanmaların etkisine karşı bir bağımsızlık oluşabilir. Ancak tüm sözleşmelerin fiyat dalgalanmalarına endekslenmesi zordur. Sonuç olarak fiyat dalgalanmalarının gelir dağılımı üzerinde beklenmeyen etkileri olabilmektedir.⁹

Fiyat istikrarının faydalarını şu şekilde özetlememiz mümkündür¹⁰ ;

- İnsanların nispi fiyatlardaki değişikliklerin farkına varmalarını kolaylaştırır ve firmaları ve tüketicilerin tüketim ile ilgili kararlarını yorumlamalarını kolaylaştırır,
- Faiz oranlarındaki risk primini azaltarak ve para politikalarının güvenilirliğini ve yatırımı güdüsünü artırarak ekonomik refaha katkıda bulunur,
- Fiyat istikrarının sürdürülebilirliğinin inanılır olması bireylerin ve firmaların verimli kaynaklarını başka yerlere yönlendirme ihtimalini azaltır,
- Vergi sistemi ve sosyal güvenlik sistemlerindeki çarpıkları azaltır
- Enflasyon, elde tutulan nakitler için bir vergi olduğundan yüksek işlem maliyetleri ortaya çıkarmaktadır. Bu yüzden fiyat istikrarı nakit tutmanın faydalarını artırır,
- Fiyat istikrarının sürdürülmesi refah ve gelirdeki keyfi dağılımları önler.

Para politikasının nihai hedefi hala fiyat istikrarı olduğundan çıktı ve istihdamın para politikasına dâhil edilmesini dikkate almak mümkün olmayabilir. Gelişmekte olan ülkelerde güvenilirliğin olmamasıyla birlikte yüksek enflasyon, mal ve emek piyasalarındaki yapısal katılıkların, ücretlerin ve sözleşmelerin endekslenmesinin, enflasyonist ataletin ve bu yüzden enflasyonsuzluğun çıktı maliyetlerinin yüksek bir seviyede olmasının habercisi olabilir. İstikrar programlarının başlangıcında, çıktı maliyetlerini

⁹ Cuma Bozkurt, a.g.e, s.8

¹⁰ European Central Bank (ECB), (2004), "The Monetary Policy of The ECB", s.42-43 <http://www.ecb.int>,

hızlı bir şekilde azaltabilmek için nominal bir çıpa olarak döviz kuru kullanılırken, bu strateji aşırı değerlenmeye sebep olabilir ve büyük bir dış açığın görülmesi ve döviz kurunda ani bir çöküntü ihtimali ortaya çıkar. Bu durum enflasyonda yeniden bir sıçramaya neden olabilir. Ayrıca merkez bankası sadece yurtiçi enflasyonsuzluk kanallarına güvenerek daha tedrici bir enflasyonsuzluk politikası uygulamaya karar verebilir, çünkü böyle bir durumda enflasyonun düşürülmesi ihtimali daha yüksek olmaktadır.¹¹

2.2.2. Tam İstihdam ve Ekonomik Büyüme

Ekonomi politikasında tam istihdamın bir amaç olarak belirlenmesi 1929 dünya ekonomik kriziyle başlamıştır. Tam istihdam tüm üretim faktörleri için hedeflenmektedir. Ancak, üzerinde durulan asıl konu emeğin tam istihdamıdır. Emek piyasasının istihdam durumu, ekonomideki tüm üretim faktörlerinin istihdam seviyesinin belirlenmesi için oldukça önemlidir. Para politikası açısından tam istihdam amacı, konjonktürel işsizliğin önlenmesini, yapısal, mevsimlik ve arazi işsizlik türlerinin ortadan kaldırılmasını da içermektedir. Ancak, tam istihdamın ölçülmesinde arazi ve mevsimlik işsizliğin tamamen ortadan kaldırılmasının zorluğu nedeniyle kabul edilebilir bir minimum işsizlik oranı tam istihdam sayılmaktadır. Gelişmiş bir ekonomide ortalama %3 oranındaki bir işsizlik normal kabul edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde bu oranın %5 olması normal karşılanabilir. Fakat gerçek yaşamda bu oranın tanımlanması çok farklı değerlendirmelere konu olmaktadır. Liberal iktisatçılar bu oranı oldukça yüksek düzeylerde ifade etme eğilimindeyken, Keynesçiler daha düşük olarak tanımlama eğilimindedirler.¹²

Ekonomik büyüme ise, ikinci dünya savaşından sonra önem kazanmaya başlamıştır. Daha önceki dönemlerde büyüme, konjonktür olgusundan ayrı olarak düşünülüyor ve ekonomideki kısa dönemli dalgalanmaların hafifletilmesi daha önemli bulunmaktaydı. İkinci dünya savaşından sonra uzun süreli ekonomik gelişme sorunu da ekonomi politikasının amaçlarından biri olmuştur. Büyüme amacı, gelişmekte olan ülkelerde kalkınma amacıyla birlikte ele alınmaktadır. Ancak kalkınma anlam olarak daha kapsamlıdır ve ekonomik yapıdaki değişikliklerle beraber sosyal, kültürel ve politik yapıdaki değişiklikleri de içermektedir.¹³

¹¹ S. Kamın, P. Turner, J. Dack, . (1998) "The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies" Bank of International Settlements, Policy Paper s No. 3. s.8

¹² Merih Paya, "Para Teorisi ve Para Politikası" ,Filiz Kitabevi, İstanbul, 1998,s.148

¹³ Cuma Bozkurt, a.g.e. ,s.10

2.2.3. Finansal Piyasaların ve Faiz Oranlarının İstikrarı

Banka kesiminin fonlarının kısa dönemli, plasmanlarının uzun dönemli olması nedeniyle başarılı bir aktif-pasif yönetiminde dahi, banka kesimi zaman zaman nakit sıkıntısına düşebilir. Bu olgu banka kesimi için büyük bir tehdittir. Çünkü kendisine yönelik ödeme taleplerini yerine getiremeyen bir banka domino etkisiyle hızla yayılabilecek bir finansal krizi başlatabilir. Bu nedenle merkez bankaları banka kesiminde ortaya çıkabilecek nakit darboğazlarının aşılması için devreye girerler. Faiz düzeyinde yaşanan büyük değişiklikler, borçlu-alacaklı ilişkisini bozmakta, ileriye dönük verimlilik hesaplarının yapılmasını zorlaştırmaktadır. Beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasında çok büyük farklar çıktığında duruma göre mali araçlar ya çok büyük karlar elde etmekte ya da büyük zararlara uğramaktadırlar. Bu nedenle merkez bankaları faiz düzeyindeki aşırı iniş ve çıkışlara da son derece duyarlıdırlar.¹⁴

2.2.4. Ödemeler Bilançosu Dengesi

Bilindiği gibi ödemeler bilançosu, belli bir zaman döneminde (bir yıl) iç ve dış ekonomik birimler arasındaki ödemelerin rakamsal durumunu gösteren bir bilançodur. Bilançonun aktifinde ödeme girdileri, pasifinde ise diğer ülkelere yapılan ödemeler yer alır. Para politikasının ödemeler bilançosu dengesini sağlayıp sağlayamayacağı noktası önemlidir. Bu dengenin sağlanması incelenirken yürürlükteki döviz kuru sistemiyle birlikte ele alınması zorunludur. Eğer sabit döviz kuru sisteminde para politikası ödemeler bilançosu dengesinin sağlanmasını destekleyebiliyorsa sorun yoktur. Bu sağlanmadığında, dengeyi sağlamak için esnek döviz kuru sistemi önerilmektedir. Esnek döviz kuru sisteminde yabancı paraların fiyatı dalgalanmaya bırakılır. Paraların fiyatındaki değişmelerle ödemeler bilançosu dengesi sağlanmaya çalışılır. Ödemeler bilançosu dengesinin sağlanmasında bir diğer yol da döviz kontrollerine gidilmesidir. Yani hükümetin getirdiği düzenlemeler dış ödemelerle sınırlı tutulmakta ve bu yolla denge oluşturulmaktadır.¹⁵

2.3. Para Politikasında Zaman Tutarsızlığı

Günümüzde para politikasının karşı karşıya bulunduğu en önemli sorun, bu politikanın ekonomik istikrara en yüksek katkıyı yapacak şekilde

¹⁴ Merih Paya, a.g.e., s.148

¹⁵ İlker Parasız, "Para Politikası", Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1996, s.3

düzenlenmesindeki güçlütür. Merkez bankaları fiyat istikrarını sağlamak için çeşitli politikalar gündeme getirmektedirler. Para politikaları ülkenin sosyoekonomik durumu ve merkez bankasının konumuna göre ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Merkez bankalar uyguladıkları para politikalarıyla uzun vadede fiyat istikrarını sağlamayı amaçlarken, kısa vadede büyüme, işsizlik gibi reel değişkenler ile faiz oranları ve kurlarını izlemekte ve bunlarla ilgili politikalarla tutarlı kalmaya çalışmaktadırlar. Enflasyonun yüksek düzeylere ulaştığı ülkelerde enflasyonu düşürmeye yönelik politikalar gelir dağılımını etkilediği gibi aynı zamanda maliyetli de olmaktadır. Son yıllarda merkez bankasının bağımsızlığı ile para politikasının oluşturulması ve uygulanması arasında birebir ilişki olduğu sıklıkla ifade edilmektedir. Merkez bankasının amacı fiyat istikrarını sağlamaksa, hedef ve yaklaşımını uzun vadeli bir bakış açısı çerçevesinde ele almalı ve bunlar kamuoyuna da açıkça duyurabilmelidir. Böylece para politikasının başarısı da artacaktır.

1920'li yıllarda altın standardının kaldırılmasına kadar, enflasyon sorun olarak ekonominin gündeminde yer almamıştır. Bu dönemde enflasyon oranında istikrarın sağlanmasından daha ziyade, fiyatlar genel düzeyindeki istikrarın sağlanması yaklaşımı öne çıkmıştır. 1930'lu yıllara gelindiğinde ise en önemli sorun işsizlik ve durgunluk olarak görülmeye başlanmıştır. Keynesyen politikalar işte bu ortam içerisinde şekillenmeye başlamış ve efektif talebin canlı tutulması önerileri gündeme gelmiştir.

1970'lerin başında enflasyon oranında tırmanışla başlayan bunalımın, işsizlik oranında artışla sürmesi, ekonomide stagflasyon olgusunu gündeme getirmiştir. 1930'lardan bu döneme kadar uygulanan Keynesyen politikaların enflasyonla mücadele konusundaki başarısızlıkları, fiyatların kontrol altına alınmasını sağlayacak ve antienflasyonist politikaların yaratabileceği olumsuz sonuçlar minimize edecek yeni ekonomi politikalarının ve araçlarının ortaya çıkmasına yol açmıştır.¹⁶

Ekonomide oluşan kısa dönemli şoklara müdahale etmenin ekonomideki dengeleri bozduğu görüşü de bu dönemde sık sık vurgulanmaya başlanmıştır. Ayrıca uzun dönemde Phillips Eğrisi'nin geçersizliği ve genişletici politikaların uzun dönemde enflasyona yol açtığı görüşü de bu dönemde ortaya atılmıştır. Para politikasının temel hedefinin fiyat istikrar

¹⁶ Zeynep Karaçor, Ahmet Ay, Murat Çetinkaya ve Hakan Acet, "Güvenilirlik İhtiyacı ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikaları", **Yönetim ve Ekonomi**, Celal Bayar Üniversitesi, Manisa, Yıl:2005, Cilt:12, Sayı:2, s.212-213

olması gerektiğini savunanların diğer bir görüşü ise ücretler ile fiyatların ileriye dönük enflasyon beklentilerine göre şekillendiğidir. Büyümeyi hedefleyen aktif para politikasıyla, ekonomik birimlerin beklentilerinin değişmeyeceği varsayılarak enflasyon artırılmadan, üretimin artırılacağı ve işsizliğin azaltılacağı görüşü bu dönemde kabul edilmiştir. Ancak, bu politika ekonomik birimlerin beklentilerini veri kabul ederek (firma ve işçilerin ücret ve fiyatlarda, dolayısıyla enflasyonda artış olmayacağını varsayarak), zaman tutarsızlığı (time-inconsistency) sorununu göz ardı etmiştir. Diğer bir ifadeyle, rasyonel davranan ekonomik birimler üretim artışını hedef alan merkez bankasının gelecekteki politikasının genişletici olacağını öngörerek, ücret ve fiyatlarda artış yaparak, enflasyon oranında artışa neden olmaktadır. Sonuç olarak, üretim artışı sağlanmadan yüksek bir enflasyon oranında denge gerçekleşmektedir. Müdahaleci politikalar bu bağlamda üretimi değil enflasyonu artırmaktadır.

Oysa fiyat istikrarının büyümeyi olumlu etkilediği savunulmaktadır. Fiyat istikrarının sağlanması piyasa ekonomisinin beklentilerini olumsuz etkileyen enflasyon belirsizliğini azaltmakta ve sistemin daha etkin çalışmasını sağlamaktadır. Bu tartışmalar, 1970'lerde gündemi işgal etmeye başlamış ve fiyat istikrarının sağlanması öncelikli politika hedefi haline gelmiştir. Ekonomide, reel üretimin beklenen enflasyon düzeyinde sabit kalması gerekirken beklenmedik bir enflasyonla birlikte artış göstermesi halinde politika uygulayıcılarının enflasyon, istihdam ve üretim gibi reel büyüklüklerle ilgili olarak eşanlı hedefler koymaları, para politikası için bir zaman uyumsuzluğu (time inconsistency) sorunu yaratacaktır. Zaman uyumsuzluğu, politika otoritesinin önceden ilan ettiği politikalardan vazgeçip, özel sektörü kandırma politikası izleyerek kısa dönemli kazançlar elde etme güdüsü nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Politika uygulayıcıları özellikle belirli bir dönem için anti-enflasyonist bir politikayı yürürlüğe koysalar bile, bu politika gelecekte olası bir enflasyonu önleyemeyebileceği gibi, kısa dönemde üretimi artırmada başarılı olamayabilir.¹⁷

Söz konusu zaman farklılıkları ve kısa dönemli politik arzuların bir araya gelmesiyle uzun dönemde enflasyon, olması gerekenden daha da fazla yükselmekte, buna karşın reel üretimde sürekli bir artış ortaya çıkmamaktadır. Dolayısıyla para politikasında öngörülen bir değişim, reel üretim üzerinde herhangi bir etki yaratmaksızın, doğrudan fiyatlara yansıtılabilmektedir. Üstelik özel sektörün zamanlama konusunda uyumsuzluğu

¹⁷ Zeynep Karaçor, Ahmet Ay, Murat Çetinkaya ve Hakan Acet, a.g.m. ,s.213

fark etmesi ve politika uygulayıcılarının anti-enflasyonist politikanın geleceğine ilişkin güvenilir bir ön taahhütte bulunmamaları, emisyon hacminin azaltılmasını yavaşlatacak ve özellikle de reel sektörün maliyetlerinde önemli artışlar yaratacaktır. Bunun nedeni de, enflasyon risk primlerinin faiz hadleri ile ücret ve maaş kararlarının birleştirilmesi ve enflasyon beklentilerinin çok yavaş biçimde düşmesi olacaktır. Uzun dönemde ise, ekonomi yine “doğal çıktı ve istihdam oranı” düzeyinde kalacaktır.¹⁸

Kydland ve Prescott (1977) tarafından formüle edilen, Barro ve Gordon'un (1983) katkıları ile geliştirilen zaman tutarsızlık sorunu (time-inconsistency problem) para politikaları ilgili tartışmaların yönünü değiştiren önemli bir argümandır. Oyun teorisinin ekonomide yaygın olarak kullanılmaya başlaması ile birlikte, bir kurala bağlı olarak yürütülmeyen para politikalarının enflasyonist eğilim (inflationary bias) taşıdığı ortaya konmuştur. Bu, optimum para politikalarının dinamik tutarsızlığına dayanmaktadır. Buna göre, başta ilan edilen ve toplumun her kesimi için en iyi olan politikalar, zamanla en iyi politika olmaktan çıkmaktadır. Merkez bankası, politika kuralını açıkladıktan ve özel sektör açıklanan politikaya göre kararlarını verdikten sonra, Merkez Bankası ilan edilen politikayı değiştirerek faydasını maksimize edebilmektedir. Örneğin, Merkez Bankasının amacı, enflasyonu düşürmek ve istihdamı artırmak olsun. Bu iki amaç birbiri ile çelişkili olduğu için, Merkez Bankası, her ikisine de belirli bir ağırlık vererek, toplam faydasını maksimize etmek isteyecektir. Özel sektörün tek amacı ise kendi faydasını (üretici için kâr, hane halkı için ise reel ücretle tanımlanan reel gelir) maksimize etmektir. Toplum için en iyi sonuç, kabul edilebilir enflasyon oranına karşılık kabul edilebilir istihdam düzeyidir. Merkez Bankası izleyeceği politikayı açıkladıktan sonra ekonominin denge enflasyon ve işsizlik oranı hesaplanabilir. Özel sektör açıklanan politikalara göre kararlarını vermektedir. Özel sektör kararını verdikten sonra, Merkez Bankasının açıkladığı politika, Merkez Bankası için en iyi politika olmaktan çıkmaktadır. Zira, Merkez Bankası sürpriz enflasyon yaratarak işsizlik oranını düşürerek toplam faydasını artırabilir. Bu noktada oyun teorisinin “benim bildiğimi bildiğini biliyorum” (I know that you know that I know, and so on ad infinitum) olarak özetlenebilecek oyunun yapısı konusundaki bilgi önem kazanmaktadır. Buna göre, özel sektör, Merkez Bankasının açıklanan politikadan vazgeçme ve yüksek enflasyon yaratma güdüsü

¹⁸ Zeynep Karaçor, Ahmet Ay, Murat Çetinkaya ve Hakan Acet, a.g.m., s.214

olduğunu bilmekte ve dolayısıyla, beklentilerini oluştururken bu güdüyü dikkate almaktadırlar. Sonuçta, özel sektör yüksek enflasyon oranı beklemekte ve bu durumda da ekonomi daha yüksek enflasyon ve işsizlik oranlarında dengeye gelmektedir. Bu durum, yukarıda belirtilen enflasyonist eğilimi açıklamaktadır.¹⁹

2.4. Parasal Aktarım Mekanizması

Merkez bankaları, firmaların ya da hane halklarının fiyatlama davranışlarını, dolayısıyla, enflasyonu doğrudan kontrol edemezler. Bu nedenle merkez bankaları para politikası stratejilerini belirlerken enflasyonu belirleyen ve kontrol edebilecekleri değişkenleri, bu değişkenlerin enflasyonu hangi kanallarla etkileyeceğini iyi analiz etmeleri ve para politikalarını buna göre belirlemeleri gerekmektedir. Burada aktarım mekanizması (transmission mechanism) kavramı ön plana çıkmaktadır.²⁰

Modern finansal sistemlerde tanımlanan dört tane parasal aktarım mekanizması kanalı vardır. Birincisi, sadece kredi maliyetlerini değil aynı zamanda borçluların ve alacaklıların nakit akımını da etkileyen direkt faiz oranının etkileri yoluyla. Faiz oranlarındaki değişiklikler borçlanmanın marjinal maliyetini değiştirir, yatırım ve tasarruflarda ve böylece de toplam talepte değişikliklere neden olur. Ortalama faiz oranlarındaki değişiklikler aynı zamanda borç alanlar ve verenler üzerinde nakit akımı etkisine de sahip olacaktır.²¹ İkinci kanal, para politikasının ülke içindeki bono, emlak ve sermaye piyasalarını içeren varlık fiyatları üzerindeki etkisi yoluyla. Üçüncü kanal kredi kanalıdır. Finansal krizler ise dördüncü önemli kanaldır.

Bu kanalların fonksiyonları makro ekonomik yapıya ve mali yapıya nasıl bağlıdır? Bu konudaki araştırmaların önemli bir amacı parasal aktarım mekanizması ve mali sistem arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmaktır. Merkez bankası ile ilgili olarak yapılan birçok çalışma uluslararasılaşma ve serbestleşmenin ikiz etkileri altında ekonomilerin finansal sistemlerinin nasıl yayılma gösterdiğini araştırmıştır. Brezilya'da yapılan çalışmalar, parasal aktarım mekanizmasının ana kanallarının gücünü azaltma eğiliminde olan kronik enflasyonun birçok uyarlamayı nasıl ortaya çıkardığını

¹⁹ Alövsat Müslümov, Mubariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım, "Döviz Kuru Hedeflemesi Politikaları", TÜGİAD Ekonomi Ödülleri 2002, s.4

²⁰ Timur Önder, "Para Politikası: Araçları, Amaçları ve Türkiye Uygulaması", Piyasalar Genel Müdürlüğü, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, Mayıs 2005, s.24

²¹ S.Kamin, P. Turner, J. Dack, a.g.m. ,s.8-9

açıklamak için makro ekonomik yapıya odaklanmıştır. Daha sonraları ise para politikasının etkisini eski haline getirmek için istikrar üzerine odaklanmıştır.²²

Para politikasının aktarım mekanizmasının standart görüşü, para politikası hareketlerinin ekonomiyi faiz oranları piyasasıyla etkilediği şeklindedir. Parasal aktarım mekanizması gelecekte beklenen kısa dönem ve şimdiki oranların bir ortalaması olarak uzun dönem oranları belirleyen faiz oranlarının vade yapısındaki beklentilere bağlıdır. Beklenen daraltıcı bir para politikası kısa ve uzun dönem faiz oranlarındaki yükselişi açığa çıkarır.

Güvenilirlik etkisinin yokluğunda, merkez bankasının, faiz oranlarının gelecekte beklenen kısa dönemli ve şimdiki oranlarında artışa sebep olan politikalarının çoğalmasa piyasasının beklentilerini değiştirir. Ama eğer parasal daralmanın enflasyonun düşmesini başarması beklenirse, gelecekteki nominal kısa dönem oranlar örtülü olarak azalabilir. Ancak para politikası hareketleri ve uzun dönem faiz oranları arasındaki ilişkiyi ele alan ampirik çalışmalar bu standart görüşle ilgili şüpheler ortaya koymaktadır.²³

Para politikasının ekonomik davranışlar üzerinde önemli etkileri vardır. Parasal aktarım mekanizmalarının da bu etkilerin meydana gelmesinde önemli rolü vardır. Bu durumla ilgili olarak birkaç nedenden dolayı parasal aktarım mekanizmalarının üzerinde durmak gerekmektedir. Birincisi, para politikasından etkilenen finansal değişkenleri anlamak, ekonominin reel ve finansal sektörleri arasındaki bağı anlamamıza yardımcı olacaktır. İkincisi, aktarım mekanizmasının iyi bir şekilde anlaşılması, politika yapıcılarının finansal büyüklüklerdeki dalgalanmaları daha iyi anlamalarına neden olur. Son olarak, parasal aktarım mekanizmalarıyla ilgili daha fazla bilgiye sahip olmak hedeflerin doğru seçilmesini kolaylaştırır. Mesela, parasal aktarım mekanizmasının kredi kanalı önemli ise, bankaların portföylerine odaklanmak daha fazla önem kazanmaktadır. Yine faiz oranı kanalı daha önemli ise merkez bankasının bir faiz oranı hedefine odaklanmasına ihtiyaç vardır.²⁴

²² S.Kamin, P. Turner, J. Dack, a.g.m. ,s.9

²³ K. Kunter, N. Jansses, (2002) "Credibility of Monetary Regimes: Is Inflation Targeting Different?" TCMB Research Department, Discussion Paper No:2002/1.,s.9

²⁴ J. Nualtarnee, (2005) "Transmission Mechanism of Monetary Policy"
http://wb-cu.car.chula. ac.th /papers /transmission.htm (04.01.2005).

2.5. Para Politikası Araçları

Merkez bankaları, para arzını para politikası hedefleri ile tutarlı düzeyde tutabilmek amacıyla ya kendi bilançosunu ya da parasal çarpanı kontrol etmek zorundadırlar. Ancak, merkez bankaları para arzını ya da paranın maliyetini diğer bir deyişle faiz oranlarını sadece kendi bilançosunu kontrol ederek gerçekleştirmemişler, kendi bilançolarının kontrolüne yönelik para politikası araçlarının yanında doğrudan kredi verilebilir kaynakların miktarının ya da bu kaynakların maliyetinin kontrolüne de yönelmişlerdir. Merkez bankalarının para politikası çerçevesinde kullandıkları araçlar, ekonomik yapının değişimine, merkez bankacılığı anlayışının tarihsel gelişimine göre değişiklik göstermiştir.

Para politikası araçlarını, doğrudan ve dolaylı para politikası araçları olarak iki grupta sınıflandırmak mümkündür. Doğrudan ve dolaylı araçların uygulamasında iki temel ayırım vardır: Doğrudan araçlar yapılan düzenlemelerle ya fiyatları (faiz oranlarını) ya da miktarları (kredi - mevduat) belirler veya sınırlandırırken, dolaylı para politikası araçları ise piyasadaki arz - talep koşulları etkilenecek yürütülmektedir.

Kredi tavanları biçimindeki dolaysız para politikası araçları temelde finansal sistemde yer alan kurumların (ticari bankalar) bilançolarını etkilemeyi amaçlarken, dolaylı para politikası araçları ise merkez bankası bilançosunu veya merkez bankası imkânlarının fiyatlarını (faizlerini) etkilemeyi hedeflemektedir. Dolayısıyla, doğrudan araçlar müdahale içerirken, dolaylı araçlar piyasa bazlı araçlardır.²⁵

Merkez bankacılığı tarihinde, 1970'ler öncesi dönemde, sermaye hareketlerinin kontrol edilmesi, ekonominin genelinde kamu müdahalesinin yoğun olması ve finansal piyasaların gelişmemesi nedeniyle genelde doğrudan para politikası araçlarının yoğun olarak kullanıldığını görmekteyiz. Ancak, daha sonraki dönemde liberal ekonomi anlayışının, bu çerçevede piyasa mekanizmasının etkinliğinin artırılmasına yönelik yapısal reformlara bağlı olarak finansal piyasaların gelişmeye, sermaye hareketlerinin artmaya başlamasına bağlı olarak, 1970'lerin sonlarına doğru, gelişmiş ülkeler kredi kontrolleri, faiz oranı tavanları ve doğrudan krediler gibi doğrudan araçları kullanmayı bırakarak, açık piyasa işlemleri, reeskont imkânı ve zorunlu karşılıklar gibi dolaylı para politikası araçlarına yönelmişler ve daha sonraki yıllarda da gelişmekte olan ülkeler bu gelişmeleri uygulamaya başlamışlardır.

²⁵ Timur Önder, a.g.e. ,s.55

Etkin para politikası araçları, parasal otoritelerin etkilemek istediği para, kredi veya faiz oranları gibi değişkenler üzerinde maksimum derecede kontrol imkânı vermeli ve ekonomideki tasarrufların dağılımına ve bunların etkin hareketliliğine zarar vermeyecek gibi çeşitli arzu edilmeyen olumsuz yan etkilerinin minimize edilmesini sağlamalıdır. Bu çerçevede, dolaylı para politikası araçlarına geçişin iki temel sebebi vardır:

- Etkin bir parasal kontrol sistemi kurmak,
- Piyasada finansal kaynakların serbest dağılımına izin vererek finansal aracılığın etkinliğini geliştirmek ve ekonomideki kaynakların etkin dağılmasını sağlamak.

1980'ler ve 1990'larda, piyasanın çalışmasını bozan birçok enstrüman ya kaldırılmış ya da azaltılmıştır. Merkez bankaları para politikası uygulamalarında, genelde, 1985'lere kadar doğrudan düzenleyici güçlerini kullanmaya devam etmişler; sonraki yıllarda ise dolaylı olarak merkez bankası parasını ihraç eden kurum sıfatıyla piyasa koşullarını etkilemişlerdir. 1980 sonrasında finansal piyasalara doğrudan (direkt) müdahale eden para politikası araçlarının yerine, dolaylı (endirekt) para politikası araçları ön plana çıkmıştır. 1980 sonrası uygulamalarda, gelişmiş ülkelerde piyasa mekanizmasını ön plana çıkaran dolaylı para politikası araçlarından API (açık piyasa işlemleri) ağırlıklı bir araç olarak kullanılırken; gelişmekte olan ülkelerde ise finansal piyasaların gerekli olgunluğa erişememesinden (yeterli derinliğe ve genişliğe ulaşamaması) dolayı daha çok dolaysız para politikası araçları ile dolaylı para politikası araçlarından zorunlu karşılıklar ve reeskont oranları ağırlıklı olarak kullanılmıştır. Bununla birlikte, gelişmekte olan ülkelere de finansal piyasaların teknolojik ve yasal değişimlere bağlı olarak gelişmeye ve serbestlemeye başlaması, gerekli derinliğe ve genişliğe ulaşma çabalarıyla birleşince, açık piyasa işlemleri giderek daha yoğun bir şekilde kullanılmaya başlanmış ve önemi giderek artmıştır.²⁶

Doğrudan para politikası araçlarından dolaylı para politikası araçlarına yönelmeye başlayan ülkelerin bu geçiş döneminin başlangıcı, DİBS ya da merkez bankası kıymetlerini ihale yoluyla satmaya başladıkları tarih varsayılmaktadır. Bu başlangıç döneminin sonu ise, faiz oranları kontrollerinin kaldırılması ve merkez bankasının sağladığı doğrudan kredi tutarı toplamının ekonomideki toplam kredi tutarının % 25'in altına geldiği durum olarak ifade edilmektedir. Bu geçiş süreci içinde; ödeme sistemlerinin geliştirilmesine, güçlü bir bankacılık denetimine, bankacılık sektöründeki reka-

²⁶ Timur Önder, a.g.e. ,s.56

beti engelleyen kısıtlamaların kaldırılmasına ve parasal analiz tekniklerinin gelişmesine ihtiyaç duyulmuştur. Piyasa bazlı araçların kontrollerinin ve finansal piyasalardaki rekabet ve faiz oranlarının belirlenmesinin piyasa lehine olması için gerekli diğer düzenlemeler de yapılmıştır. Dolayısıyla ideal yapıda tek bir para piyasası işlemi veya para politikası hedefleri olmayabilir. Bunlar ülkeden ülkeye değişerek, o ülkenin büyüklüğüne, gelişmişliğine ve finansal piyasalarının yapısına bağlıdır. Böylece operasyonel hedef olarak faiz oranlarını kullanan merkez bankaları, ara hedef olarak para miktarını ve de nihai hedef olarak ise enflasyonu kullanırlar.

Doğrudan para politikası araçlarından dolayı para politikası araçlarına geçiş sırasında incelenen ülke örnekleri, bu geçişin genelde üç aşamadan oluştuğunu göstermiştir.²⁷

Dolaylı araçlarla ilk kez tanışan bir ülke, öncelikle birinci aşama olarak adlandırılan bölümde, fazla likiditeyi çekmeye ihtiyaç duyacaktır. Başlangıç aşamasında bu amaç için kullanılabilecek en uygun araç, zorunlu karşılıklar olabilmektedir. Zorunlu karşılık oranları artırılmak yoluyla bu amaçla ulaşmak mümkün olabilir. Bu aşamada ayrıca, gelişmekte olan interbank (bankalararası para piyasası) piyasalarında bankalar, merkez bankasının son ödünç verme (last lender of resort) fonksiyonuna ihtiyaç duymaktadırlar. Piyasanın ihtiyaç duyduğu fonlama için de, merkez bankasının bir sisteme gereksinimi olacaktır. Bu durumda merkez bankası faiz oranları kontrollerini kaldırmalı, menkul kıymet piyasalarının gelişmesi için yasal ve teknik prosedürleri başlatmalı ve bankacılık sisteminde rekabeti arttırmalıdır.

İkinci aşamada, DİBS ve merkez bankası kâğıtlarının API ihale yoluyla satılmasına başlanmalı ve faiz oranları esnekliği sağlanmalıdır. Bu DİBS ve merkez bankası menkul kıymet ihraçları hem risksiz hem de likide yakın varlıklar olduğu için, ikincil piyasanın gelişimini ve varlığını güçlendirmektedir. Böylece açık piyasa işlemlerinin etkin kullanılmasının sağlanabilmesi için gerekli olan ikincil piyasanın gelişimine destek verilmektedir. Hatta bu kâğıtlar repo-ters repo ve/veya teminat olarak diğer piyasa işlemlerine de yardımcı olmaktadır. Bu durumda ikinci aşamada zorunlu karşılıkların oranları indirilmeye başlanmalı, menkul kıymetlerin (teminatta) aktif olarak kullanıldığı işlemlerle, ortaya çıkabilecek fazla likidite sterilize edilebilecektir. DİBS'lerin ve merkez bankası kâğıtlarının ihaleleri, hem parasal kontrol hem de para piyasası gelişmelerini sağlamak için diğer enstrümanlarla birlikte kullanılmalıdır.

²⁷ Timur Önder, a.g.e. ,s.57

Üçüncü aşamada ise, otoriteler genellikle ikincil piyasa menkul kıymet ve para piyasası işlemlerinin gelişimini sürdürmek için, piyasaya reformlarla baskı yapmalıdır. Bu reformlar da merkez bankasına, operasyonları sırasında esneklik ve devamlılık sağlayacaktır. Buradaki geçiş süreci; kuruluşların, enstrümanların ve piyasanın altyapısının ne kadar hızlı geliştiğine bağlıdır. Bu aşamada sorulabilecek en kritik soru ise, ne zaman doğrudan araçların tamamen bırakılıp ve yalnızca dolaylı araçların kullanımına geçileceğidir. Bu sorunun kesin yanıtı ise, her ülke için geçerli tek, tam ve de kesin bir cevabının olmadığıdır.²⁸

2.5.1. Para Politikasının Doğrudan (Direkt) Araçları

Para politikası araçları, para politikası hedeflerine ulaşabilmek amacıyla kullanılan ve merkez bankasının kontrolü altında olan büyüklükler veya değişkenlerdir. Doğrudan para politikası araçları ise ara hedefleri doğrudan kontrol eden araçlardır veya (dolaysız para politikası araçları) merkez bankalarının para politikası uygulamalarını piyasanın inisiyatifi yerine, yasal düzenlemeler yoluyla yerine getirmesidir. Diğer bir deyişle, doğrudan kontroller genelde ticari bankalardaki kredi ve mevduatın fiyatını veya miktarını merkez bankası tarafından doğrudan kontrol edilebilmesidir. Miktar kısıtlamalarına örnek olarak banka kredilerinin veya mevduatlarının artışına (büyüme hızlarına) tavanlar konulması gösterilebilir. Faiz oranı kontrollerine örnek ise, bankanın kredi veya mevduat oranlarına üst sınır konulması gösterilebilir. Dolayısıyla, en çok kullanılan dolaysız para politikası araçları faiz oranları kontrolleri ve merkez bankası kredilerinin bankalar için tahsis edilen tavanlarıdır.²⁹

İlk olarak, doğrudan araçlar, en azından başlangıçta, kredi büyüklüklerinin kontrol edilebilmesinde veya kredinin dağıtılabilmesinde ve bunların maliyetleri için güvenilir bir yol olarak düşünülmüştür. Hatta bu enstrümanlar, en azından gelişmiş bazı ülkelerde, sorunsuz olarak olumsuz etkileri çok net görülmeden 1980'lerin ortalarına kadar etkin olarak kullanılmışlardır. İkinci olarak, doğrudan araçların kamuoyuna ve politikacılara açıklanabilmesi ve yürütülmesi göreceli olarak kolaydır. Üçüncü olarak, bu araçların doğrudan mali yükü (fiscal costs) göreceli olarak düşüktür. Dördüncü olarak, bu araçlar parasal bir program biçimine kolayca dönüştürülebilirler.

²⁸ Timur Önder, a.g.e.,s.58

²⁹ Timur Önder,a.g.e.,s.59

Beşinci olarak, belli hedeflere kredi aktarmak istenirse doğrudan araçlar hükümetlere çok çekici gelmektedir. Altıncı olarak, gelişmemiş ve rekabetçi olmayan bir finansal sisteme sahip ülkelerde dolaylı araçların kurumsal çerçevesi geliştirilirken, uygulanabilecek yegâne para politikası enstrümanı doğrudan araçlardır. Yedinci olarak, dolaylı para politikası araçlarına geçiş esnasında birçok hükümetin korkusu, finansal piyasaların çok sığ olabileceğinden dolayı, faiz oranı etkilerinin ve hareketliliğinin yatırımları olumsuz olarak etkileyebileceğidir. Bu nedenle merkez bankaları, finansal piyasaları belli bir olgunluğa erişinceye kadar, belli bir süre için bazı doğrudan araçları kullanmayı sürdürebilirler. Sekizinci olarak, eğer yurtiçi kredi imkânının başka bir kaynağı yoksa, döviz kuru rejimine bakılmadan banka kredi tavanları uygulaması çalışır. Dokuzuncu ve son olarak da, en azından geçici bir süre için doğrudan araçlar en iyi ikinci olarak veya finansal sektördeki ciddi bir kriz gibi spesifik ya da genel piyasa olumsuzluklarının yaşandığı durumlarda destekleyici bir araç olarak kullanılabilir.

Doğrudan araçların kullanıldığı bir parasal kontrolde, kredinin dağıtımı ve maliyeti hem keyfi hem de ekonomideki bazı sektörleri teşvik etmek gibi parasal hedeflerle çokta ilgili olmayan sebeplerle ilişkili olabilir. Bu da rekabetin bozulmasına yol açmaktadır.

Doğrudan para politikası araçlarının avantajları aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Özellikle geçici krizler esnasında, merkez bankasının mevduat-kredi miktarının maksimum büyüklüğünü veya fiyatlarını kontrol edebilmesinin etkin bir yolu olabilir,
- Finansal piyasaların yeterince gelişmediği veya merkez bankasının dolaylı para politikası araçlarını kullanmada teknik olarak yetersiz olduğu durumlarda, direkt araçlar oldukça etkin ve yararlı bir biçimde kullanılabilir.

Doğrudan para politikası araçlarının dezavantajları ise aşağıdadır:

- Tek tek banka kontrolleri, finansal sistem içinde yer alan herkese fayda sağlayan rekabetçi bir yapı oluşmasını engeller. Rekabet daha etkin bir bankacılık için, daha düşük kredi daha yüksek mevduat faiz oranlarının teklif edilmesine imkân sağlar.
- Bazı bankalar üzerinde yapılan selektif kredi kontrolleri piyasaları bozmakta ve bu kontrollerin ekonomiye yüklediği maliyetlerde ölçülememektedir.
- Direkt kontroller, yurtdışına veya denetimsiz piyasalara doğru kayışı teşvik etmektedir. Dünya finansal sistemine entegre olmuş ve giderek açık hale gelen bir ülke de ki firmalar ve hane halkları, yurtiçindeki engellemelerden kaçınmak için yurtdışından borçlanmayı tercih ederler.³⁰

³⁰ Timur Önder, a.g.e. ,s.60-61

2.5.1.1. Faiz Oranları Kontrolleri

Merkez bankası minimum veya maksimum mevduat ve kredi faizlerini ve/veya bazen de ortalama mevduat ve kredi faizleri arasındaki farkı (açıklığı-spread) belirleyerek çeşitli sınırlamalar koyabilirler. Bu araç günümüzün gelişmiş ekonomilerindeki etkin çalışan modern merkez bankacılığı sisteminde artık kullanılmamaktadır. Merkez bankalarının bu aracı kullanmamasının en temel sebepleri ise; merkez bankasının kredi piyasasını dengeye getirecek bir faiz oranını belirlemesi hem çok zordur hem de bu piyasada dengede olmayan faiz oranlarının ekonomiye maliyeti çok yüksektir. Ayrıca, bankalar verecekleri kredinin fiyatını (maliyetini) belirleme aşamasında risk faktörlerini de hesaba katabilecekleri bir esnekliğe ihtiyaç duymaktadırlar. Serbest piyasa ekonomilerinde, faizlerdeki değişiklikler kredi kaynaklarına olan arz ve talebi dengelemektedir. Bu yolla farklı sektörler için farklı faiz oranları uygulanabilmekte, teşvik edilmek istenen sektörlerle gelecek kredilerin faiz oranları daha düşük tutulabilmekte ve sonuçta kaynakların bu sektörlerle aktarılması veya diğer sektörlerle kaymasının engellenmesi amaçlanmaktadır.

Faiz oranı tavanları (mevduat ve ödünçler için) 1970'lere kadar çok sık kullanılan yöntemler olmuştur. Bunların içinde en çok bilineni ise, 1980'lerin başında ABD'de kaldırılan Q düzenlemeleri olmuştur. Miktar kısıtlamaları, özellikle banka operasyonlarındaki ödünç verme tavanları, 1979 yılına kadar İngiltere Merkez Bankası'nın para politikası enstrümanları arasında çok önemli bir rol oynamıştır.³¹

2.5.1.2. Kredi Tavanı Kontrolleri

Parasal (finansal) programlama; büyüme, ödemeler dengesi ve enflasyon için belirlenen hedefler çerçevesinde hükümete ve diğer ekonomik ajanlara açılacak toplam kredi büyümesinin hesaplanmasında kullanılmaktadır. Merkez bankaları, ticari bankaların çeşitli ekonomik faaliyetlerle ilgili olarak açacakları kredilere bir takım sınırlamalar getirebilir. Toplam kredi genişlemesi her bir ticari bankanın toplam kredi hacmi içindeki payı nispetinde dağıtılmakta ve belirlenmektedir. Ayrıca, hem faiz oranı hem de kredi tavanı kontrolleri genel olarak, yani herhangi bir sektörü teşvik etmek veya engellemek için değil, tüm parasal genişlemeyi frenlemek için de kullanılabilir.

Selektif kredi kontrolleri hemen hemen tüm ülkelerin uygulamalarında, ekonomideki belirli öncü sektörlerle kredi imkânı sağlamayı amaçlamıştır.

³¹ Timur Önder, a.g.e. ,s.61

Buradaki temel sorun, ekonomik büyümeyi sağlayacak sektörler hakkında ekonomik ajanlara göre politika yapımcıların daha çok bilgiye sahip olduğunun varsayılmasıdır.

Kredi tavanları genellikle merkez bankalarının kendilerine yüklenmez, aksine merkez bankaları tarafından ticari bankalara uygulanır ve temelde üç çeşidi vardır:

1. Merkez bankalarının ticari bankalara verdiği krediler, bu ticari bankaların pasifindeki mevduatlar ile sınırlanabilir,
2. Ticari bankaların kredileri öz kaynaklarının belli bir katı ile sınırlanabilir,
3. Ticari bankaların verdikleri krediler, kredi alanlar için sınırlandırılabilir.

Sonuçta, eğer bazı bankalar kendi kredi tavaclarına ulaşamazlarsa, toplam kredi genişlemesi programlanandan daha düşük bir seviyede gerçekleşerek planlanan büyümeyi muhtemelen olumsuz etkileyecektir. Ayrıca, bir bankanın kendi kredi tavanına ulaştıktan sonra toplayacağı mevduat faiz getirisi sağlamayacağından dolayı, banka bazında kredi tavanları mevduat hareketliliğini olumsuz etkilemektedir. Kredi kontrollerinin ortaya çıkardığı problemler ise; bankalararası para piyasası gelişiminin teşvik edilmesiyle, bankalara kendilerine ait kredi tavanlarının ticaretine izin verilmesiyle, kredi tavanı limitine ulaşan bankaların fazla likiditelerine faiz ödenmesiyle ve fazla rezervlerini borç verme imkânına ekleyerek üst tavanlarını yükseltmeleriyle azaltılmıştır.

Kredi tavanlarının belli bir zaman için, belirli kuruluşlar veya sektörler tarafından uygulanması kredi dağıtım mekanizmasında sabit kemikleşmiş bir yapı oluşturur. Doğrudan araçlar kredi kontrollerinde ve faiz oranlarında çoklu bir yapıya neden olarak parasal koşullarda etkinsizliğe ve bozulmaya yol açar. Hatta doğrudan araçların etkin kullanımı likidite fazlalığına, finansal piyasalarda baskıya ve mali aracılık hizmetlerinin bozulmasına yol açabilir. Bankaların mevduatları büyürken kredi verebilmelerine konulan tavanlar, fazla likidite yaratma eğilimindedir. Bu fazla likidite de krediler serbest bırakıldığında enflasyonist bir potansiyele sahiptir. Düzenlemelerle faizlerin denge seviyelerinin altında tutulması, finansal piyasalarda baskıya neden olabilir. Bu da tasarrufların etkin olmayan bir biçimde kullanılmasına yol açarak, tasarrufların menkul kıymetlere ve gayrimenkullere kaymasına sebebiyet verir.³²

³² Timur Önder ,a.g.e. ,s.61-63

2.5.1.3. Farklılaştırılmış Reeskont Kotaları

Merkez bankaları, ticari bankaların getirecekleri senetlere, özelliklerine göre farklı reeskont oranı uygulayabilir. Böylece merkez bankası, bazı sektör ve faaliyetlerin gelişmesini sınırlandırabilir ya da özendirebilir. Bununla birlikte bu tür ayrıcalıklı para politikasının olumlu sonuç verebilmesi için ticari bankaların merkez bankasına getirdikleri senet miktarlarının büyük rakamlara ulaşması gerekir.³³

2.5.1.4. Disponibilite Uygulaması

Disponibilite oranı, bankaların mevduat karşılığında bulundurmak zorunda oldukları nakit veya kolaylıkla paraya çevrilebilen değerlerin mevduata oranıdır. Dolayısıyla disponibilite oranı yüksek olması para arzını da azaltır.

Disponibilite Oranı = (Nakit veya Kolaylıkla Paraya Çevrilebilen Değerler / Mevduat) x 100

Merkez bankaları, ticari bankaları, ellerindeki fonların belirli bir oranı ile öngördükleri tahvil ve bonoları satın almaya, merkez bankasında serbest tevdiat ve kasalarında nakit olarak bulundurmaya zorlayabilir. Disponibilite uygulaması bankaların likiditesini ve dolayısıyla aktif yapısını düzenleyen zorunlu bir araçtır. Eğer, piyasa faiz oranları satın alınan DİBS'lerin faiz oranlarından yüksekse, bu yolla piyasa faiz oranlarından daha düşük bir faizle bir kısım fonlar kamu sektörüne aktarılmış olmaktadır. Böylece bankaların fonlama maliyeti artar. Ters durumda ise bankaların fonlama maliyetini düşürücü etki yapmaktadır. Disponibilite uygulaması bankalara kaçınacak alan bırakmayarak (pasiflerin tamamını içerecek şekilde) uygulanmasıyla dolaysız, bankaların kaçınabilecekleri alanlar bırakarak (pasiflerin bir kısmını içerecek şekilde) uygulanmasıyla dolaylı bir araç niteliğindedir.³⁴

2.5.1.5. Finansal Aracıların Portföylerinin Yeniden Düzenlenmesi

Merkez bankası, ticari banka ve banka dışı finansal kurumların portföyünde bulunduracakları kıymetlerin bir kısmına el atabilir. Örneğin, bu kuruluşların satın alacakları tahvil ve pay senedi gibi menkul kıymetlerin

³³ İlker Parasız, "Para Banka ve Finansal Piyasalar Teori ve Politika", Ezgi Kitapevi Yayınları, 6.Baskı, Bursa, Ekim 1997 , s.274

³⁴ Timur Önder ,a.g.e. ,s.64

hangi faaliyet dallarına ait olacağı, bunların oranının veya miktarının ne kadar olacağını belirleyebilir. Böylece finansal kuruluşların ellerinde bulunan fonların ekonomik büyümeye katkıda bulunabilen sektörlerle transferi sağlanabilir. Ancak böyle bir politikanın başarılı olabilmesi söz konusu ekonomide menkul kıymet çeşitlerinin alışverişlerinin bol olması gerekir.³⁵

2.5.1.6. Hisse Senedi Ve Tahvil Alımına Yönelik Kredilerin Kontrolü

Bu tür menkul kıymetlerin taksitle satın alınması durumunda, alınan kıymetlerin ne kadarının peşin ödeneceği belirlenmektedir. Bu tür kredi kontrolleri, ABD'de 1930'lu yıllarda bankaların borçlandıktan sonra senet piyasalarında spekülasyon davranışları sonucunda, senet fiyatları aşırı yükselmiş ve alınan senetler tekrar teminat gösterilerek yeniden borçlanmaları yoluyla para arzının hızlı artışı nedeniyle uygulamaya konulmuştur.³⁶

2.5.1.7. Tüketici Kredilerinin Kontrolü

Para otoriteleri, konut ve apartman dairesi dahil olmak üzere çeşitli dayanıklı tüketim mallarının taksitli alımlarında, müşteriler tarafından peşin olarak ödenecek minimum miktarını, vadesini ve bu amaçla verilen kredileri değiştirerek, söz konusu mallara karşı talebi teşvik edebilir veya kısıtlayabilir.³⁷

2.5.1.8. Özel Mevduatlar

Özel mevduatlar, ticari bankalar tarafından açılması zorunlu olan ancak yapılan düzenlemelerle bu mevduatların merkez bankasında tutulması ile para arzındaki genişlemeyi sınırlayan araçlardır. İthalat teminatları bu işlemlere örnek olarak verilebilir.

2.5.1.9. Merkez Bankasının Moral Takviyesi

Merkez bankası, bankaların davranışlarını değiştirmesi için ikna gücünü kullanabilir. Bu politikaya, merkez bankasının açık ağız politikası ya da ahlaki korkutma politikası da denmektedir. Özellikle, kriz dönemlerinde, Asya ülkelerinde (Singapur, Malezya) çok sık kullanılmıştır. Bu politikanın yasal bir dayanağı olmamakla beraber, merkez bankası bankaları ülke çıkarları doğrultusunda hareket etmeye ikna edebilir.

³⁵ İlker Parasız, a.g.e., s.274

³⁶ Timur Önder, a.g.e., s.64-65

³⁷ İlker Parasız, a.g.e., s.274

2.5.1.10. Reklâm ve Resmi Olmayan Öğütler

Merkez bankaları görüşlerini kamuoyu ile paylaşmak için birçok yol kullanabilir. Merkez bankası görüşlerini basın yayın organları aracılığıyla açıklayabileceği gibi, yapacağı tavsiyelerle firmaların bekleyişlerini de etkileyebilir.

2.5.2. Para Politikasının Dolaylı (Endirekt) Araçları

Dolaylı para politikası araçları piyasa mekanizmaları aracılığıyla parasal hedefi etkilemektedir. Diğer bir söylemle, dolaylı para politikası araçları merkez bankalarının piyasalara bir aracı gibi girerek işlem yapmasını sağlayan, inisiyatifi piyasalara bırakan araçlardır. Literatürde piyasa bazlı araçlar olarak da tanımlanabilen dolaylı araçlar, piyasadaki katılımcıların isteğine bağlı olarak (gönüllü) piyasa fiyatlarıyla yapılan işlemler sayesinde bankalara sağlanan likiditeyi değiştirmektedir. Bu yüzden birçok gelişmekte olan ülke makroekonomik hedeflerine ulaşabilmek amacıyla, piyasa bazlı araçların kullanımını daha aktif bir hale getirerek, kullandıkları parasal kontrol sistemlerini yeniden yapılandırmaktadır.

Merkez bankaları aşağıdaki para politikası araçlarını kullanarak piyasadaki rezervlerin elde edilebilirliğini ve bankalararası para piyasası faiz oranı gibi kritik kısa vadeli faiz oranlarını etkileyerek para politikasını yürütmektedirler. Doğrudan araçların giderek etkinsizleşmesi ve uluslararası sermaye hareketleri üzerindeki kısıtlamaların azaltılmasıyla birlikte, dolaylı para politikası araçları para politikasının yürütülmesinde para otoritelerine oldukça büyük esneklikler sağlamıştır.³⁸

Dolaylı araçlar, doğrudan araçların tersine, mali aracılık hizmetlerinin etkin olarak kullanılmasını sağladığı için ve kayıt dışı finans sektörünün büyümesini teşvik etmediğinden dolayı daha etkindir. Ayrıca, büyük oranda teknolojik gelişmelerin bilgi ve işlem maliyetlerini düşürmesiyle yaşanan finansal yenilikler (ve liberalizasyon) de bu araçların kullanımını daha fazla etkinleştirmiştir. Doğrudan araçlar piyasalar vasıtasıyla kullanıldığından, ekonomik olarak bazı parasal büyüklükler daha önemsiz bir hale geldiğinde bile bu araçlarla parasal koşullar etkilenebilmektedir. Yapısal reformlarla ekonomi serbestleştirilerek ve piyasa rekabeti sağlanarak, piyasa bazlı araçların para politikası yönetiminde ağırlığı giderek artmıştır. Böylece, faiz oranları ve döviz kurları gibi temel fiyat göstergeleri, para politikası içinde çok daha önemli bir hale gelmiştir.

³⁸ Timur Önder, a.g.e. ,s.65-66

Dolaylı araçların çeşitlemesinde en önemli nokta, merkez bankasının etkilemek istediği kredi-faiz oranları veya para miktarı gibi değişkenleri hangi araçlarla kontrol edebileceğidir. Kullanılan araçların etkileri mutlaka tahmin edilebilir olmalıdır. Böylece parasal kontrol için kullanılan araçlar eğer esnekse, ortaya çıkan parasal etkiler anında değiştirilebilir veya tersine çevrilebilir. Teminat karşılığı yapılan merkez bankası operasyonları yalnızca bir likidite kontrol aracı değil aynı zamanda finansal piyasaların gelişimini teşvik eden bir uygulamadır. Dolaylı araçlar para politikası uygulamalarında daha büyük bir esneklik sağlamaktadır. Ani şoklara ve yanlış politika uygulamalarına karşı, dolaylı araçlar kullanılarak anında değişiklik yapılabilir. Özellikle yıllık ya da dönemsel olarak yapılan doğrudan araçlardan kredi tavanı değişiklikleri bu tür ani ve hızlı politika değişikliklerine imkân vermemiştir. Piyasa bazlı parasal araçlar, ticari bankaların ve diğer finansal kuruluşların likidite pozisyonlarını değiştirmek yoluyla, dolaylı olarak para, kredi ve faiz oranlarını etkilemektedirler. Dolaylı para politikası araçlarıyla, merkez bankası kendi yükümlülüğünde bulunan rezerv paranın miktarını veya fiyatını kontrol ederek, tüm bankacılık sistemindeki kredi ve para miktarı ve faiz oranları çok daha geniş ölçüde etkilenebilmektedir.³⁹

Dolaylı araçlar kredi dağıtımında ve para politikasının oluşturulmasında piyasa güçlerine dayandırıldığından dolayı, hem ekonomik sinyallerin en temel kaynağı olan finansal piyasaların gelişimine hem de siyasi baskıların (depoliticize) azalmasına yardımcı olmaktadır. Dolaylı araçlardan etkin olarak yararlanabilmek için, Merkez Bankasının bu araçları uygun bir kapasiteyle ve doğru analizlerle birlikte kullanması zorunludur. Finansal serbestleşmeyle birlikte dolaylı araçların kullanılmasının en temel avantajı finansal tasarrufların artmasıyla birlikte yatırımların etkinliğinin artması olmuştur.

Merkez bankası dolaylı para politikası araçlarını kullanarak sağlayacağı parasal tabanı (rezerv parayı) belirleme imkânına sahiptir. Bu da bankaların likidite pozisyonlarını etkilemekte ve böylece yeni denge piyasa faiz oranları oluşmaktadır. Finansal sistem aracılığı ile merkez bankası tüm sistemin likidite ihtiyacını belirleyebilmekte, fakat bu belirlenen likiditenin dağılımını piyasa kendisi yapmaktadır.

³⁹ Timur Önder, a.g.e. ,s.66-67

Doğrudan para politikası araçlarını ilk defa gelişmiş ülkeler terk etmeye başlamıştır. Kanada doğrudan araçları kullanmayı 1967 yılında bırakmıştır. 1980'lerin sonlarına kadar bazı doğrudan araçlar kullanılsa da, ABD'de de dolaylı araçların kullanılmasında uzun bir geleneksel sürece sahiptir. Batı Avrupa ülkelerinin büyük bir kısmında ise dolaylı para politikası araçlarına geçiş süreci kademeli ve daha gecikmeli olarak gerçekleşmiştir. Fransa ve İngiltere'de 1960'ların sonu 1970'lerin başında bu araçları kullanmaya doğru önemli girişimlerde bulunmuşlardır. Hatta her iki ülkede bir süre boyunca doğrudan araçların bazılarını kullanmayı sürdürmüşlerdir. Merkez bankalarının dolaylı araçları kullanabilmeleri için; finansal piyasaların yeterince geliştiği, makroekonomik dengelerin sağlandığı ve faiz oranlarının kontrollü olmasına rağmen piyasa faizlerine oldukça yakın olduğu İngiltere ve Fransa'da, dolaylı para politikası araçlarının adaptasyonu ve finansal liberalizasyonun ilk girişimleri çeşitli aksilikler yüzünden olumsuzlukla sonuçlanmıştır. Özellikle Fransa'da para politikası araçlarının karışımının etkin olmaması ve zorunlu karşılıkların faiz oranı yönetimini desteklemek için kullanılması ve belli faiz oranı artışlarının Fransa finansal sektörünü bozarak esnek faiz oranı yönetimini engellemesi, bu başarısızlığı yaratmıştır. Fransa tam anlamıyla dolaylı para politikası araçlarının kullanımına 1987 yılında geçebilmiştir. Bu nedenle, para ve maliye politikası hedeflerinin çatışmasının önlenmesi, dolaylı araçların etkinliği için çok önemlidir. 1980'lerin ortasında başlayan ve günümüzde Avrupa Birliği'ni oluşturan ülkelerin finansal entegrasyon süreci, ülke ekonomilerini birbirlerine çok daha büyük oranda bağımlı hale getirmiş ve sonucunda da dolaylı para politikası araçlarına geçiş sürecine hız kazandırmıştır. Bu geçiş sayesinde kullanılan para politikası teknikleri de değişime uğramıştır. Almanya'da açık piyasa işlemleri, reeskont işlemlerinin ve minimum zorunlu karşılıkların önceki dönemlerde yarattığı baskıları azaltarak, Bundesbank'ın kısa dönemli rezerv yönetiminin temel amacı haline gelmiştir. Belçika, Danimarka, İtalya, Hollanda, İspanya, Finlandiya, Norveç ve İsveç dolaylı para politikası araçlarını 1980'lerin sonunda ve 1990'ların başında kullanmaya başlamışlardır. Avrupa'daki bu parasal entegrasyona doğru kayış sürecinin ortaya çıkardığı dolaylı araçların kullanımı, benzer şekilde Yunanistan, İskoçya ve Portekiz'de de kullanılmaya başlanmıştır.⁴⁰

⁴⁰ Timur Önder, a.g.e. ,s.67-68

Her ne kadar Japonya hiçbir zaman kredi tavanlarını kullanmamış olsa da, kullandığı en önemli doğrudan para politikası araçları faiz oranı kontrolleri ve moral takviyesi (moral suasion) olmuştur. Japonya'nın dolaylı araçlara geçişi, 1970'lerin ikinci yarısında başlayan ve 1996 yılında tamamlanan geniş liberalizasyon çalışmalarıyla başlamıştır. Japonya Merkez Bankası'nın moral takviyesini kullanımı 1980'lerin başlarında hızla azaltılmış ve 1991 yılında da resmi olarak bırakılmıştır. Banka ödünçlerinin faiz oranları 1940'tan beri serbest olmakla birlikte, mevduat faizlerinin serbestleştirilmesi 1970'lerin ikinci yarısında başlatılmış ve sürekli bir şekilde devam ettirilmiştir. Bunların tersine, Yeni Zelanda 1985-1986 yıllarında, başarılı bir liberalizasyon değişim programıyla, dolaylı para politikası uygulamalarına geçmiştir. Meksika ise parasal kontrol amacıyla doğrudan para politikası araçlarından piyasa bazlı araçlara geçiş döneminde, zorunlu karşılıkları kullanmayı bırakmış ve acil ödünç verme hariç reeskont penceresi işlemlerini de kullanıma kapatmıştır.⁴¹

Dolaylı para politikası araçlarının kullanılmaya başlanmasıyla para politikasının etkinleşmesi; geçiş sürecinin sonunda parasal çarpanların ve temel parasal büyüklüklerin yönetilebilir seviyelere inmesi, bunların tahmin edilebilirliğini kolaylaştırmıştır. Bu geçişle faiz oranları da pozitif değerler almış ve kısa vadeli faizlerdeki volatilité artmış böylece geçiş sonrası bu faizler hem piyasa koşullarına hem de merkez bankası davranışlarına daha hassas hale gelmiştir.

Dolaylı araçların, istikrarlı ekonomik koşullara ve sürdürülebilir mali politikalara ihtiyacı vardır. Dolaylı para politikası araçlarının etkin kullanımı için, mali disiplinin sağlanması çok önemlidir. Bunun için hükümetin mali açıklarının parasal finansmanına merkez bankası tarafından kesin bazı kısıtlamalar koymak, yürütülen para politikası açısından çok faydalıdır. Bu tür bir program, borçlanma enstrümanlarının genişlemesine, piyasa bazlı işlemlere ve ikincil piyasa işlemlerine de destek vermiştir. Borç yönetimi ve para politikası hedefleri arasındaki potansiyel çatışmaların, para politikası lehine çözümlenmesi de çok önemlidir.

Sonuç olarak, bu geçiş aşamalarının sonunda para politikasının yürütülmesi amacıyla, gelişmiş ülke merkez bankaları aşağıdaki dolaylı (endirekt) para politikası araçlarının bir karışımını kullanmaktadırlar:

1. Açık Piyasa İşlemleri,

- Repo, Ters Repo, Doğrudan Alım, Doğrudan Satım,

⁴¹ Timur Önder, a.g.e. , s.69

- Depo (mevduat) alımı; Depo satımı,
- Merkez bankası likidite senedi ihracı,
- 2. Döviz - Efektif İşlemleri,
- 3. Reeskont Penceresi İşlemleri,
- 4. Zorunlu Karşılık Oranları.

Yukarıdaki para politikası araçlarından ilk üç madde (açık piyasa işlemleri, döviz-efektif işlemleri ve reeskont penceresi işlemleri) Para Tabanını; son madde (zorunlu karşılık oranları) ise Parasal Çarpanı etkilemek için kullanılmaktadır.⁴²

2.5.2.1. Açık Piyasa İşlemleri

Açık piyasa işlemleri en önemli para politikası aracıdır. Çünkü faiz oranları ve parasal tabanın en önemli belirleyicisidir. Dolayısıyla, açık piyasa işlemleri para arzı üzerindeki çok etkili bir araçtır. Açık piyasa alımları parasal tabanı genişletir ve para arzını artırarak kısa vadeli faiz oranlarını düşürür. Öte yandan, açık piyasa satışları parasal tabanı daraltır ve para arzını azaltarak kısa vadeli faiz oranlarını yükseltir.

Açık piyasa işlemleri rezervleri ve dolayısıyla parasal tabanı değiştirmek için yapılabileceği (dinamik açık piyasa işlemleri) gibi, rezervleri ve parasal tabanı etkileyen diğer faktörlerdeki gelişmelerin etkisini gidermek için de yapılabilir.

Açık piyasa işlemleri diğer menkul kıymetler de kullanılmakla birlikte, genellikle hazine bonoları ve devlet tahvilleri kullanılmaktadır. Çünkü bu kâğıtlar genellikle çoğu ülkelerde en likit ve en çok derinliğe sahip menkul kıymetlerdir. Likit olması, çabuk gerçekleşmesi ve esneklik sağlaması açık piyasa işlemlerinin daha çok kullanılmasına yol açmaktadır.⁴³

Açık piyasa işlem çeşitleri ve uygulanma nedenleri aşağıdadır:

2.5.2.1.1. Doğrudan Satım: Merkez bankası, piyasadaki likiditenin sürekli olarak fazla olacağına inanıyorsa, söz konusu fazla likiditeyi çekmek için, API portföyündeki kıymetleri bankalara/aracı kurumlara satar ve karşılığında bankalar, ellerindeki fazla likiditeyi merkez bankasına kalıcı olarak devrederler. Böylece bankaların/aracı kurumların toplam rezervleri azaltılır.

⁴² Timur Önder, a.g.e, s.69-70

⁴³ Mehmet Günal, "Para Banka ve Finansal Sistem", Yeni Dönem Yayıncılık, Ankara, 2006,s.75

2.5.2.1.2. Geri Alım Vaadiyle Satım (Ters Repo): Merkez bankası, piyasadaki likiditenin geçici bir süre için fazla olduğunu, belli bir süre, örneğin 30 gün, sonra tekrar normal seviyelerine döneceğini düşünüyorsa, fazla likiditeyi ters repo işlemleri ile piyasadan çeker. Ters repo işlemlerinde merkez bankası, APİ portföyündeki senetleri bankalara/aracı kurumlara belirli bir süre için belirli bir fiyattan geri almak vaadiyle satar, bankalar/aracı kurumlarda karşılığında ellerindeki fazla likiditeyi geçici bir süre için merkez bankasına devrederler. Ters repo işlemlerinde iki anlaşma aynı anda yapılmış olur. Merkez bankası, senetleri bankalara/aracı kurumlara belirli bir fiyattan, belirli bir vade için satarken, işlemin vadesinde de belirlenen faizle birlikte, aynı senetleri bankalardan/aracı kurumlardan geri alacağını kabul etmiş olur. İşlemin vadesinde bankalar/aracı kurumlar aynı senetleri tekrar merkez bankasına satmak zorundadırlar.⁴⁴

2.5.2.1.3. Doğrudan Alım: Merkez bankası, likiditenin kalıcı olarak istenilen düzeylerden az olacağına inanıyorsa, eksik olan likiditeyi sağlamak için bankalardan/aracı kurumlardan kıymet alır ve karşılığında bankalara/aracı kurumlara nakit aktarır. APİ portföyüne, piyasadan alınacak devlet iç borçlanma senetlerinin vadeleri, eski kanunda işlem valörü itibarıyla bir yıldan kısa vadeli olması gerekirken; yeni düzenlenen kanunla, artık böyle bir vade sınırlaması uygulanmamaktadır. Çağdaş merkez bankacılığı ilkeleri merkez bankalarının birincil piyasadan (Kamudan-Hazine-den) kıymet almasına imkân vermemektedir. Doğrudan alım işlemi sonucunda, bankalar kalıcı olarak ekonominin ihtiyaç duyduğu likiditeye kavuşurken, faizlerin enflasyon hedefi ile tutarlı düzeylerde kalması sağlanmış olur. Böylece bankaların/aracı kurumların toplam rezervleri artırılır.

2.5.2.1.4. Geri Satım Vaadiyle Alım (Repo): Merkez bankası, piyasadaki likiditenin geçici bir süre için istenilen düzeyden az olduğunu, belli bir süre, örneğin 30 gün, sonra tekrar normal seviyelerine döneceğini düşünüyorsa, eksik likiditeyi repo işlemleri ile piyasaya verir. Repo işlemlerinde merkez bankası, bankalardan/aracı kurumlardan kıymetleri belirli bir süre için belirli bir fiyattan geri satmak vaadiyle satın alır, karşılığında bankalara/aracı kurumlara nakit aktarır. Buradaki öncelik yüksek fiyat teklif eden kurumdan, düşük faiz öneren kuruma doğru sıralanmaktadır.

⁴⁴ Timur Önder, a.g.e. ,s.70-71

Ters repo işlemlerinde olduğu gibi repo işlemlerinde de iki anlaşma aynı anda yapılmış olur. Merkez bankası, senetleri bankalardan belirli bir fiyattan, belirli bir vade için alırken, bankalar da aynı senetleri işlemin vadesinde belirlenen faizle birlikte, merkez bankasından geri alacaklarını kabul etmiş olur. Bankalar, işlemin vadesinde aldıkları nakdi faizi ile birlikte merkez bankasına geri vermek, merkez bankası da aynı kıymetleri bankalara iade etmek zorundadır. Repo; ikincil piyasanın tam anlamıyla gelişimini tamamlayamadığı dönemlerde de kullanılabilmekte, menkul kıymetler piyasasını bozmamakta, oldukça güvenli, esnek ve otomatik tersine çevrilebilen ve kısa dönemde geçici bir etki gösteren çok kullanışlı bir para politikası enstrümanıdır.⁴⁵

2.5.2.1.5. Depo (Mevduat) Alımı ve Satımı: Bu tür işlemler bir nevi bankalararası mevduat işlemleri olup, asıl olarak merkez bankalarının “likiditenin son merci” işlevleri gereği kullanılır. Merkez bankaları genelde para piyasası gecelik vade faiz oranlarının belirli bir bant içinde oluşmasını hedeflerler. Bu çerçevede, merkez bankaları, gecelik vadede para piyasasında faizler üst sınıra çıktığında, açık piyasa işlemleri çerçevesinde bankalara teminat karşılığı, likidite verirler, ya da faizler çok düştüğünde, bankalardan mevduat alarak faizlerin aşırı dalgalanmasının önüne geçmeye çalışırlar.

2.5.2.1.6. Merkez Bankası Likidite Senedi İhraçları: Merkez bankaları, likidite fazlasını doğrudan kendi ihraç edecekleri kısa vadeli “likidite senetleri” ile de çekebilirler. Likidite fazlalığı yaşayan ülkelerde bu tür senetler aktif bir açık piyasa işlemi aracı olarak kullanılmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde en temel parasal kontrol aracı APİ'dir. Diğer para politikası araçlarının tersine, açık piyasa işlemleri çok esnek bir para politikası aracı ve bireysel anlamda kuruluşların katılabilmesi yönünden de zorunlu değil isteğe bağlıdır. APİ istenilen sıklıkta ve miktarda uygulanabilmesiyle, bu yolla da kısa dönemli faizlerde veya para tabanında istikrar sağlamayı amaçlayan çok kullanışlı bir yöntemdir. APİ bankalara herhangi bir vergi yüklememektedir. Ayrıca açık piyasa işlemleri Finansal piyasalarda rekabetin yaratılması ve büyütülmesi için çok daha uygun bir tekniktir. Birçok ülke merkez bankası piyasada likidite sıkıntısı yaratarak,

⁴⁵ Timur Önder, a.g.e. ,s.71

bankaları merkez bankasından borçlanmaya zorlamakta ve bu gibi borçlanma koşulları temel bir para politikası aracını oluşturmaktadır. Diğer bir deyişle, açık piyasa işlemleri merkez bankasına kendi inisiyatifindeki parasal operasyonların hacminde ve zamanlamasında büyük esneklik sağlamak ve piyasalarda gerçekleştirilen bu işlemler herkese açık olup doğrudan kontrollerin ortaya çıkardığı etkinsizliği de engellemektedir.⁴⁶

Her ne kadar ikincil piyasalar merkez bankalarına (finansal serbestleşmeyle birlikte) daha büyük bir esneklik sağlasa da, serbestleşmenin ilk aşamalarında birincil piyasa ki ikincil piyasalar yeterince gelişmediği için daha çok kullanılmıştır. Bankalararası para piyasaları etkin olarak çalışmayan bir ülkede, açık piyasa işlemlerini tam ve etkili olarak kullanmak mümkün değildir.

Eğer merkez bankası para politikasının yürütülmesinde gerekli kredibiliteye sahip değilse, ister gelişmiş ister gelişmekte olan ülkeler olsun, ekonomide finansal istikrarın sağlanması çok daha zor bir duruma dönüşmektedir. Bu nedenle, merkez bankası portföyünün oldukça likit ve risksiz bir bileşime sahip olması çok büyük bir önem arz etmektedir. Eğer piyasalar oldukça yüksek bir gelişim seviyesine ulaşmışsa, finansal kuruluşlar sürekli ve büyük hacimli işlemler aracılığıyla günlük likiditelerini ve nakit akımlarını yönetmeye başlamışlardır. Bu da, merkez bankasına kendi inisiyatifinde olan APİ'yi daha etkin kullanma imkânı vermektedir.

Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) piyasasının yeterli gelişmediği ülkelerde, aktif bir bankalararası para piyasası para politikasının yürütülmesinde çok daha önemli bir konuma sahiptir. Böylece etkin bir DİBS piyasası olsun ya da olmasın, birçok ülkede ki gelişmiş veya gelişmekte olan rekabetçi bir interbank pazarı, açık piyasa işlemlerinin temelde piyasa merkezli para politikasının yönetiminde etkin olabilmesi için gerekli bir önkoşuldur. Ayrıca, DİBS'lerin çoklu fiyat ihaleleri kullanılarak yapılacak satış yöntemi, rekabetçi bir menkul kıymetler piyasası gelişimini desteklemek için, Hazinesinin ve merkez bankasının kontrolleri altındaki en önemli faktörlerden bir tanesidir. Yeni kurulan menkul kıymetler piyasasının etkin ve aktif olarak çalışabilmesi için; piyasanın çalışma saatleri olabildiğince esnek olmalı, etkin bir gözetim ve denetim sistemi kurulmalı ve merkez bankası aktif olarak piyasa işlemlerine taraf olarak katılmalıdır.

⁴⁶ Timur Önder, a.g.e. ,s.72-73

Gelişmekte ve geçiş ekonomilerinde uygulanan API; bankacılık sisteminin yapısına, finansal sistemin serbestleşme derecesine, merkez bankasının eğitimli personeline, yeterli istatistiksel verilere, finansal yapıya ve DİBS veya özel para piyasası enstrümanlarının kullanılmasına bağlı olarak piyasa koşullarında çok çeşitlilik göstermektedir. Ekonomiler büyüdükçe ve piyasalar olgunlaştıkça, birçok ülke ikincil piyasada oldukça esnek olan açık piyasa işlemlerini, özellikle repo-ters repo ve interbank piyasası işlemlerini, para politikasının yürütülmesinde kullanmaya başlamaktadırlar. Repo ve ters repo işlemleri, doğrudan alım ve doğrudan satım işlemleriyle kıyaslandığında, özellikle sermaye girişlerinin ve/veya çıkışlarının olduğu dönemlerde piyasadaki likiditeyi dengelemek (düzenlemek) amacıyla çok sık kullanılmaktadır.

Açık piyasa işlemleri para politikasının yürütülmesinde iki şekilde uygulanabilir:

1. Aktif olarak; belirlenmiş bir rezerv miktarını hedefleyerek ve rezervlerin fiyatının yani faiz oranlarının serbestçe dalgalanmasına izin vererek, (likidite (rezervler) kullanılır),
2. Pasif olarak; belirli bir faiz oranını (fiyatı) hedefleyerek, rezerv miktarının dalgalanmasına izin vererek, (faiz oranlarını kullanılır).

API, ya aktif olarak rezerv miktarı hedeflenerek ya da pasif biçimde para piyasası faiz oranı hedeflenerek yürütülmektedir. Açık piyasa tipi operasyon (open market-type operations) birincil piyasada ya yeni Hazine ya da merkez bankası menkul kıymetlerinin merkez bankası tarafından parasal kontrol amacıyla fazla likiditeyi çekmek için kullanılmaktadır. Hazine veya merkez bankası menkul kıymetlerinin birincil piyasada açık piyasa tipi operasyonlarla ihraç edilmesi, ülkeye sermaye girişlerinin yoğun olduğu dönemlerde bankacılık sistemindeki fazla likiditeyi çekmek için çok elverişli bir yöntemdir.⁴⁷

Aktif API uygulamasında operasyonel hedef olarak kullanılan likidite, açık piyasa işlemlerinin yokluğunda tahmini olarak sağlanacak likidite tutarı için hedef (amaç) kıyaslanır. Eğer hedeflenen rezerv tutarı tahmin edilenden büyük ise eksik likidite tutarı sağlanır ya da eğer hedeflenen likidite tutarı tahmin edilenden küçük ise fazla rezerv miktarı çekilir. Pasif API uygulamasında operasyonel hedef olarak kullanılan faiz oranları hedefinde ise, likiditenin çekilmesi veya eklenmesi hedeflenen faiz oranıyla yapılmaktadır. API ticari bankalar veya piyasa yapımcılar (primary dealers)

⁴⁷ Timur Önder, a.g.e.,s.73-75

ile yapılmakta ve DİBS, merkez bankası senetleri, yabancı paralar ve ticari senetler gibi menkul kıymetlerle yürütülmektedir. İşlem çeşidi olarak ise repo, ters repo, doğrudan alım, doğrudan satım ve forex swap uygulanmaktadır. Kullanılması bankaların kendi inisiyatifinde olan reeskont penceresi veya Lombard imkânı, bankalararası para piyasası daha az gelişmiş ülkelerde çok daha önemlidir. API'nin etkinliği arttıkça, zorunlu karşılıklar da daha az kullanılan ve daha önemsiz bir konuma geçmişlerdir.

Piyasaları hassas ve iyi gelişmiş olan sanayileşmiş ülkeler, birkaç istisna dışında, genelde likidite temini için daha yoğun bir şekilde pasif yaklaşım tarzını API aracılığı ile kullanmaktadırlar. Gelişmekte olan ülkelere para politikasının etkilerini yansıtacak (geçirecek) etkin ikincil veya interbank piyasalarının olmayışı, bu ülkelerde aktif yaklaşımın kullanılmasının bir sebebi olabilmektedir. Diğer bir sebepte, aktif yaklaşım, özellikle enflasyonun kontrolünün en temel (overriding goal) amaç olduğu durumlarda, merkez bankasına kendi politika hedeflerini daha anlaşılır daha açık bir biçimde belirlemesine imkân vermesinden kaynaklanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelere piyasanın gelişmeye başladığı erken aşamalarda, likidite ihtiyaçları için işaretler verebilecek yeterli etkinlikte ikincil veya interbank piyasalarının olmayışı, likidite temininde aktif yaklaşımın seçilmesinde çok önemli bir etkidir. Bir ülkedeki döviz kuru ve ödemeler dengesi istikrarının önemi, çeşitli IMF destekli programlar aracılığıyla temelde bankaların likiditeleri veya parasal taban büyüklüğü yerine merkez bankasının net iç varlıkları kullanılabilir. Sonuçta bir merkez bankasının aktif veya pasif bir yaklaşımla API'yi kullanabilmesi o ülkenin piyasalarının ve ekonomisinin yapısına bağlı olacaktır.

API'nin ister aktif ister pasif yaklaşımda parasal kontrolün etkin bir aracı olabilmesi için, bankaların reeskont penceresini kullanabilmelerine kesin kısıtlamalar koymaya ihtiyaç vardır. Açık piyasa işlemleri, genelde bu tür kısıtlamalar olmadan, finansal koşullarda ve bankaların rezervlerinin kontrollerinde en temel para politikası aracı olarak kullanılamaz. Bu nedenle, reeskont penceresi işlemleri yüksek faiz veya giriş kısıtlamaları gibi koşullarla daha az çekici bir kredi şekline dönüştürülmelidir. Eğer bankalar merkez bankasından kendi istekleriyle borç alabileceklerse, API bu genişleme nedeniyle etkin bir biçimde para piyasası faiz oranını veya bu amaçla toplam rezervleri etkilemeyi veya parasal tabanı kontrol edemeyecektir. Bankaların likidite talebiyle ve piyasa operasyonları aracılığıyla sağlanan likidite arasında pozitif bir açık varsa, bu durumda bankalar reeskont penceresinden borçlanma yoluna giderek bu açığı karşılayacaklardır.

Bu genişleme durumunda API, para ve kredi koşullarının etkilenmesindeki sınırlayıcı rolünün yerine getirilmesinde etkin bir rol oynayamayacak ve ekonominin ihtiyaç duyduğu çipa (anchor) görevinin yerine getirilmesini para piyasası faiz oranı değil reeskont penceresi faiz oranı gerçekleştirecektir. Eğer reeskont politikası kesin olarak kısa vadeli ihtiyaçlar için kapatılırsa, bu aracın piyasadaki düzenleme veya emniyet sübabı fonksiyonlarını ortadan kaldırmış olacaktır.⁴⁸

Günümüzde açık piyasa işlemleri, merkez bankacılığının en etkin para politikası aracı haline gelmiştir. Açık piyasa işlemlerinin etkinliğinin en önemli nedenleri; faiz oranlarının ve işlem miktarlarının asıl olarak merkez bankasının tamamıyla inisiyatifinde olması, günün her saatinde değişik yöntemlerle kullanılabilmesi nedeniyle esnek ve etkin olması, gün içerisinde yapılan işlemlerin çok kolay bir biçimde tersine çevrilebilmesi ve gerçekleştirilen işlemlerin etkilerinin çok hızlı bir biçimde piyasalarda görülmesidir. Böylece, bu işlemler gün içerisinde rahatlıkla tersine çevrilebilmekte ve parasal taban üzerinde küçük miktarlardaki ayarlamalara (fine-tuning) imkân vermektedir. Açık piyasa işlemleri genelde ikincil piyasa işlemleri olduğundan dolayı, bu işlemlerin etkinlikle uygulanabilmesi için gelişmiş bir para ve menkul kıymetler (sermaye) piyasalarının (EFT, EMKT ve geniş kapsamlı bir yasal altyapı) oluşturulması gerek koşuldur. Özellikle DVP olarak adlandırılan (delivery versus payment system) ödeme sistemi kurulmalı ve geliştirilmelidir. Bu dönüşüm süreci tamamlandıktan sonra, API para politikasının esnek ve efektif bir aracı olarak kullanılabilir. Bu nedenle, açık piyasa işlemleri 1980'lerden başlayarak gelişmekte olan ülkelerde aktif olarak uygulanmaya başlanmıştır. Açık piyasa işlemleri ile piyasadaki yerli para likiditesi ve para piyasası faiz oranları belirlenir ve de para tabanı kontrol edilebilir.

Ekonomilerin büyümesiyle finansal piyasalarda gelişme ve derinleşme gözlenmekle birlikte, piyasanın gelişiminin parasal ve maliye otoritelerinin yol göstericiliğine ihtiyacı hep olmuştur. Bu süreçte öncelikle doğrudan araçlardan API'nin kullanıldığı birincil piyasa kâğıt ihalelerine doğru bir kayış başlamıştır. Sonra da, tamamen bu kâğıtların kullanıldığı daha esnek olan ikincil piyasa gelişimine doğru bir kayış gerçekleşmiştir. Dolayısıyla birincil piyasada yapılan API'ler aktif ikincil piyasaların evrimi için

⁴⁸ Timur Önder, a.g.e. ,s.75-76

bir başlangıç oluşturmıştır. Merkez bankasının piyasadaki kilit rolünü geliştirebilmesi için; DİBS'ler için şeffaf ve etkin bir birincil piyasa ihalesi gerçekleştirmeli, piyasayı bilgilendirmeli, kullandığı araçlarla ilgili düzenlemeleri ve standartları yapmalıdır. Ayrıca, bankacılık sistemine çok kolay bir biçimde kredi sağlamamalı, likidite rasyosu gibi oranlarla bankaları DİBS piyasasının esiri yapmamalı, DİBS'leri piyasa fiyatlarının altından almaları için bankacılık sistemine baskı yapılmamalı ve hazine yükümlülüklerini zamanında ve tam olarak yapmalıdır.

Açık piyasa işlemleri yapmanın en temel dezavantajları ve engelleri ise; açık piyasa işlemlerinin maksimum etkin kullanımı ve esnekliği için hem etkin bir ödeme sistemine hem de uygun menkul kıymetlerin kullanıldığı aktif, derin ve geniş ikincil piyasaya ihtiyaç vardır. Ayrıca merkez bankasının likidite tahmini ve piyasa analizleri için gerekli imkânları olmalı ve sağlıklı bankacılık sistemi, sık piyasalar, uygun olmayan finansal araçların ve bilgi eksikliğinin de azaltılması gereklidir.

İkincil piyasanın olmadığı durumlarda, hazine bonosu, merkez bankası senetleri veya depoları gibi likidite çekme işlemleri veya kredi ihaleleri gibi likidite verme işlemleri açık piyasa tipi işlemleriyle birincil piyasada yapılabilmektedir. Likidite tahmini ve piyasa analizi için; finansal verilere, sezonsal olarak nakit ve kredi taleplerine, hazine borçlarının vadelerine ve hazine işlemleri hareketlerinin likidite (rezerv) üzerindeki etkilerinin bir değerlendirilmesine ihtiyaç vardır.⁴⁹

Ayrıca, para politikası aracından çok, para piyasası yönetimi için güvenlik sübabı işlevi gören destek imkânları (standing facilities) ceza faiz oranıyla (piyasa faizlerinin üzerinde bir oranla) kullanılmalıdır. Eğer merkez bankası bankacılık sisteminin kısa vadeli likidite ihtiyacını kolay ve doğru bir şekilde tahmin edemiyorsa, hem borç verme (lending) hem de mevduat (deposit) destek imkânlarını kullanması çok faydalıdır. Bu iki oran faizlerin belirlenmiş bir bant içinde hareket etmesine imkân vermiştir. İngiltere'de geç borç verme imkânı (late lending-küçük bir gruba), Almanya'da Lombard imkanı ve ABD'deki reeskont penceresi (ceza faiz oranı uygulanmaz) bu işleme örnek olarak gösterilebilir. Bu kaynağı kullanım imkânı ilgili bankanın sermayesinin belirli bir oranıyla veya belirlenmiş vadelerle sınırlandırılabilir. Bu imkân genelde kısa vadeli olup, kısa dönemli ödünçleri (veya mevduatları) veya repoyu ya da kısa vadeli menkul kıymetlerin merkez bankası tarafından doğrudan alımı yollarıyla kullanılmaktadır.

⁴⁹ Timur Önder, a.g.e. ,s.77-78

Birçok gelişmiş piyasa ekonomilerinin merkez bankaları bu çeşit kredi imkânlarını piyasa katılımcılarına sağlamaktadır. Genelde merkez bankaları bu işlemler için piyasa faizlerinin üzerinde bir oranla bankacılık sistemine teminat karşılığında ödünç vermekte ve ödünç alıcılar herhangi bir oran talep etme hakkına sahip değildir. Kural olarak, merkez bankaları piyasa faizlerinin altında bir taban faizle de piyasaya mevduat yapma imkânı tanımaktadırlar ve bu işlem (standing deposit facilities) çok yaygın olarak katılımcılar tarafından kullanılmamaktadır. Bu ödünç verme ve ödünç alma imkânları arasındaki asimetri, birçok gelişmiş ülke piyasalarındaki bankacılık sisteminin devamlı olarak rezerv eksikliği (likidite ihtiyacı) içinde olduğunu yansıtmaktadır.

Genelde APİ'de, merkez bankası ya çekmeyi/vermeyi düşündüğü belirlenmiş bir likidite miktarını teklif edebilir ve bankacılık sistemine talepleri için faiz oranlarını belirleme imkânı verir ya da faiz oranını belirler ve bankaların miktarı belirlemesine imkân tanır. Başlangıçta, merkez bankası faiz oranlarına bir sınır koymak isteyebilir (likidite verirken bir alt limit, likidite çekerken bir üst limit) ve sonraki aşamada çekeceği ya da vereceği likidite miktarına bir üst limit koymak isteyebilir. Her ne kadar bu sınırları açıklamak gerekmeseyse de, politika etkisinin daha büyük olması için başlangıçta bunları sisteme açıklamak gerekebilir .

Uygulamada ise, merkez bankaları bankacılık sistemine likidite verecekse genellikle fiyatı belirlemektedir. Gelişmiş piyasalarda genelde bankacılık sektörü merkez bankasından borçlanan kesim olduğu için, merkez bankasının ödünç verme oranı bu oranlar için bir alt limit olacaktır. ABD'de Fed funds rate, teoride, her ne kadar piyasa tarafından belirlense de; aslında Fed'in APİ aracılığıyla piyasaya target interest rate ile ne kadar likidite vereceğine bağlıdır. Çünkü, piyasadaki oyuncular kendi talepleri için geçerli olacak faiz oranlarını belirlerken, bu oranı göz önünde bulundurlar. Fed funds rate ise genelde bu hedef oran etrafında % 0.25'lik bir bant içinde dalgalanmaktadır.⁵⁰

2.5.2.2. Döviz - Efektif İşlemleri

Merkez bankaları, tam dalgalı kur politikası uygulamıyorlarsa, kur politikalarını döviz ve efektif alış ve satışları ile gerçekleştirirler. Merkez bankasının döviz ve efektif alış-satışlarının kurlar üzerindeki etkisi yanında piyasadaki yerli para likiditesi üzerinde de doğrudan etkisi vardır.

⁵⁰ Timur Önder, a.g.e. ,s.78-79

Merkez bankası döviz ve efektif sattığında piyasadaki yerli para likiditesi azalırken; aldığı anda, piyasadaki yerli para likiditesi artacaktır. Merkez bankaları döviz ve efektif alış-satışlarını asıl olarak piyasadaki likiditenin kontrolü amacıyla kullanmazlar. Bu nedenle, likidite üzerindeki etkilerine rağmen, çoğu kez, döviz ve efektif alış satışları standart para politikası araçları arasında sayılmaz.

2.5.2.3. Reeskont Penceresi İşlemleri

Reeskont, bankalarca iskonto edilmiş bir senedin merkez bankasına iskonto edilmesidir. Bankalar ellerindeki ticari senetleri, vadeleri dolmadan merkez bankasına kırdırarak rezervlerini arttırabileceklerine göre, onların bu başvurularını reeskont oranlarında yapacağı değişimler yoluyla kısıtlayarak ya da teşvik ederek merkez bankası bankaların rezervlerini ve kaydı para yaratma olanaklarını etkileyebilir. Tarihsel olarak merkez bankalarının ilk işlevi, para kıtlığından ileri gelen tehlikeli durumlarda likidite arzını gerekli düzeyde tutmaktır. Bu yönüyle merkez bankası, ekonomideki en son likidite kaynağıdır. Merkez bankaları bu gücünü kullanarak, banka sisteminin para yaratma yeteneğini arttırabilir veya azaltabilir.⁵¹

Reeskont penceresi işlemlerinin en temel amacı, merkez bankalarının finansal sistem için son ödünç verme kaynağı (mercii) fonksiyonunu yerine getirmesidir. Bu uygulamada bankalar, merkez bankasınca belirlenen genelde kısa vadeli senetleri, merkez bankasının belirlediği faiz oranlarından iskonto ettirerek ihtiyacı olan likiditeyi elde ederler ve aniden ortaya çıkabilecek panik havasını da yatıştırmaya çalışırlar. Diğer bir deyişle, bankalar bu yolla ellerindeki ticari senetleri, vadeleri dolmadan merkez bankasına kırdırarak rezerv ihtiyaçlarını karşılayabileceklerdir. Etkin bir reeskont politikası uygulaması için, gelişmiş bir risk santralizasyon merkezine ihtiyaç duyulmaktadır. Reeskont politikası uygulaması ile merkez bankalarının bankalar aracılığı ile reel sektör firmalarına da kredi kullanması söz konusudur ve bu uygulama, ekonomik büyümenin de önemli bir amaç olduğu eski merkez bankacılığı anlayışını yansıtır. Hatta, geçmişte, merkez bankalarının reeskont politikaları ile seçilmiş bazı sektörleri desteklemesi, bu sektördeki firmaların ticari senetleri karşılığı kredi vermesi söz konusu olmuştur. Ancak, piyasaların gelişmesi sonucu açık piyasa işlemlerinin etkinleşmesi ve modern merkez bankacılığı anlayışı nedeniyle, reeskont penceresi artık çok aktif olarak kullanılan bir araç değildir.

⁵¹ İlker Parasız, a.g.e., s.268

Bankacılık sistemine sağlanan reeskont kredileri üç temel amaç için kullanılmaktadır:

- Mali açıdan güç durumdaki bankalara yardım etmek için,
- Para ve kredi koşullarını kontrol etmek için,
- Selektif kredi politikalarını etkilemek için.

Birinci görev olan zor durumdaki bankalara yardım etmek, merkez bankasının son başvuru kaynağı fonksiyonuna tekabül etmektedir. Eğer merkez bankasının bu yardımı ucuz ve limitsiz ise, finansal kuruluşlar bu imkânı piyasa fonlarına tercih edebilirler. Bu da parasal genişlemeye ve tasarrufların etkin olmayan bir biçimde dağılmasına yol açmaktadır. Eğer merkez bankasının bu yardımı çok pahalı veya sınırlı ise, bu durumda ekonomik ve finansal istikrarı tehlikeye sokabilir.⁵²

İkinci görevde ise, genelde reeskont oranını değiştirmek yoluyla, bankaların bu kaynaktan ödünç alma isteklerini azaltmakta veya arttırmaktadır. Böylece reeskont oranı değişikliği, hem piyasa koşullarını değiştirmek hem de merkez bankasından borçlanma maliyetini değiştirmenin etkisini destekleyerek, bir duyuru etkisine sahiptir. Bankalar bu imkânı kullanıp kullanmamakta özgürdürler. Merkez bankası ticari bankalara verilecek kredi miktarlarını bu yolla tahsis edebilir. Bu da doğrudan reeskont hacmini kontrol ettiği için, para ve kredi hacmi üzerinde merkez bankasına sıkı bir kontrol imkânı vermektedir. Merkez bankası mevcut kredinin bankalar arasında tahsisinde belirli kriterlere ihtiyaç duymaktadır. Bunlar, mevduatları oranında dağıtılabilir veya selektif kredi biçiminde verilebilir veya piyasa fiyatlarıyla ihale biçiminde sağlanabilir. Selektif kredi politikası biçiminde yürütülebilmesi için, kredi miktarının tam olarak önceden belirlenmesi gerekmektedir. Aksi takdirde bu durum parasal kontrolü tehlikeye atabilmektedir. Merkez bankası, reeskont kredisi imkânının vadesini ve ne tür kâğıtları bu işleme kabul edeceğini açıklamaları çok önemlidir. Merkez bankası kredisinin uygun vadesi bu kredinin amacına bağlıdır. Reeskonta kabul edilen kâğıtlar, parasal genişlemeyi kısıtlamaya hizmet etmemekle birlikte, genelde merkez bankasının bu kredi için istediği bir teminat görevini görmektedir.

Bazı merkez bankaları duyuru etkisini kullanmak için reeskont oranını değiştirirler, böylece gelecek dönemde bu pencereden borçlanmanın zor mu yoksa kolay mı olacağına dair para politikası oluşumunda piyasaya bir işaret verirler. Diğer merkez bankaları ise para piyasası koşullarını

⁵² Timur Önder, a.g.e. ,s80-.81

etkilemek için temelde bu aracı kullanırlar. Bu amaç için diğer araçlar kullanılarak (DİBS satmak gibi) piyasada likidite sıkışıklığı yaratılır ve bankalar merkez bankasından borçlanmaya zorlanırlar.

Reeskont kredileri, likidite açığı veren bankaların (en son likidite kaynağı veya ilk likidite kaynağı olarak) merkez bankasından bu açığın kapatılabilmesi amacıyla kredi temin edebilmesini sağlayan bir para politikası aracıdır. Merkez bankalarının iki çeşit reeskont politikası olabilir.

Birincisi, merkez bankasının en son likidite kaynağı (en son durumda ödünç veren - lender of the last resort) konumunda olmasıdır. Bu durum merkez bankasının reeskont oranının piyasadaki faiz oranlarından yüksek olmasını ve bankaların merkez bankasına en son çare olarak başvurmasını göstermektedir. Bu durumda, bankaların kredi faizleri yasal sistem tarafından etkilenmekte ve kredi faiz oranı temel olarak mevduat faizleri tarafından belirlenmektedir.

İkincisi ise, merkez bankasının ilk likidite kaynağı (ilk durumda borç veren - lender of the first resort) konumunda olmasıdır. Bu durumda reeskont oranı, piyasa kredi faiz düzeyinin altındadır. Bankalar merkez bankasına borç senetlerini kırdırmak veya bonoları nakde çevirmek için ilk aşamada başvurabilmektedir. Merkez bankası reeskont oranındaki bir artış, borçlanmanın maliyetini yükseltmektedir. Böylece kredi faiz düzeyi de, bankaların bu artışı kredi talebinde bulunanlara yansıtması sonucunda, artış gösterecektir.⁵³

Bu yolla merkez bankaları para talebini doğrudan etkileyebilecek bir güce sahip olmuşlardır. Eğer merkez bankası reeskont oranını piyasa faizlerinin üzerinde belirlerse, bankalar bu krediyi ilk likidite kaynağı olarak kullanmayı çok istemezler. Ya da piyasa faizlerinin altında belirlerse de, bu kredinin kullanımına merkez bankaları idari kısıtlamalar getirmektedir. Temel olarak merkez bankası borç verme oranı, arbitraj imkânı sağlayacak kadar düşük olmamalıdır. Böylece, ekonomide borçlanma maliyetleri genel olarak artış gösterecek, DİBS faizleri yükselecek ya da DİBS fiyatları düşecek ve DİBS talebi artış gösterecektir. Sonuçta bankaların nakit talebi azalacak ve para talebi düşecektir. Gelişmiş bazı ülkelerin reeskont kredi faiz oranları, özellikle politika değişiklikleri konusunda piyasalara sinyal vermek için kullanılmıştır.

Gelişmekte olan para piyasalarında destek imkânları (standing facilities), merkez bankası işlemlerinin şeffaf olmasına imkân vermektedir.

⁵³ Timur Önder, a.g.e. ,s.81-82

Gelişmiş olan ülkelerde ise kısa dönemli faizlerin hareketliliğinin sınırlandırılmasına yardımcı olmaktadır. Refinance standing facility (lender of last resort ve discount window), bankalara merkez bankasından ödünç para talep etme imkânı vermekte ve bu yolla piyasaya likidite verilmektedir. Destek imkânları en temel para politikası aracı kısa vadeli faiz oranlarına sınırlar koyarak kısa vadeli volatilitiyi sınırlamaktır. Mevduat destek imkânı (Deposit standing facility) ise, ticari bankalara fonlarını merkez bankasında değerlendirme imkânı vermekte ve bu yolla sistemden fazla likidite çekilmektedir. Böylece kısa vadeli faiz oranlarının belirli bir seviyede hedeflenmesi, merkez bankalarının bu belirlenmiş orandan sisteme ihtiyacı olan likiditeyi vermesini ve/veya sistemdeki fazla likiditeyi çekmesinin gerekliliğini ortaya koymaktadır. Henüz APl'nin tam anlamıyla etkin kullanılmadığı durumlarda, destek imkânları sisteme sürekli likidite sağlamada çok önemli bir işlev görmektedirler. Ayrıca bu imkânlar, hem para politikasının sinyal verme fonksiyonunu yerine getirmekte hem de ödeme sistemlerinin etkin çalışabilmesi için çok önemli bir role sahiptirler.

Merkez bankası, bankaların reeskont kredisi taleplerini reeskont oranlarında yapacağı değişiklikler yoluyla istediği yönde (caydırabilir veya teşvik edebilir) etkileyebilir. Bankaların rezervlerindeki değişim (artış veya azalış) çarpan mekanizması yoluyla kaydi para yaratma imkânlarını etkilemektedir. Reeskont politikası kullanılarak bankaların kaydi para yaratma olanakları, rezervlerin etkilenmesi yoluyla değiştirilebilir.

Reeskont faiz oranlarında yapılacak değişiklikler, piyasa faiz oranları üzerinde de değişikliklere neden olmaktadır. Faiz oranı, kredinin fiyatı olduğundan, reeskont faiz oranındaki değişimler yoluyla piyasa faizleri ve kredi arz-talebi de etkilenmektedir. Gelişmiş ülkelerin finansal sistemleri merkez bankası kredilerini içermekle birlikte, özellikle 1985'lerden itibaren bu kredilerin zaman içerisindeki önemi ve büyüklüğü sürekli azalış eğilimi göstermiştir.

Reeskont oranındaki değişimler; piyasada borçlanma maliyetini etkileyerek, maliyet etkisi; değişimin yönüne bağlı olarak piyasada farklı fon kaynaklarına yönelme ya da daha fazla reeskont kredisi kullanılmasına neden olarak, ikame etkisi; değişikliğin para politikasında bir değişiklik olacağına yönelik bir sinyal olarak algılanmasıyla, beyan etkisi; para politikasında reeskont oranındaki değişimden sonra yapılan değişiklik ve bu değişikliğin algılanmasına bağlı olarak da politika etkisi yaratır.

İskonto penceresi (Discount window) imkânının rolü, 1970'lerde APl'nin (artan güvenle) kullanılmaya başlanmasıyla birlikte gelişmiş

ülkelerde azalmaya başlamıştır. Eğer reeskont penceresi piyasa faizlerinin altında bir maliyetle kullanırlıyorsa, genellikle banka (Avusturya, Belçika, Almanya, Yunanistan, İtalya ve Hollanda gibi) bazında (bireysel) kota kısıtlamaları uygulanmakta ve/veya ABD’de olduğu gibi bu borçlanmanın uygun nedenler karşılığında sağlanması merkez bankası tarafından yakın izlemeye tabi tutulmaktadır. Merkez bankasından kısa vadeli geçici likidite sağlamanın veya geçici likidite fazlalığının merkez bankasına ödünç verilmesi, bankacılık sistemine ve finansal piyasalara para piyasası koşullarında API yapılmaya başlanmasıyla birlikte daha az hareketli bir düzeltme imkânı vermiştir.⁵⁴

Günümüzde reeskont kredileri şekil değiştirmeye başlamış, likiditenin son mercii işlevine bürünerek gecelik vadede destek imkânı halini almıştır. Mevduat ve destek imkânları (Deposit ve Refinance Standing Facilities) üç biçimde birlikte kullanılmaktadır. Tünel veya koridor (tunnel-corridor approach) yaklaşımında, piyasa faizlerinin üzerindeki bir fonlama (Lombard imkânı gibi) imkânı ve piyasa faizlerinin altındaki bir mevduat imkânı (marginal deposit facility) ile birlikte kullanılmaktadır. Merkez bankaları da API’yi bu tünelde piyasa faizlerini etkileyerek kullanmaktadır. İkinci yaklaşım olan alt sınır yaklaşımı (lower-bound approach), piyasa faiz oranları için sadece daha düşük bir alt sınır olan mevduat imkânı vermektedir. Üçüncü yaklaşım olan üst sınır yaklaşımı (upper-bound approach) ise, piyasa faizlerinin üzerinde sadece bir üst limitten fonlama imkânı vermektedir.

Piyasa faizleriyle kıyaslandığında cezalandırıcı bir oran (penalty rate) uygulanması, bankaların merkez bankası kaynaklarına başvurmalarını önlemektedir. Reeskont imkânının piyasa faizlerinin altında olduğu durumlarda banka bazında kota uygulanması oldukça tercih edilen bir durumdur. Fakat bu durumda da bankalararası para piyasası faiz oranını, toplam rezervleri veya para tabanını kontrol etmek amaçlarıyla kullanılacak API etkin olmayacaktır. Banka bazında kota hesaplamanın kesin tek bir yolu olmasa da; her bir kota bankanın sermayesi, toplam varlıkları veya mevduatları gibi objektif kriterlere dayanmalı, bu kriterler şeffaf ve tutarlı bir biçimde açıklanmalı ve hesaplama yöntemi sık sık değiştirilmemeli ve böylece bankaların likidite yönetimi de sekteye uğratılmamış olacaktır.

Bankalararası para piyasası faizlerini koridor biçiminde belirleyerek destek imkânı olarak kullanılması, bankaların yalnızca merkez bankası ile

⁵⁴ Timur Önder, a.g.e. ,s.83-84

işlem yapma tehlikesini ortaya çıkarabilir. Bu destek imkânı operasyonlarındaki risk ise para piyasası gelişimini olumsuz etkilemesi olabilir. Genelde bu destek imkânları, mevduat (deposit) imkânı ve fonlama (Lombard) imkânı, O/N'tan bir hafta vadeye kadar kullanılmaktadır. Özellikle dar bir bant kapsamında koridor yaklaşımının uygulanması sadece gelişmiş piyasalarda uygulanabilmekte olup, geçiş aşamasındaki ekonomilerde uygulamaktan kaçınılmalıdır. Teminat olarak alınan menkul kıymetler (collateral) merkez bankasının ödeme gücünün sürdürülmesine yardımcı olmalı ve böylece bu işlemlerden doğacak merkez bankası kayıplarını önleyecektir.

Re-finansman operasyonları (discount ve reeskont), özellikle bankaların yoğun bir biçimde merkez bankası fonlarına bağımlı olduğu ülkelerde güçlü bir para politikası enstrümanı olabilmektedir. Bazı ülkelerin merkez bankaları (Bank of England gibi), bu refinansman imkânlarını API'nin bir parçası olarak kullanılmaktadır. Bunun için para piyasasında günlük likidite sıkışıklığı yaratılmakta, gün sonunda bankalar açık tutarları için BOE'ye gelerek borçlanmakta ve BOE'de bu yolla hem para piyasası faizlerini hem de tüm faiz oranı yapısını etkileyebilmektedir. Re-finansman sistemi yalnızca bir para politikası aracı olarak görülmeli, herhangi bir dağıtım fonksiyonu bu araca yüklenmemeli ve tüm bankalara aynı biçimde uygulanacak faizlerle sınırlandırılmalıdır. Ayrıca, bu sistem menkul kıymet karşılığındaki bir teminat sistemiyle uygulanmalıdır.⁵⁵

2.5.2.4. Zorunlu Karşılık Oranı

Bankaların mevduatlarının ne kadarını merkez bankasında zorunlu olarak tutmaları gerektiğini gösteren orandır. Zorunlu karşılık oranı bütün bankaları aynı oranda etkiler ve para arzının üzerinde güçlü bir etkisi vardır. Bu oranın bulunması, daha istikrarlı bir para çarpanı ve daha kontrol edilebilir bir para arzı oluşturur. Mevduat munzam karşılık oranının yüksek olması durumunda, bankaların sınırlı kaydi para yaratma imkânı olur(zorunlu karşılık oranı para çarpanının paydasında yer aldığından, oranın artması para çarpanını küçültür) ve piyasa bu ek satın alma gücünden mahrum kalır. Zorunlu karşılık oranının düşük olması durumunda ise bankalar daha çok kaydi para yaratabilecek(zorunlu karşılık oranının azalması para çarpanını büyütür) ve piyasadaki satın alma gücü artacaktır.⁵⁶

⁵⁵ Timur Önder, a.g.e. ,s.85

⁵⁶ Abuzer Pınar ve Bahar Erdal, "Para-Banka-Kredi ve Para Politikası", Turhan Kitabevi, 2.Baskı, Ankara, 2005,s.37

Hem gelişmiş ülkelerde hem de gelişmekte olan ülkelerde zorunlu karşılıklar farklı amaçlarda ve farklı özelliklerde kullanılmasına rağmen, genel kabul görmüş beş temel fonksiyona sahiptir. Bunlar:

1. Bankacılık sisteminin riskinin azaltılması,
2. Para arzını ayarlamak (monetary control function),
3. Kısa vadeli faiz oranlarının istikrarına yardımcı olmak (interest rate buffer function),
4. Likidite yönetimini kolaylaştırmak (liquidity management function),
5. Senyoraj geliri elde etmektir (seigniorage income function).⁵⁷

2.6. Türkiye’de Uygulanmakta Olan Para Politikası Araçları

Doksanlı yıllarda, makro para politikası uygulamaları açısından merkez bankalarının amaçları ve işlevleri üzerinde önemli ölçüde görüş birliğine varılmıştır. Para politikası uygulamalarının başlıca dört bileşeni vardır. Bu dört değişken para politikası uygulamalarının başarısını ve sonuçlarını görüp değerlendirebilmemizi sağlamaktadır. Bunlar; nihai amaç, ara hedef, bu hedefe ulaşmada kullanılacak araçlar ve bunları uygulama yollarıdır. Para politikaları oluşturulurken iki türlü amaç gözetilmektedir. İlk olarak merkez bankalarının daha orta veya uzun vadeli bir hedefi olmalıdır. Bu konuda oluşan fikir birliği merkez bankalarının orta vadede yalnız bir hedefi olması gerektiğidir: Fiyat istikrarının sağlanması. Fiyat istikrarının nihai amaç olarak seçilmesinin tek nedeni, bu amacın para politikası uygulamalarının sağlayabileceği bir hedef olmasıdır.

İkinci olarak merkez bankası ara hedefini belirlemelidir. Ara hedef olarak seçilecek değişkenin bazı kriterlere uyması gerekmektedir. Bu değişkenin nihai hedefle tutarlı ve istikrarlı bir ilişkisi olmalıdır. Ayrıca merkez bankasının kontrol edebileceği bir değişken olması gerekmektedir. Bu değişkenin diğer politika amaçlarının etkisinden mümkün olduğunca uzak olması gerekmektedir. Son olarak, hedef olarak seçilen değişkenin hedeflenen değerine nasıl ulaşılacağı açık olmalıdır. Böyle bir ara hedefin belirlenmesi ve açıklanması, yalnızca para politikası eğilimlerini ve uygulamalarını halka açıklamakla kalmaz, aynı zamanda para politikası uygulamaları için kamuoyunun desteğini alır. Bu dört kriteri sağlayan pek çok potansiyel ara hedef adayı değişken vardır. Para politikası stratejisi bunlardan hangisinin hedef olarak seçileceğini belirler. Bunlar; parasal büyüklükler, döviz kuru ve faiz oranıdır.⁵⁸

⁵⁷ Timur Önder, a.g.e. ,s.86-87

⁵⁸ Gazi Erçel, “Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara , 1996,s.1

Parasal büyüklükler merkez bankalarının doğrudan kontrol edebildikleri, para politikası araçları ile yönlendirebildikleri değişkenlerdir. Bu parasal büyüklükler Parasal Taban gibi Merkez Bankası Bilançosu'na ilişkin bir büyüklük olabilir, M1 gibi bankacılık sistemindeki mevduatları içeren bir büyüklük de olabilir. Döviz kuru da iyi bir alternatif hedef değişken olabilir. Kurlar parasal büyüklüklere karşın mali yeniliklerden doğrudan etkilenmeyen bir değişkendir. Bu durumda merkez bankasının yapması gereken, kısa dönem faizlerini kur hedefine ulaşmak için uygun seviyede tutmaktır. Ancak burada en önemli nokta merkez bankasının bağımsızlığının sağlanmış olmasıdır. Çünkü faizler politik müdahaleye açık bir değişkendir ve merkez bankası bu konuda rahat bırakılmazsa kurlarda daha büyük dalgalanmalara yol açılabilecektir. Faiz oranları ise siyasi baskıya en çok konu olan değişken olduğu için hedef seçimi açısından en az cazip olan değişkendir.

Merkez bankası para politikası uygulamalarında hedefini belirledikten sonra bu amaca ulaşmada sahip olduğu araçlar ve bunları uygulama yollarını saptamak durumundadır. Merkez bankasının para politikasının uygulamasında sahip olduğu araçlar likidite ve faiz araçlarıdır. Likidite araçlarının kısa vadeli olması beklenmektedir. Çünkü merkez bankaları, bilançolarının aktiflerini kontrol edebilmeli, gerektiği anda tasfiye edebilmelidir. Faiz araçlarına gelince iki konu önemli olmaktadır; merkez bankası kendi aktiflerine uyguladığı faiz oranlarını serbestçe belirlemelidir. Ayrıca merkez bankası piyasadaki kısa vadeli faiz oranlarını da yönlendirebilmelidir.⁵⁹

Günümüzde, ülkemiz dahil pek çok ülkede merkez bankaları serbest piyasa mekanizması altında çalışmaktadır. Birçok merkez bankası, kararlarına piyasadan gelen ilk tepkiyi, kısa vadeli faiz oranlarına bakarak gözleyebilmektedir. Merkez bankalarının makro para politikası kararlarını uygulamada ve hedeflerine ulaşmada kullandıkları araçlar genellikle açık piyasa işlemleri, reeskont kredileri ve karşılık oranlarıdır. Açık piyasa işlemleri ile merkez bankaları sistemdeki bankaların likiditesini kontrol etmektedir. Burada merkez bankası için önemli olan, bu piyasalarda çok fazla görünmemesi gerektiğidir. Diğer bir deyimle, merkez bankası piyasada mümkün olduğunca az görünmeli, işlemlerin iki taraflı olmasına özen göstermeli ve imkânlar elverdiğince işlemlerde taraf olmamalıdır. Merkez

⁵⁹ Gazi Erçel, a.g.e. ,s..2

bankalarının elindeki bir diğer araç da karşılık oranları uygulamasıdır. Bununla merkez bankaları bankacılık sistemini vergilendirirken rezervlerini de kontrol edebilmektedir.

Son olarak reeskont kredileri aracılığı ile merkez bankaları bir yandan bankaların likidite ihtiyacını karşılarken, diğer yandan kısa vadeli faiz oranlarını etkileyebilmektedir. Para politikası uygulamalarının başarısı, merkez bankalarının hedeflerini oluşturduktan sonra bu hedeflere ulaşmada yeterli yetki ve para politikası araçlarına sahip olmalarına bağlıdır. Burada ise devreye merkez bankalarının özerkliği kavramı girmektedir.

Para politikası uygulamalarının ana hatlarını bu şekilde belirledikten sonra para politikası ile döviz kuru politikası uygulamalarının ilişkisini açıklığa kavuşturmak gerekmektedir. Para politikası ve döviz kuru politikası uygulamaları birbirine bağlıdır. Çünkü her iki politikanın uygulanmasında kullanılacak politika araçları aynıdır. Bazı durumlarda merkez bankaları döviz kuru politikası uygulamak zorunda kalabilmektedir. Böyle bir durumda para politikası gerekleri ile döviz kuru uygulamalarının zorunlulukları çatışabilmektedir. Bu çelişki özellikle ayarlanabilir dalgalı kur ve açık ekonomi şartlarında sorun yaratabilmektedir. Bu çatışmanın yasal düzenlemelerle kontrol edilmesi beklenmemelidir. Merkez bankalarının özerkliğinin sağlanması ve kamuoyu ile politikacıların bankanın fiyat istikrarı amacını desteklemesi sonucu bu çatışma sorun olmaktan çıkarılabilir. Bu durumda merkez bankaları kamuoyunu enflasyonun maliyeti ve kısa vadeli aktivist para politikası uygulamalarının sınırları konusunda aydınlatmalıdır.

Merkez bankası para politikası uygulamaları açısından bir diğer önemli nokta da sürekli enflasyon ve/veya kırılamayan, ısrarcı enflasyonist bekleyişlerdir. Böyle bir durumda veya hedef seçilebilecek uygun bir parasal büyüklük bulunmadığında fiyat istikrarına ulaşmak zor olabilir. Bu şartlar altında merkez bankasının üzerine düşen fiyat istikrarını sağlama amacına ulaşma konusundaki kararlılığını kamuoyunda göstermek ve kredibilitesini yeniden sağlayarak bunu sağlamlaştırmak olmalıdır. Para politikası uygulamaları için genel çerçeveyi bu şekilde belirledikten sonra ülkemizdeki uygulamalar açısından bir değerlendirme yapmak uygun olacaktır.⁶⁰

Bugün Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın yasal olarak para politikasını yürütmeye elinde bulundurduğu araçlar; açık piyasa işlemleri, reeskont oranı, kanuni karşılık oranı ve bankalararası para piyasası faiz oranıdır.

⁶⁰ Gazi Erçel, a.g.e. ,s.2-3

2.6.1. Açık Piyasa İşlemleri

Merkez Bankasının menkul kıymet alıp satmak suretiyle para arzını değiştirdiği para politikası aracıdır, burada en çok kullanılan menkul kıymet, devlet iç borçlanma senetleridir (hazine bono ve tahvilleri). Ekonomiyi canlandırmak ya da enflasyonun önünü kesmek amacıyla uygulanabilir; ancak gerçekleştirilebilmesi için para ve sermaye piyasasının gelişmiş olması gerekir. TCMB, doğrudan alım, doğrudan satım, repo ve ters repo işlemleri yoluyla likiditeyi düzenler.⁶¹

1211 sayılı TCMB Kanunu'nun 52'nci maddesi açık piyasa işlemlerine ilişkin düzenlemeleri içermektedir:

"Madde 52: Banka (TCMB), para politikasının hedefleri çerçevesinde, para arzının ve ekonominin likiditesinin etkin bir şekilde düzenlenmesi amacıyla, Yeni Türk Lirası karşılığında menkul kıymet kesin alım satımı, geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri, menkul kıymetlerin ödünç alınıp verilmesi, Yeni Türk Lirası depo alınması ve verilmesi gibi açık piyasa işlemlerini yapabilir ve bu işlemlere aracılık edebilir. Bankaca başvurulacak açık piyasa işlemleri ile bu işlemlerle ilgili usul ve esaslar, açık piyasa işlemlerine konu olacak yüksek likiditeye sahip ve az riskli araçlar Bankaca belirlenir.

Banka, açık piyasa işlemleri çerçevesinde kendi nam ve hesabına vadesi 91 günü aşmayan, ikincil piyasada alınıp satılabilen likidite senetleri ihraç edebilir. Ancak, likidite senetlerinin devamlı bir alternatif yatırım aracı olma niteliği kazanmasının engellenmesi, ihraçlarının sadece açık piyasa işlemlerinin etkinliğinin artırılması amacıyla sınırlı tutulması hususları göz önünde bulundurulur. Bankanın geri alım vaadi ile satım ve geri satım vaadi ile alım işlemleri ile Yeni Türk Lirası depo işlemlerinin anlaşma süresi 91 günü aşamaz, sürenin başlangıcı işlemlerin valör tarihidir".

Banka, bu madde kapsamına giren işlemlerle ilgili kurum ve kuruluşları; bankalar ve 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanununa göre belirlenen aracı kurumlar arasından işlemin özelliğini göz önünde bulundurarak tespit etmeye yetkilidir. Açık piyasa işlemleri, yalnızca para politikası amaçları için yürütülür ve Hazineye, kamu kurum ve kuruluşları ile diğer kurum ve kuruluşlara kredi amacıyla yapılamaz."

Merkez bankaları, para politikasının hedefleri çerçevesinde, para arzının ve ekonomideki likiditenin etkin bir şekilde düzenlenmesini sağlamak amacıyla açık piyasa işlemleri (API) yapmaktadır. Açık piyasa işlemleri,

⁶¹ <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma4.doc>

günümüz merkez bankacılığının en etkin para politikası aracıdır. Bu uygulamada faiz oranları ve işlem miktarı merkez bankasının inisiyatifindedir. Uygulama başarısı için finansal piyasaların gelişmiş, ikincil piyasanın derinleşmiş olması gerekir. TCMB açık piyasa işlemlerini iki birim aracılığı ile gerçekleştirir. Bunlar; Açık Piyasa İşlemleri Müdürlüğü ile Para Piyasaları Müdürlüğüdür.⁶²

2.6.1.1. Doğrudan Alım

Vadesine bir yıldan az kalmış devlet iç borçlanma senetlerinin bankalardan satın alınması işlemidir. Piyasadaki para miktarının artmasını sağlar. Bu işlem, tedavülde bulunan kıymetlerin, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden işlem valöründe TCMB’ce açık piyasa işlemi yapmaya yetkili kuruluşlardan satın alınması işlemidir. TCMB’ce satın alınan kıymetlerin bedeli işlem valöründe, kıymet ilgili TCMB hesaplarına aktarıldığında, ilgili kuruluşların Elektronik Fon Transferi (EFT) hesaplarına ya da TCMB nezdinde ki mevduat hesaplarına alacak kaydedilerek, kuruluşlara kalıcı likidite sağlanır. Genellikle, piyasada kalıcı likidite sıkışıklığı olduğunda tercih edilen bir açık piyasa işlemi çeşididir. TCMB APİ portföyüne alım işlemlerinde en uzun vade 2001 yılına kadar 1 yıl iken, 2001 yılı Kasım ayında değiştirildiğinde bu vade sınırlaması kaldırılmıştır.

2.6.1.2. Doğrudan Satım

Açık piyasa işlemleri portföyünde bulunan devlet iç borçlanma senetlerinin bankalara satılması anlamına gelir. Bu işlem para arzını azaltır. Bu işlem, açık piyasa işlemleri portföyündeki mevcut kıymetlerin, işlem tarihinde belirlenmiş fiyat üzerinden işlem valöründe TCMB’ce açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlara satılması işlemidir. Satılan kıymetlerin bedeli TCMB’nin ilgili hesabına yatırıldığında, kıymetler satın alan kuruluşların EMKT sistemindeki ya da TCMB İstanbul Şubesi nezdindeki serbest depolarına aktarılır. Böylece, ilgili kuruluşların toplam rezervleri kalıcı olarak azaltılır. Genellikle piyasada kalıcı likidite fazlası olduğunda tercih edilen bir açık piyasa işlemi çeşididir. APİ portföyünden satılacak kâğıtlarda (DİBS’lerde) vade sınırlaması yoktur.⁶³

⁶² Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi, Diğer Teşkilatlanmış Piyasa ve Borsalar , Kasım 2006, TSPAKB,s.5

⁶³ Timur Önder, a.g.e,s.269

2.6.1.3. Geri Satım Vaadiyle Alım (Repo)

Likidite sıkışıklığında piyasanın kısa vadede, geçici süre için fonlanmasıdır. Merkez bankası, repoya konu olan menkul kıymetleri (DİBS'leri) işlemin vadesinde geri satmak üzere, belirli bir süre için satın alır, piyasaya likidite enjekte eder. İşlemin vadesinde ters işlem gerçekleşir. (Literatürdeki tanımı ile karışıklığa sebep vermemek için, Merkez Bankası Repo işlemi yaptığında katılımcılara “repo yapma” imkânı, bir başka deyişle Merkez Bankasından borç alma imkânı tanıdığını düşünmek gerekmektedir.)⁶⁴ Bu işlemde, TCMB açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlardan, işlem tarihinde sözleşme yaparak işlem valöründe belirlenen fiyat üzerinden, ilerideki bir tarihte geri satmak taahhüdüyle kıymet satın alır. Geri satım fiyatı, alış işleminin valör tarihinde belirlenir. İşleme taraf kuruluş da işlem vadesinde repo işlemine konu kıymeti satın almayı taahhüt eder. İşlemin valör tarihinde repo işlemlerine konu kıymetler TCMB hesaplarına aktarıldığında, alım bedeli ilgili kuruluşların EFT hesaplarına ya da TCMB İstanbul Şubesi nezdinde ki mevduat hesaplarına alacak kaydedilir. Repo işleminin vadesinde, işlem valöründe belirlenen fiyat üzerinden hesaplanan satış bedeli ilgili kuruluşlar tarafından ilgili TCMB hesabına yatırıldığında, kıymetler ilgili kuruluşun EMKT sistemindeki ya da TCMB İstanbul Şubesi nezdinde ki serbest depolarına iade edilir. Repo işlemlerinin vadesi 91 günü aşamaz.⁶⁵

2.6.1.4. Geri Alım Vaadiyle Satım (Ters Repo)

Piyasadaki likidite fazlalığının geçici süre için piyasadan çekilmesi- dir. Merkez bankası, portföyündeki menkul kıymetleri (DİBS'leri) işlemin vadesinde geri almak üzere, belirli bir süre için satarak piyasadaki likidite fazlalığını çeker. İşlemin vadesinde ters işlem gerçekleşir. (Literatürdeki tanımı ile karışıklığa sebep vermemek için Merkez Bankasının Ters Repo işlemi yaptığında katılımcılara “ters repo yapma” imkânı, bir başka deyişle Merkez Bankasına borç verme imkânı tanıdığını düşünmek gerekmektedir.)⁶⁶ Bu işlemde, TCMB portföyündeki kıymetleri, açık piyasa işlemleri yapmaya yetkili kuruluşlara, işlem tarihinde sözleşme yaparak işlem valöründe belirlenen fiyat üzerinden, ilerideki bir tarihte geri almak taahhüdüyle

⁶⁴ Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi, s.5

⁶⁵ Timur Önder, a.g.e., s.269

⁶⁶ Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi, s.5

satar. Geri alım fiyatı, satış işleminin valöründe belirlenir. İşleme taraf kuruluş da işlem vadesinde ters repo işlemine konu kıymeti TCMB'ye satmayı taahhüt eder. Satış bedeli TCMB'nin ilgili hesabına yatırıldığında, ters repo konusu kıymetler ilgili kuruluşun EMKT sistemindeki ya da TCMB İstanbul Şubesi nezdinde ki serbest depolarına aktarılır. Ters repo işleminin vadesi geldiğinde, kıymetler işlem valöründe belirlenen fiyattan geri alınarak, alım bedeli ilgili kuruluşların EFT hesaplarına ya da TCMB İstanbul Şubesi nezdinde ki mevduat hesaplarına aktarılır. Ters repo işlemlerinin vadesi 91 günü aşamaz.⁶⁷

2.6.2. Reeskont Oranı

Daha önce bankalarca iskonto edilmiş senetlerin yeniden merkez bankasına iskonto ettirilmesiyle TCMB bankalara kredi açmış olur. Bu kredilerde uygulanan faiz oranı, reeskont oranıdır. Reeskont oranının artmasıyla, bankaların reeskont işlemlerinin sayısı azalır, dolayısıyla para arzı da azalır. Bu şekilde merkez bankası reeskont politikasını bir para politikası aracı olarak kullanabilir.⁶⁸

Reeskont penceresine ilişkin düzenleme, TCMB Kanunu'nun 5'inci kısım, 1'inci bölümde yer alan "Kredi müesseseleriyle işlemlerde, "Senet ve vesikaların reeskonta ve avansa kabulü" başlıklı 45'inci maddesinde yer almaktadır:

"Madde 45: Banka, muteber saydığı asgari üç imzayı taşımak ve vadelerine en çok 120 gün kalmış olmak şartıyla ve kendi belirleyeceği esaslar dahilinde bankalar tarafından verilecek ticari senet ve vesikaları reeskonta kabul edebilir. Reeskonta kabul edilecek ticari senet türleri ve diğer koşullar Bankaca belirlenir. Bu madde gereğince verilecek kredilerin en yüksek sınırı ve kredi türlerine göre limitleri, para politikası ilkeleri göz önünde tutulmak suretiyle Bankaca belirlenir. Banka reeskonta kabul edebileceği senetler karşılığında avans da verebilir."

TCMB'de reeskont oranı uygulaması Krediler Müdürlüğü tarafından gerçekleştirilmektedir. TCMB, 1990'lı yılların başına kadar, ekonominin üretim kapasitesinin artırılabilmesi için birçok sektöre yatırım, tevsi-i (varolan fabrikaları genişletme, geliştirme) ve işletme kredileri ile ihracatı teşvik kredileri vermiştir. Ancak; son yıllarda modern merkez bankacılığı

⁶⁷ Timur Önder, a.g.e ,s.269

⁶⁸ <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma4.doc>

ğında meydana gelen değişimleri ve piyasa ekonomisinin gelişmesine bağlı olarak açık piyasa işlemlerinin daha etkili olarak kullanılmaya başlanmasını da göz önünde bulunduran TCMB, bu türden kalkınma amaçlı kredileri durdurmuştur. Artık, ekonomik kalkınmanın daha sağlıklı sürdürülebileceği, kaynakların daha rasyonel dağılımına ve uzun vadeli planlamaya imkân tanıyan kararların alınmasını olanaklı kılan fiyat istikrarını sağlamayı hedeflemiştir. TCMB halen, reeskont oranı yoluyla ihracatın desteklenmesi amacıyla, ihracatçılara Türk Eximbank ve ticari bankalar aracılığı ile ihracat kredisi kullandırmakta olup, kullanılan kredi çok sınırlıdır.⁶⁹

2.6.3. Zorunlu Karşılık Oranı

Zorunlu karşılıklara ilişkin yetki TCMB Kanunu'nun "Para-kredi konusunda Bankanın görev ve yetkileri" başlıklı 40'ıncı maddesinde düzenlenmiştir. Buna göre; "Madde 40 II: Bankalar ve elektronik ödeme araçlarını çıkaran kuruluşlar da dahil olmak üzere Bankaca uygun görülecek diğer mali kuruluşlar, Banka nezdinde açılacak hesaplarda yükümlülükleri esas alınarak, nakden zorunlu karşılık tesis ederler. Zorunlu karşılığa tabi yükümlülüklerin kapsamı, zorunlu karşılıkların oranı, tesis süresi ve bu yükümlülükler için tesis edilen karşılıklara gerektiğinde ödenecek faiz oranı, mevduat veya katılım fonlarından olağanüstü çekilişler ile birleşme, devir ve bölünme hallerinde yapılacak işlemler de dahil olmak üzere uygulamaya yönelik her türlü usul ve esaslar Bankaca belirlenir.

Yukarıda belirtilen kuruluşların taahhütlerine karşı bulunduracakları umumi disponibilitenin nitelik ve oranı gerektiğinde Bankaca tespit edilir. Bankaca yapılacak düzenlemeye göre zorunlu karşılıkların Banka nezdinde ki hesaplarda bloke olarak tutulmasının istenmesi halinde, bloke hesaplarda tutulan zorunlu karşılıklar, hiçbir amaç ve konunun finansmanı için kullanılamaz, temlik ve haciz edilemez.

Zorunlu karşılıkların ve umumi disponibilitenin süresinde tesis edilmemesi veya eksik tesis edilmesi halinde Banka, belirleyeceği usul ve esaslara göre, eksik kısım için; Banka nezdinde ki hesaplarda faizsiz mevduat tutulmasını istemeye veya cezai faiz tahakkuk ettirmeye yetkilidir. Tahakkuk ettirilen cezai faiz alacakları, 6183 sayılı Amme Alacaklarının Tahsil Usulü Hakkında Kanun hükümleri gereğince tahsil edilir. Tahsil edilen cezai faizler Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonuna gelir kaydedilir.

⁶⁹ Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi, s.10

Gelişen, çeşitlenen finansal piyasalarda mevduat alternatifi yatırım araçlarının artması, zorunlu karşılık oranlarının düşürülmesi ve karşılıklara faiz ödenmesi eğilimini artırmıştır. TCMB dünyadaki genel eğilime paralel olarak, zorunlu karşılık oranlarını son yıllarda aşamalı olarak düşürmüş ve Ağustos 2001'den başlayarak zorunlu karşılıklara faiz ödemeye başlamıştır.

Mevcut zorunlu karşılık uygulamasının genel çerçevesi şöyledir:

YTL yükümlülüklerinin %6'sı (repo, interbank yükümlülükleri vb. hariç) serbest mevduatta nakit YTL olarak tutulur. Serbest mevduatta tutulan kısım 14 günlük dönemin ortalaması olarak hesaplanır. Dönem Cuma günü başlar ve takip eden ikinci Perşembe günü biter. Zorunlu karşılık tutarları karşılık bulundurma döneminden iki hafta önceki bilançoya göre hesaplanır. YTL zorunlu karşılıklara uygulanan faiz oranı, 4 Ocak 2006 tarihinden geçerli olmak üzere, TCMB gecelik borçlanma faiz oranının %75'i olarak belirlenmektedir.⁷⁰

2.6.4. Bankalararası Para Piyasası Faiz Oranı

Bankalararası para piyasası işlemleri, TCMB bilançosunda "açık piyasa işlemleri" altındaki "diğer" kalemi içinde gösterilmesine ve çoğu zaman açık piyasa işlemi gibi kabul edilmesine rağmen niteliği ve yapıldığı piyasa itibarıyla farklıdır. Bankalararası para piyasası, TCMB'nin bankalarla mevduat alış-verişi yaparak likiditeyi düzenlediği bir piyasadır. Bu anlamda ABD'deki Federal Fon Piyasasına benzemektedir. TCMB'nin bankalararası para piyasasında bankalara açtığı krediler vaziyetin aktifinde, bankalara olan borçları ise pasifinde yer almaktadır.

TCMB, bankalararası para piyasasında, öncelikle bankaların atıl fonları ile ihtiyaçlarının karşılanmasını sağlamaktadır. Ancak, günlük rezerv hareketleri sonucu nakit ihtiyacını karşılayamayan bankalara, işlem limitleri müsait olmak kaydıyla borç verebilmekte veya nakit fazlası olan bankalardan borç alabilmektedir. Bu piyasadaki işlemlerin vadesi genellikle gecelik(O/N) olmakla birlikte, bir sonraki gün valörlü, bir haftalık gibi daha uzun vadeli işlemler de gerçekleştirilebilmektedir. Bu piyasada TCMB'nin kote ettiği faiz oranları bankaların rezerv imkânları açısından önemlidir. Dolayısıyla, TCMB bu aracı bankaların likidite durumu kontrol etmek için etkin olarak kullanmaktadır.⁷¹

⁷⁰ Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi, s.10-11

⁷¹ Mehmet Günel, "Para Banka ve Finansal Sistem", Yeni Dönem Yayıncılık, Ankara, 2006, s.367

3. ALTERNATİF PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ

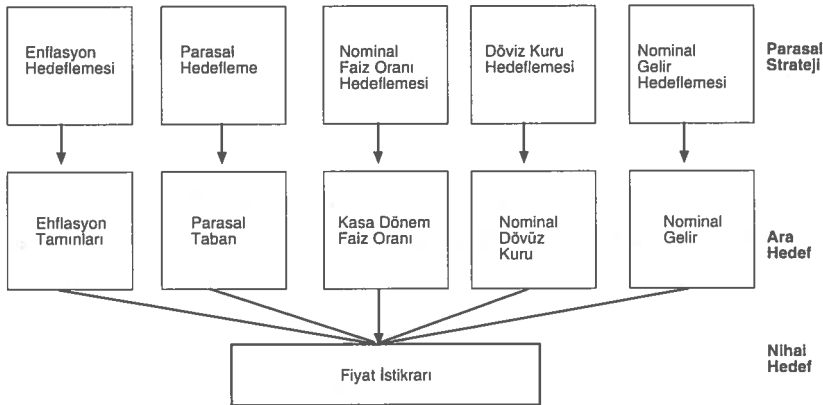
3.1. Giriş

Parasal stratejilerin nihai hedefi, fiyat istikrarıdır. Gerek ihtiyari politikalara karşı ileri sürülen görüşler gerekse enflasyonun ortaya çıkardığı maliyetler, fiyat istikrarının para politikası için uzun dönemde birincil hedef olarak kabul edilmesine yol açmıştır. Fiyat istikrarının birincil hedef olarak kabul edilmesi, para politikası için nominal bir çıpanın seçilmesini zorunlu kılmıştır. Bu çerçevede, alternatif para politikası stratejileri gündeme gelmiştir. Fiilen uygulanan stratejiler beş tanedir:

1. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi
2. Parasal Hedefleme Stratejisi
3. Faiz Oranı Hedefleme Stratejisi
4. Nominal Gelir Hedefleme Stratejisi
5. Enflasyon Hedefleme Stratejisi⁷²

Bunların ortak özelliği merkez bankası bağımsızlığı desteği altında ekonomideki temel bir değişkeni nominal çıpa olarak kullanıp enflasyon beklentilerini kırmak suretiyle fiyatlar genel seviyesinde istikrarı sağlamaya çalışmalarıdır. Nominal çıpa yerli para, döviz kuru ve benzeri temel bir ekonomik değişkenin değeri üzerindeki sınırlamalardır. Nominal çıpa para politikası üzerindeki politik baskıyı sınırlar, çünkü merkez bankasının değerini belirli bir sınır içinde tutmak zorunda olduğu bir değişkenin varlığı söz konusudur.⁷³

Tablo-1: Alternatif Para Politikası Stratejileri



⁷² M. Devine, D.McCoy, "The Formulation of Monetary Policy in EMU" Central Bank of Ireland, 1998,

⁷³ Frederic S.Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Regimes", NBER Working Paper No: 6965, 1999, s.580.

Para politikası için seçilecek olan uygun bir strateji bir takım kriterleri karşılamalıdır. Strateji, fiyat istikrarı amacının sağlanmasında etkili olabilmeli, hedefleri belirleme ve karar verme süreçleri halka karşı şeffaf bir yapıda olmalı, hedeflerin açıklanması ve mesajları parasal otoriteyi halka karşı hesap verebilir bir konumda tutacak şekilde olmalı ve bazı yetkiler hedeften kısa dönemli sapmalara karşı koymada enflasyon beklentilerini kilitleyecek bir yapıda olmalıdır. Bir diğer önemli kriter ise stratejinin merkez bankasının bağımsızlığı ile tutarlı olmasının gerekliliğidir. Blinder (1998)'de ortaya konduğu gibi, finansal piyasalar çok kapalı bir şekilde merkez bankasının bağımsızlığının önüne geçebilen kısa dönemli ufkun, merkez bankasının kontrolüne geçmesine neden olabilir.⁷⁴

Ülke deneyimleri açıkça göstermiştir ki, fiyat istikrarının kalıcı bir şekilde tesisi açısından diğer stratejiden istenilen sonuçlar elde edilememiştir. Para politikası için nominal çıpa arayışları, alternatif bir strateji olarak enflasyon hedeflemesinin gündeme gelmesine yol açmıştır. Son yıllarda birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke bu stratejiyi uygulamaya başlamıştır. Söz konusu ülkelerin para politikasının şeffaflık düzeyini artırarak ulaştıkları düşük enflasyon performansı, enflasyon hedeflemesinin göreceli olarak başarılı bir parasal strateji olarak görülmesine yol açmıştır.⁷⁵

3.2. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi

3.2.1. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin Tanımı

Döviz kuru hedeflemesi uzun bir geçmişi olan bir para politikası rejimidir. Döviz kuru hedeflemesi, enflasyonu düşürmek ve enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla bir ülkenin, ulusal parasının değerini güçlü bir ülkenin parasına bağlayarak yürüttüğü parasal bir stratejidir. Ulusal paranın değerinin altın gibi bir madene sabitlenmesi şeklini de alabilir. Bu stratejiyi uygulamaya çalışan ülkeler, güçlü ülke seçiminde çoğu kez, dış ticarete en büyük partnerleri konumunda olan ülkeyi tercih ederler.

Döviz kuru çıpasına dayalı parasal stratejiler, katı döviz kuru hedeflemesi (hard exchange-rate peg) ya da yumuşak döviz kuru hedeflemesi (soft exchange-rate peg) şeklinde uygulanabilir.⁷⁶

⁷⁴ M. DEVINE, D.McCOY, "The Formulation of Monetary Policy in EMU" Central Bank of Ireland, 1998, s.2-3

⁷⁵ Seyfettin Erdoğan, "Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme", Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi (9), 2005/1:34-35 ,s.1

⁷⁶ Frederic S. Mishkin ve Miguel Savastano (2001), "Monetary Policy Strategies for Latin America", Journal of Development Economics, 66, s.416

Yumuşak döviz kuru hedeflemesi, ayarlanabilir kur rejimini ifade etmektedir. Yumuşak döviz kuru hedeflemesinde, enflasyonu kontrol altına almak amacıyla, ulusal paranın değeri güçlü bir paraya bağlanır. Bu sistemde, kimi zaman yabancı bir ülke parasına bağlanan ulusal paranın değeri, belirli bir bant içerisinde dalgalanmaya bırakılabilir.

Katı döviz kuru hedefleme stratejisinin iki tür uygulaması vardır: Para kurulu ve tam dolarizasyon. Para kurulu sisteminde para basımı, %100 döviz karşılığında gerçekleşir. Para kurulu sisteminin uygulandığı ülkelerde, para basma yetkisini elinde bulunan otorite, yabancı para ile ulusal para arasındaki değişimi sabit bir orana bağlar. Para kurulu sisteminde sabit döviz kuru, yasal bir düzenlemeye dayanmaktadır. Bu sistemi uygulayan ülkelerde, parasal tabanın büyüklüğü çıpa ülkesinin para politikası ve sermaye akışı tarafından belirlenir. Bu sistemde parasal otoritenin, para politikası üzerinde inisiyatif kullanması, ulusal para cinsinden ifade edilen varlıkları alıp satması, açık piyasa işlemlerini yönetmesi ve ulusal bankalara ya da hükümete ödünç vermesi söz konusu değildir. Dolayısıyla, döviz piyasasında gerçekleştirilen işlemlerin parasal etkilerini sterilize etme olanağı ortadan kalkmaktadır. Döviz kuru hedeflemesinin bu şeklinin yararları, daha büyük güvenilirliğinin olması ve spekülasyon ataklara karşı daha büyük dayanıklılık göstermesidir. Bu rejime, kriz durumlarında döviz kurunun, enflasyonun ve yabancı döviz rezervlerinin istikrarını sağlamak için sık sık başvurulmaktadır. Tam dolarizasyon uygulamasında ise, ulusal para yabancı para ile ikame edilir. Diğer bir ifade ile, tam dolarizasyon uygulamasına geçen bir ülkede, ulusal paranın bütünüyle eliminasyonu gündeme gelir. Dolarizasyon süreci ile birlikte ulusal para cinsinden yapılan kontratlar dolar cinsinden ifade edilmeye başlanmıştır.⁷⁷

Döviz kuru hedeflemesi uygulayan ülkeler özellikle, döviz kurunu, enflasyonu düşürmek için düşük enflasyona sahip bir ülkeye sabitleyen küçük ülkelerdir. Basit ve kolayca anlaşılabilen yapısından dolayı, döviz kuru hedeflemesi geçmişte, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde popülerlik kazanmıştır. Döviz kuru hedeflemesi, enflasyon oranını uluslararası ticarete konu olan mallar için sabitlemekte ve para politikası yönetimi için otomatik bir kural ortaya koyarak zaman tutarsızlığı probleminden kaçınılmasına olanak tanımaktadır. Böylece enflasyonun doğrudan kontrol altında tutulmasına yardımcı olmaktadır.⁷⁸

⁷⁷ Frederic S. Mishkin ve Miguel Savastano (2001), a.g.m., s.417

⁷⁸ Ferya Kadioğlu, N. Özdemir ve G. Yılmaz, "Inflation Targeting In Developing Countries", 2000, s.5

Döviz kurları günümüzde özellikle küçük ve dışa açık ekonomiler için taşıdıkları önem ve reel ekonomiyi doğrudan etkileme potansiyelleri nedeniyle, uygulanan para politikası çerçevesinde doğrudan hedef, gösterge veya araç olarak kullanılmaktadır.

Dışa açık ekonomilerde kurlar enflasyon üzerinde önemli bir belirleyiciliğe sahiptir. Diğer yandan, uzun süre yüksek enflasyonla yaşayan ülkelerde, özellikle halkın enflasyondan korunmak için fiyatlamada kurlardaki değişiklikleri dikkate almaya başlamaları, kurlarla enflasyon arasındaki ilişkiyi (geçişkenliği (yansımayı) = pass-through) çok kuvvetlendirir. Ayrıca bu dönemlerde toplumun çeşitli kesimlerinde yerli paradan yabancı para birimlerine (dolarizasyon) doğru yoğun bir kaçış olduğu görülmüştür. Böylece ortaya çıkan para ikamesi de döviz kurlarındaki hareketliliği arttıracaktır. Bu da, kurdaki bir değişimin otomatik olarak para arzını etkileyeceğidir. Devalüasyon, yabancı para varlıklarının değerini yerli para değeriyle arttırmakta, böylece toplamda para arzı da artmaktadır. Diğer yandan, uzun süreli enflasyon tecrübesi yaşayan ülkelerde, geriye dönük endeksleme yaygın bir davranış halini almaktadır. Geriye dönük endeksleme, basit olarak, hane halklarının gelecek dönem ücret taleplerini, mülk sahiplerinin gelecek dönem kira bedellerini ve firmaların fiyat ayarlamalarını ve bütçe planlarını geçmiş dönem enflasyonunu dikkate alarak belirlemeleridir. Bu nedenle, enflasyonist beklentilerin kırılması ve enflasyonun fazla ekonomik daralmaya neden olmadan daha az maliyetle düşürülmesi için kurlar ara hedef olarak kullanılabilir. Bu stratejide, kurlar önceden ilan edilen düzeylerde tutularak, halkın ve firmaların ücret ve fiyatlarını ilan edilen kurlarla uyumlu belirlemeleri beklenir. Kurların ilanı, şeffaflık ve herkes tarafından kolayca izlenebilir. Dolayısıyla, eğer inandırıcı olursa; hem her kesimin gelecek dönem enflasyonuna ilişkin bekleyişlerini doğrudan etkilemesi, hem de aktarım mekanizmasında doğrudan çok etkili olması nedenleriyle, enflasyonu düşürmede çok etkindir. Böylece, özellikle bekleyişleri etkilemesi nedeniyle, daha az üretim kaybıyla enflasyonun kontrol altına alınması mümkündür.

Kur çipası uygulamalarında, merkez bankasının likidite ve faizler üzerindeki kontrolü kaybolur ve likidite ve faizler ödemeler dengesi gelişmelerine göre belirlenir. Eğer, kur artışlarının kontrol edilmesine karşın, enflasyon yeteri kadar düşmezse, yerli para değer kazanır ve ithalat artarken, ihracat geriler bu da cari işlemler açığına yol açar. Yüksek cari işlemler açığı, doğrudan yabancı yatırımları yolu ile finanse edilmediğinde, ancak yüksek faizlerin teşvik edeceği "sıcak para" ile finanse edilebilir.

Bu durumda ekonomi dışsal şoklara çok duyarlı hale gelir ve kur politikası spekülâtif ataklarla karşı karşıya kalabilir. Bu gelişmelerin muhtemel sonucu da, devalüasyonu gerektirebilir.

Hedeflemeye giden ülkenin parasına yönelik spekülâtif bir saldırı sonuçta gerek fiili gerekse beklenen enflasyonda bir artışa yol açacak ve faiz oranlarını sert biçimde artırarak finansal krizi güçlendirecektir. Parasının bir diğer paraya değişim oranını sabitleyen ülkede ödünç sözleşmelerinin kısa vadede yoğunlaşmış olması halinde, faiz oranındaki artış ile kısa vadeli borçlar arasındaki etkileşim firmaların faiz ödemelerinde büyük artışlara yol açarak, nakit akım pozisyonlarını ve dolayısıyla bilançolarını zayıflatmaktadır. Sonuçta, gerek kredi hacmi gerekse ekonomik faaliyetlerde keskin bir düşüş ortaya çıkabilmektedir.⁷⁹

Döviz kuru hedeflemesinde döviz kuru sabitlemesi, nominal oranların bir veya birkaç ülke parasına sabitlenmesini içermektedir. Bir kural olarak, çıpa ülke düşük enflasyona sahiptir; karşılıklı ticarete önemli bir pay sahibidir ve ekonomisi daha güçlü durumdadır (Avrupa Birliği veya ABD gibi). Bu rejimde nominal döviz kuru için bir bant belirlenebilir ve oran bu bant içinde serbestçe dalgalanabilir ve merkez bankası yalnızca bant sınırının aşılması şeklinde bir tehlike olursa müdahalede bulunur. Bir döviz kuru bandı uygulandığı zaman, döviz kurundaki belirsizlikler arttığından spekülâtif sermaye akımları azalma gösterir ve bu da para politikasının özerkliğini artırır. Kayan pariteler (Crawling peg) yani döviz kuru farkının aylara paylaştırılması, maksimum %2-3 oranına çıkmasını sağlayacak biçimde haftalık, aylık ya da üç aylık artışların saptanması, döviz kuru hedeflemesinin bir diğer şeklidir. Burada hedeflenen nominal oran seviyesi kayar, genellikle kontrollü bir şekilde değerini kaybeder. Sabit döviz kuru rejimindeki bu değişiklik, reel oranları, ülke içindeki üretimin rekabet fiyatında aşınmaya neden olabilecek aşırı bir güçlenmeden korumaktadır.⁸⁰

Döviz kuru hedeflemesi para politikası için otomatik kural oluşturur. Bu yönüyle karar vericilere ilerleyen günlerde uygulanacak para politikası konusunda net bilgi sağlar ancak ekonomiyi olası şoklara da karşı açık hale getirir. Sermaye hareketliliğin olduğu açık ekonomilerde sabit döviz kuru rejiminde merkez bankası para politikası uygulama yeteneğini kaybeder.⁸¹

⁷⁹ Timur Önder, a.g.e. ,s.39-41

⁸⁰ Cuma Bozkurt, a.g.e. ,s.45

⁸¹ Burak Babacan, "Para Politikası Stratejileri", Sosyal Bilimler Enstitüsü(ders notu), s.3

Döviz Kuru hedeflemesi benimsenerek ekonomik istikrara ulaşılma hedefi olduğuna dair bir irade konması ülkeye sermaye girişini hızlandırmakta bir yandan da enflasyonu düşürme sürecine sokmakla birlikte ithalatı ve tüketimi de arttırarak ekonomik büyümeyi sağlamaktadır. Ancak enflasyon oranlarındaki düşmeye karşın istenilen seviyeye düşürülemediğinde sabit döviz kuru gibi bir döviz kuru rejiminde ulusal para aşırı değerlendirilebilmektedir. Ulusal paranın söz konusu bu aşırı değerlendirilmesi ithalatı arttırıp ihracatı azaltarak cari işlemler dengesini bozmaktadır. Tüm bu değişimler devalüasyon beklentisini doğurmakta nihayetinde devalüasyon beklentisi ile bir yandan yabancı para talebi artmakta bir yandan da yatırımcılar finanssal yatırımlarını yurt dışına kaydırmaya başlamaktadır. Devalüasyon beklentileriyle şekillenen bu iki sonuç ise olası krizi daha da öne almaktadır. Çünkü devalüasyon beklentisi ile ülkedeki yabancı para talebinin artması merkez bankasının sabit döviz kuru rejimi çerçevesinde belirlediği döviz kurlarını savunmasını zayıflatmaktadır ve hatta yabancı paraya ilişkin yapılan spekülasyon atak sonucu hedefi enflasyonu kontrol altına almak olan bu politikadan tamamen vazgeçilmesine neden olmaktadır. Ekonomideki büyümenin kaynakları arasında yer alan yabancı sermayenin yurt dışına yönelmesi ise hem bu büyümenin hem de ödemeler bilançosunun olumsuz etkilenmesine neden olmaktadır. Tüm bu hareketler paranın değerinde büyük oranlı düşüslere, büyük rezerv kayıplarına yani finanssal krize neden olur.⁸²

Döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulayan ülke deneyimlerini inceleyen çalışmaların ulaştığı bazı önemli sonuçlar, aşağıdaki noktalarda toplanabilir:

- Heterodoks istikrar programları uygulayan ülkelerde fiyatların geçici bir süre denetim altına alınması, enflasyonun hızlı bir şekilde düşmesine yol açar.
- Programın başlangıç döneminde reel iktisadi aktivitelerde artış eğilimi ortaya çıkar. Bu anlamda reel GSYİH ile özel tüketim harcamaları, en çok göze çarpan değişkenlerdir. Hemen belirtmek gerekir ki, başlangıç döneminde ortaya çıkan genişleyici eğilimler, belirli bir süre sonra yerini daraltıcı eğilimlere bırakır.
- Ulusal para reel anlamda aşırı değer kazanır.
- Gerek ticaret bilançosu gerekse cari işlemler bilançosunda ciddi tahribatlar ortaya çıkar.

⁸² Burak Babacan, a.g.m. s.4

• Program süresince reel faizlerin seyrini net olarak kestirmek güçtür. Örneğin ortodoks planların başlangıç devrelerinde reel faiz oranlarında düşme eğilimi gözlenmesine karşın, 1980'li yılların ortalarında uygulanan heteredoks programların başlangıcında ters yönde bir eğilim ortaya çıkmıştır.⁸³

Özellikle, 1990'lı yılların ikinci yarısında, kur çıpası uygulayan birçok ülke, spekülasyon ataklara maruz kalmış ve istikrar programları başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Bu tecrübeler ışığında, kur çıpası stratejisi, günümüzde popülerliğini yitirmiştir.

3.2.2. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin Avantajları

Döviz kuru hedefleme stratejisinin uygulamaya yansıyan en güçlü şekli, para kuruludur. Döviz kurunun ara hedef olarak seçilmesi bazı teknik sorunları çözmektedir. Örneğin, yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş sürecinde paranın dolanım hızının tahmin edilmesi, para olanlar ile para benzerleri arasındaki ayırımın net olmadığı kronik enflasyon ülkelerinde oldukça güç olabilmektedir. Dolayısıyla, uygulama konusunda herhangi bir sorun söz konusu olmadığı takdirde, belirli bir para kuralının ne kadar sıkı olması gerektiği ve istikrarlı ilişkinin enflasyon düştükten sonra devam edip etmeyeceğini öngörmek zor olacaktır. Fakat, döviz kurunun ara hedef olarak kullanılması, kural olarak, para talebi ve dolaşım hakkında herhangi bir bilgiye gerek duyulmaması şeklinde bir avantaj sağlamaktadır.⁸⁴

Döviz kuru hedefleme stratejisinin en önemli avantajlarından biri, döviz kurunun kamuoyunca en kolay şekilde anlaşılan nominal çıpa oluşturmaktır. Diğer bir ifadeyle, döviz kuru, hükümetin niyet ve fiili hareketleri hakkında kamuoyuna parasal hedeflemekten daha net sinyaller vermektedir. Bu nedenle, döviz kuru hedeflendiği zaman enflasyon beklentileri azalacak, enflasyon oranı zamanla ilgili anahtar para ülkesinin enflasyon oranına yakınsayacaktır. İkinci olarak, kronik enflasyon ülkelerinde gözlemlenen yüksek oranlı dolarizasyon nedeniyle yurtiçi para stokunun ulusal para birimi cinsinden olan kısmında meydana gelen azalma toplam

⁸³ Guillermo A. Calvo ve Carlos A. Végh. (1997), "Inflation Stabilization and BOP Crises in De-veloping Countries", s.12

⁸⁴ Alövşat Müslümov, Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım, "Döviz Kuru Hedeflemesi Politikaları", TÜGIAD Ekonomi Ödülleri 2002, s.7

para stokunu fazla etkilemeyeceğinden, parasal hedefleme, enflasyon oranı üzerinde yeterli derecede etkili olmayacaktır. Bu nedenle, döviz kurunun ara hedef olarak seçilmesi daha uygun politika olabilir. Nominal çıpa olarak döviz kurunun seçilmesi, ayrıca, zaman tutarsızlık sorununu ortadan kaldırmaktadır. Güçlü bir taahhüdün yapıldığı döviz kuru sabitleme stratejisi, ulusal para değer kaybetme eğilimi karşısında para politikasını sıkılaştırmaya, değer kazanma eğilimi karşısında ise gevşemeye zorlayan otomatik bir politika kuralını ifade etmektedir. Bu durumda Merkez Bankası genişletici politika izleme serbestisine sahip olamayacaktır.⁸⁵

Döviz kuru hedeflemesinin temel avantajlarını aşağıdaki noktalarda toplayarak incelemek mümkündür:

- Esnek döviz kuru sisteminde, kurun yönelimini tam olarak kestirmek hayli güçtür. Döviz kurunda gerek uzun dönemde gerekse kısa dönemde ortaya çıkan öngörülmedik bir istikrarsızlık eğilimi, iktisadi hayatı negatif yönde etkileyebilir. Kurlara ilişkin belirsizlik, iktisadi birimlerin yatırım harcamalarını ve uluslararası ticareti negatif yönde etkiler.⁸⁶

- Sabit tutulan döviz kuru, nominal bir çıpa sağlayarak zaman tutarsızlığı probleminin giderilmesine katkı sağlar. Zaman tutarsızlığı problemi, politikacıların kısa dönemde hasıla düzeyini artırmak ve istihdam hacmini genişletmek amacıyla, genişletici politikalar uygulamalarından kaynaklanır. İhtiyari politika uygulama olanağının varlığı halinde politikacıların kısa vadede genişletici politikalar uygulamalarını önlemek hayli güçtür. Sabit kur taahhüdünün ilan edilmesi, para politikası için otomatik bir kuralın benimsendiği anlamına gelir. Dolayısıyla, kur hedefinin ilan edilmesi halinde parasal otoritenin para politikasını keyfi şekilde uygulaması önlenmiş olur. Parasal otorite parasal genişleme stratejisini, ilan edilen kur hedefi ile tutarlı bir şekilde, diğer bir ifade ile, ulusal paranın değerindeki hareketleri takip ederek yönlendirir.⁸⁷

- Yüksek enflasyon sorunu yaşayan bir ülke, ulusal parasının değerini düşük enflasyon oranına sahip güçlü bir ülkenin parasına bağladığında, ister bütçe açıklarından kaynaklansın ister ücret ve fiyat politikalarından kaynaklansın, enflasyonist eğilimleri baskılama olanağını elde eder.

⁸⁵ Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım, a.g.m. ,s,7

⁸⁶ Burak Babacan, a.g.m. ,s.5

⁸⁷ Frederic S. Mishkin,(1997),**"Strategies for Controlling Inflation"**, NBER Working Paper, No:6122., 1997, s.11

- Kredibilitesi düşük ve yeterliliği endişe ile karşılanan merkez bankalarının bu olumsuz koşullardan kurtulması için döviz kuru hedeflemesi bir çare olarak düşünülebilir. Bu anlamda, ulusal paralarını güçlü yabancı bir paraya bağlayan ülkeler, çıpa ülkesi merkez bankasının sahip olduğu kredibilitiyi ithal etme olanağını elde edebilirler. Örneğin bir çok Avrupa ülkesi paralarını Alman Markına bağlayarak Bundesbank'ın kredibilitesini ithal etmeye çalışmıştır.

- Döviz kuru hedeflemesi, kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılır açıklıkta bir stratejidir. İktisadi birimlerin politika beklentilerinin etkilenmesi açısından uygulanmakta olan parasal stratejinin basit ve açık olması son derece önemlidir. Yeterli açıklıkta⁸⁸ ve basitlikte olmayan bir stratejinin beklentileri etkileme gücü sınırlıdır.

Döviz kuru hedefleme stratejisinin uygulama açısından ve diğer stratejilere kıyasla esas üstünlükleri, politika otoritesi tarafından daha iyi kontrol edilebilirliği, hedeflemeye ulaşıp-ulaşılmadığının anında gözlemlenebilmesi ile özel sektörün göreceli olarak daha kolay anlaması ve karar mekanizmasında dikkate alması olarak sıralanabilir. Döviz kuru, Merkez Bankasının yeterli rezerve sahip olması şartı ile, politika otoritesinin tam kontrolünde bulunmaktadır. Diğer hedefleme stratejilerinden olan parasal hedefleme, teknolojik gelişme ve özel kesimin tercihlerinde meydana gelen değişikliklerden etkilenen paranın dolanım hızı ile para talebi gibi Merkez Bankasının kontrolü dışında olan gelişmelere bağlı olduğu için politika otoritesi tarafından tam olarak kontrol edilememektedir. Nominal gelir veya enflasyon oranı hedeflemesi ise, Merkez Bankası tarafından kontrol edilebilirliği en zayıf olan stratejidir. Hatta Woodford (1995, 1996) tarafından ortaya konduğu gibi, enflasyon oranı, Merkez Bankasının tek başına kontrol edemeyeceği değişkendir.⁸⁹

Hedefleme amaçlarına ulaşıp ulaşamadığının zamanında gözlemlenebilmesi, hem politika otoritesinin güvenilirliği, hem de şeffaflığı açısından son derece önemli bir husustur. Zira, açıklanan hedefe ulaşma göreceli olarak zaman gerektiriyorsa, uygulanan politikalar konusunda kuşku artmaktadır. Bu açıdan da ele alındığı zaman, döviz kuru hedefleme stratejisi, diğer stratejilerden daha üstündür. Nitekim, döviz kuru anında gözlemlenebilirken, parasal bir büyüklük genellikle 2-3 haftalık aralıklarla, enflasyon oranı ise aylık olarak ölçülmektedir.

⁸⁸ Seyfettin Erdoğan, a.g.m. ,s, 3

⁸⁹ Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım, "Döviz Kuru Hedeflemesi Politikaları", TÜGİAD Ekonomi Ödülleri 2002,s,15

Döviz kuru hedeflemesinin diğer hedefleme stratejilerine göre bir diğer üstünlüğü, döviz kurunun özel sektör kararlarını daha çok etkileyebileceğidir. Bireyler karar verirken gelişmelerini daha yakından takip edebildikleri ve kolayca anlayabildikleri değişkeni dikkate almaktadırlar. Bu açıdan ele alındığı zaman, enflasyon oranı hedeflemesinin döviz kuru hedeflemesinden daha üstün olduğu düşünülebilir. Ancak, uygulamada rastlanılan enflasyon hedefleme stratejisinin TÜFE veya TEFE bazlı enflasyon oranlarından ziyade, kontrol edilebilirlik açısından göreceli olarak daha kolay olan farklı endekslerin seçilmesi, enflasyon oranının bu üstünlüğünü kısmen zedelemektedir.⁹⁰

3.2.3. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisinin Dezavantajları

Döviz kuru hedeflemesinin doğasında var olan avantajlarına rağmen, uluslararası tecrübelerle kanıtlanmış ciddi problemleri de vardır. Sabit bir döviz kurunda temel problem hükümetin istikrar amaçları için para politikasının kullanımını tam olarak bırakmaya hazır olmasının gerekmesidir. Ülke böyle bir problemle karşılaştığında ihracat talebinde ani ve sürekli bir düşme meydana gelir. Esnek fiyatlar olduğunda bile böyle bir şok ekonomiyi kötüleştirebilir. Ama nominal fiyatlar ve ücretlerde geçici katılımlar ve sabit döviz kuru ile zarar büyümektedir. İhraç ve ithal malları nispi fiyatlarını kısa dönemde ayarlamamanın bir yolunun olmaması, yurtiçi istihdam ve çıktıyı düşürür.⁹¹

Bu politika, merkez bankasını ülke içindeki şoklara karşı koymada para politikasını kullanabilme gücünden yoksun bırakır. Paranın sabitlendiği ülkeye karşı ülkenin ekonomik şokları kaçınılmaz bir şekilde faiz oranlarının yükselmesi biçiminde yansır. Sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkeler paralarına karşı spekülasyon eğilimi artar. Ülke güvenilirliğinin eksikliği durumunda, yatırımcıların bu paradan kendi kendilerini kurtarma arayışlarına girme riski vardır ve yabancı merkez bankaları yurtiçi faiz oranlarının yükselmesi yüzünden sabitlemeyi korumak için geniş bir oranda geri satın almaya girişir. Bu durum masraflı olabilir ve bir yurtiçi ekonomik krizi tetikleyebilir. Sabit döviz kuru politikası bilgi akışını azaltabilir. Zira döviz kurları bir ülkenin parasal pozisyonu ve yurtiçi para politikasının

⁹⁰ Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım, a.g.m.,s,16

⁹¹ Maurice Obstfeld ve Kenneth Rogoff, (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", The Journal of Economic Perspectives, Nber Working Paper, No:51919, (4), 73-96,s.3

güvenilirliği hakkında önemli bilgiler içerir. Sabit döviz kuru uygulanması kolay olsa bile, daha az şeffaf bir politika olma sonucunu ortaya çıkarabilir. Bu durum, İzlanda'da yapıldığı gibi, döviz kurunun belirli bir bant içinde dalgalanmasına izin verilirse daha az problem oluşturmaktadır. Ayrıca, sabit döviz kuru politikası yüksek enflasyon geçmişi olan veya gelişmemiş ülkeler açısından yurtiçi sorumluluk hacmi kısa süreli veya yabancı para cinsinden adlandırılırsa finansal bir kriz ihtimalini yükseltebilir. Bu koşullar altında borçluların bilânçoları ulusal para devalüe edildiğinde ve gelirleri yurtiçi para cinsinden ve endekslenmişse önemli şoklara uğrar. Bankacılık sistemi, iflaslar ve borçların ödenmemesine bağlı finansal sistemin ara fonksiyonlarının çökmesi yüzünden finansal bir krize yol açabilir ve bunu ciddi bir ekonomik kriz takip edebilir. Aynı şekilde sabit döviz kuru rejimleri, yabancı yatırımcıların karşılaşabilecekleri riskleri azalttığından, daha büyük sermaye akımlarını harekete geçirebilir. Bu akımlar, yurtiçi ekonominin fazla ısınmasına neden olabilir, özellikle yurtiçi mali piyasalarda yeni ortaya çıkan liberalleşme ve özelleşme çiftiyle birlikte, finansal sistemde bilânçolar için ciddi olumsuz sonuçlar ve kredi kayıpları üretebilir.⁹²

Gelişmekte olan ülkelerde politika yapıcılar sık sık yurtiçi paranın devalüasyon oranını yabancı piyasalarda arzu edilen bir rekabet seviyesini sürdürme niyeti ile birlikte reel döviz kuru seviyesine bağlamışlardır. Ticari olmayan fiyatlara göre ticari malların nispi fiyatları bir hedef veya trend seviyesine düşük olduğu ve reel döviz kuru aşırı değerlendirildiği zaman devalüasyonlar daha sık görülür. Bu gözlemle ilgili kuvvetli ampirik destekler mevcuttur. Mesela Klein ve Marien(1997), 16 Latin Amerika ülkesi ve Jamaika için döviz kuru yönetimini analiz ediyor. Bu iktisatçılar daha fazla değerlendirilmiş bir döviz kuru ile birlikte daha yüksek bir devalüasyon ihtimali olduğuyla ilgili kuvvetli kanıtlar bulmuşlardır. Benzer ilişkiler bir kısım gelişmekte olan ülke için Frankel ve Rosrl(1996) ve Kaminsky ve Reinhart(1999) tarafından da bulunmuştur. Calvo, Reinhard ve Vegh(1995) reel döviz kuru hedeflemesi ile ilgili ampirik literatürü yeniden gözden geçirmişler ve reel döviz kurunun gelişmekte olan ülkelerde belki de en popüler reel hedef olduğu sonucuna varmışlardır.⁹³

⁹² T.G. Petursson (2000) "Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary Policy?" Central Bank of Iceland, Monetary Bulletin, 2000/1,s.37

⁹³ M.Uribe, (2002) "Real Exchange Rate Targeting and Macroeconomic Instability" NBER Working Paper No: 9294. ,s.1

Gelişmekte olan bir ülke parasına karşı başarılı bir spekülative atak sonrası beklenen enflasyondaki bir artış, Asya ve Meksika krizlerinde olduğu gibi faiz oranlarında ani bir yükselişin ortaya çıkmasına neden olduğundan finansal krizleri şiddetlendiren bir faktördür. Kısa süreli borç sözleşmelerinin ve faiz oranlarındaki artışın etkileşimi firmaların faiz ödemelerinde büyük artışlara neden olur ve firmaların nakit akımı pozisyonlarını ve bilançolarını zayıflatır. Bu durumdan sonra da hem ekonomik aktivite ve hem de borç verme ani bir düşüşe maruz kalır.⁹⁴

Paranın değerinin daha istikrarlı olmasının sağlanmasıyla döviz kuru hedefinden kaynaklanan bir başka potansiyel tehlike, yabancı yatırımlar için risklerin farkına varılmasını zayıflatabilir ve ülkeye olan sermaye akımları canlanmaya başlar. Bu sermaye akımları, verimli yatırımları ve büyümeyi canlandırmasına rağmen aşırı borçlanmayı kolaylaştırabilir ve bu durum borç vermedeki bir artışla açıkça belli olur. Çünkü ülke içindeki banka gibi finansal araçlar bu sermaye akımlarına aracılık etmede temel bir rol oynarlar.

Döviz kuru hedefinin bir diğer dezavantajı, özellikle kalkınmakta olan ülkelerde politika yapıcılarının hesap verilebilirliğini zayıflatabilmesidir. Çünkü döviz kuru hedeflemesi, para politikasının çok genişleyici olmasını önlemeye yardımcı olacak önemli bir işareti elimine etmektedir. Sanayileşmiş ülkelerde ve özellikle Amerika'da tahvil piyasası para politikasının durumu hakkında çok önemli bir işaret ortaya koyar. Özellikle gelişmekte olan birçok ülkede uzun dönem tahvil piyasası aslında mevcut değildir. Bu ülkelerde Amerika'daki tahvil piyasasındaki gibi döviz kurunda günlük dalgalanmalar olabilir ve para politikasının genişleyici olacağı hakkında erken bir uyarı işareti sağlar. Böylece tahvil piyasasındaki gibi döviz kuru piyasası, piyasaları çok genişleyici olmaktan koruyabilir.⁹⁵

Döviz kuru hedefinin bir diğer dezavantajı da, döviz kuru hedeflemesinin para politikasının günlük durumu ile ilgili bilgi sağlamasını ortadan kaldırmasıdır. Bir döviz kuru hedefi rejimi altında merkez bankaları başarılı bir spekülative atak meydana geldiği zaman, farkına varılmayan genişletici politikalar izlerler. Bu rejim altında merkez bankasının hesap verilebilirliğinin eksikliği problemi, bilançoları gelişmiş ülkelerdeki gibi şeffaf olmayan gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarında daha belirgindir

⁹⁴ Frederic Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes." NBER Working Paper No: 6965, 1999,s.8-9

⁹⁵ Frederic Mishkin, (1999) a.g.m. ,s.9-10

ve böylece merkez bankasının politika hareketlerinin araştırılması çok daha zor hale gelir. Döviz kuru sabitlemesi, zaman tutarsızlığı problemini elimine eden merkez bankasının hareketleri için kurallar ortaya koyar, merkez bankasını daha az şeffaf ve daha az hesap verebilir yaptığından zaman tutarsızlığı problemini daha şiddetli hale getirebilir.⁹⁶

Döviz kuru hedefinin bir diğer bir dezavantajı da, döviz kuru hedeflemesi uygulayan ülke, çipa ülkesinde ortaya çıkan şokun yanı sıra ihrac ettiği ürünlere yönelik talebin istikrarsız bir trend sergilemesinden de etkilenebilir. Örneğin, bu stratejiyi uygulayan ülkenin ihracat talebinde ani ve kalıcı bir düşüş eğilimi ortaya çıktığında, dünya ölçeğinde fiyatlar esnek olsa bile, çok ciddi iktisadi tahribatlar ortaya çıkabilir. Bu tür bir şokun ortaya çıktığı dönemde, nominal ücretler ve fiyatlar esnek değilse, tahribatın boyutları daha da büyür. İthalat ve ihracatın göreceli fiyatlarını kısa dönemde ayarlayacak bir yol bulunamadığında, hem istihdam hacminde hem de hasıla miktarında daralma eğilimleri ortaya çıkar. Bu tür eğilimler, programa olan güvenin azalmasına ve dolayısıyla kötümser beklentilerin ortaya çıkmasına yol açar.⁹⁷

Döviz kuru hedefleme stratejisi, finansal kırılganlığı arttırdığı gibi, Finansal krizlerin ortaya çıkmasına da yol açabilir. Gelişmekte olan ülkeler, güçlü bir finansal yapıya sahip olmadıklarından dolayı, bu ülkelerde uygulanan kur temelli stabilizasyon programlarının derin iktisadi krizlere yol açma olasılığı hayli yüksektir. Gelişmekte olan ülkelerde, ulusal paranın değerinin istikrarlı bir trend izlememesi iktisadi krizlerin ortaya çıkmasında en önemli etkenlerden biridir. Bu ülkelerde ulusal paranın gelecekte nasıl bir seyir izleyeceği belirsiz olduğundan dolayı, borçlanma enstrümanları, ancak, döviz cinsinden ifade edildiğinde cazip hale gelir. Bu durumun farkında olan firmalar ve finansal kuruluşlar ağırlıklı olarak döviz cinsinden borçlanmayı tercih ederler. Bu eğilim kaçınılmaz olarak finansal kırılganlık düzeyini artırır. Çünkü döviz cinsinden ifade edilen enstrümanlar ile borçlanma stratejisi, finansal piyasalardaki kurumsal yapıya ilişkin en çok göze çarpan özelliklerden biri olduğunda, ulusal paranın aşırı değerlenmesi nedeniyle gündeme gelecek bir devalüasyon uygulaması, ulusal firmaların borç yükünü kayda değer düzeyde artırır. Öte yandan

⁹⁶ Frederic Mishkin, (1999) a.g.m. ,s.11

⁹⁷ Maurice Obstfeld ve Kenneth Rogoff (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", The Journal of Economic Perspectives, 9, (4), s.74-75

önemle vurgulamak gerekir ki, devalüasyon uygulamasından sonra firmaların ulusal para cinsinden ifade edilen varlıklarının değerinde eş anlı bir artış ortaya çıkacağını iddia etmek doğru değildir. Sonuç olarak, firmaların hem bilançoları tahrip olacak hem de net servetleri azalacaktır. Dolaşısıyla borç geri ödeme güçlerinde ciddi bir gerileme ortaya çıkacaktır.⁹⁸

Döviz kuru hedeflemesine yönelik temel eleştiri, bu rejimde ülkenin bağımsız para politikası uygulama yeteneğinin ortadan kalkmasıdır. Sermaye piyasası dışı açık ülkelerde faiz oranları ilgili yabancı ülkedeki faiz oranı ile yakından ilişkili hale gelmekte ve para yaratım süreci de yine ilgili ülkedeki para arzına bağlı olmaktadır. Döviz kuru hedeflendiği zaman Merkez Bankası yurtiçi para arzını kontrol edememektedir. Bu sermaye hareketliliğinin doğal bir sonucudur. Bu durumda, ülke diğer yabancı ülkeler ve özellikle, anahtar para ülkesinde meydana gelen şoklara aşırı duyarlı olmaktadır. Ayrıca, Merkez Bankası reel sektörde meydana gelen değişikliklere de yeterince tepki verememektedir. Döviz kuru hedeflemesi sisteminde, ülkeler kendi ekonomilerini etkileyen asimetrik şoklara karşı gereken tepkiyi veremediği için, bu stratejiyi benimseyen ekonomilerde ciddi sıkıntılar ortaya çıkmaktadır. Asimetrik şok, bir ülkeyi derinden etkileyen, fakat diğer ülkeleri hiç etkilemeyen veya göreceli olarak az etkileyen şoklardır. Asimetrik şok yaşandığında, değişik ülke mallarının görece fiyatı olarak nitelendirilen reel döviz kuru değişmelidir. Bu ise enflasyon oranının veya nominal döviz kurunun veya her ikisinin de değişmesini gerektirmektedir. Nominal kurun değişmesi beklendiğinde ise ülkeye yönelik spekülasyon saldırılar artmaktadır. Döviz kuru hedeflemesinin en önemli dezavantajlarından biri de, ülkelerin spekülasyon saldırılarına açık hale gelmesidir. Para birimi çıpa olarak seçilen ülkede meydana gelen bir şok, hedefleme yapan ülkede ekonominin gerilemesine yol açmaktadır. Bu durumda spekülasyonlar döviz kuru politikalarını sorgulamaya başlamakta ve ülke parasından yabancı paraya geçmektedirler. Bu kaçış, döviz kuru üzerindeki baskıyı artırmakta ve sonuç olarak para biriminin değer kaybetmesine neden olmaktadır. Obstfeld ve Rogoff'a (1995) göre döviz kuru hedeflemesi ile ilgili en temel sorun, hükümetin esas amacının, döviz kurundan ziyade, reel ekonomi ile ilgili olmasıdır. Kısa dönem faiz oranlarının son derece

⁹⁸ Frederic Mishkin, (1999) a.g.m., s.84-85

yüksek seviyelere çıkarılması ile döviz kuru hedeflemesi tutturulabilir. Ancak faiz oranlarının anormal seviyelere yükselmesi reel ekonomide ciddi daralmalara neden olacaktır ki, hiç bir hükümet buna izin vermez.⁹⁹

Döviz kuru hedeflemesinin diğer stratejilere göre en zayıf hususu ise bu stratejiye yönelik eleştirilerin odak noktası olan Merkez Bankasının politika bağımsızlığını kaybetmesidir. Döviz kuru hedeflendiği zaman politika otoritesi ülkeyi etkileyen olumsuz şoklara tepki verememektedir. Bu özellik, parasal hedefleme stratejisi için de geçerlidir. Zira, parasal büyüme oranı bağlayıcı bir şekilde belirlendikten sonra Merkez Bankası ekonomiyi etkileyen şoklara tepki verememektedir. Oysa nominal gelir hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi, ekonomik gelişmelerin olumsuz yönde değiştiğine ilişkin ilk sinyaller alındığı zaman, gerekli müdahalelerin yapılmasına olanak tanımakta ve bu tür müdahaleleri gerekli kılmaktadır.¹⁰⁰

3.3. Parasal Hedefleme Stratejisi (Para Miktarı Hedeflemesi)

3.3.1. Parasal Hedefleme Stratejisinin Tanımı

Parasal hedefleme, enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla, belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin artış oranının hedef olarak belirlenmesidir. Parasal büyüklük hedeflemesi altında para otoritesi genellikle nakit ve banka mevduatlarını içeren geniş çaplı parasal bir büyüklük arzını hedefler. Parasal büyüklük arzı monetaristlerin paranın miktar teorisine dayanan ve enflasyonun parasal büyümeden kaynaklandığını belirten önceden belirlenen bir politika üzerinde tutulur. Parasal büyüklükte hedeflenen büyüme fiyat istikrarı amacı ile tutarlı olduğu düşünülen bir enflasyon oranı, paranın dolanım hızındaki herhangi bir trend ve ekonomideki reel potansiyel büyüme tahmin edilerek belirlenir.¹⁰¹

Parasal hedefleme stratejisinin tercih edilmesi, para arzı değişkeninin yetkili para otoritelerince kısa süre içerisinde yönlendirilebileceği gerekçesine dayanmaktadır. Para politikası araçları vasıtasıyla para arzının iktisadi konjonktüre uyumlu bir şekilde ayarlanması, yeterli gelişmişlik düzeyine sahip para ve sermaye piyasalarının varlığı halinde mümkündür. Bu anlamda 1970'li yılların ortalarından itibaren birçok gelişmiş ülkede parasal hedefleme stratejisi gündeme gelmiştir. Bundesbank 1974 yılının

⁹⁹ Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım, "Döviz Kuru Hedeflemesi Politikaları", TÜGİAD Ekonomi Ödülleri 2002,s,8

¹⁰⁰ Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım,a.g.m.,s,16

¹⁰¹ Devine ve McCoy,(1998),a.g.m., s.5-6

sonunda bu konuda ilk adımı atan merkez bankası olmuştur. Parasal hedefleri her zaman için tam olarak tutturamamasına rağmen, 1975 yılından bu yana Bundesbank parasal hedefler ilan etmeye devam etmektedir.¹⁰²

Parasal hedefleme stratejisinin popüler hale gelmesine yol açan başlıca gelişmeleri üç noktada toplamak mümkündür.¹⁰³

- 1970'li yılların başlarında birçok gelişmiş ülkede enflasyon oranlarının yükselme eğilimine girmesi, merkez bankalarını, yeni ve orijinal stratejiler uygulama zorunluluğu ile karşı karşıya bırakmıştır.

- Bretton Woods sisteminin çökmesi ve sabit döviz kuru rejiminin gözden düşmesi ile birlikte, parasal hedefleme, alternatif bir çığa olarak ön plana çıkmıştır.

- Monetarist yaklaşımın ileri sürdüğü varsayımların geniş ölçüde kabul görmesi, parasal hedefleme stratejisine yönelik ilgiyi arttırmıştır. Bu anlamda özellikle "sabit parasal büyüme kuralı" etkili olmuştur.

Parasal hedefleme stratejisinin popüler olmasında sabit parasal büyüme kuralının etkili olması, bu stratejinin esas itibarıyla klasik miktar teorisi temelinde analiz edilebileceği sonucunu doğurmaktadır. Klasik miktar teorisine göre para arzı artışı doğrudan doğruya fiyatlara yansır. Bu bakış açısı kabul edildiğinde para politikasının temel işlevi yeniden sorgulanmaya başlanmıştır. Miktar teorisine göre para politikasının temel işlevi, para arzı artışını reel büyüme oranı ile tutarlı bir şekilde ayarlamak ile sınırlı olmalıdır.

Geleneksel olarak parasal büyüklük hedefleri, para otoritesinin yetkisini sınırlayan ve para politikasının şeffaflığını arttıran para kuralları (Money Rules) olarak görülür. Ama 1980'lerde finansal ilerleme ve sermaye piyasalarının serbestleşmesi, fiyatlar ve para arasındaki önceki istikrarlı ilişkilerin ayrışmasıyla sonuçlanmıştır. Bir sonuç olarak, parasal büyüklüklerin kullanımında uluslararası olarak sadece para politikası hareketlerine odaklanma şeklinde önemli bir değişme meydana gelmiştir. Parasal büyüklük hedeflemesinin likidite artışları için, kontroller için tahmin edilebilir bir güç harcayan bir değişken olarak para otoritesini hesap verebilir tutma gibi bir avantajı vardır.¹⁰⁴

¹⁰² Tahir Büyükkakın ve C. Erarslan, "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi", Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2004/2 : 18-37, s.22

¹⁰³ Frederic S. Mishkin, "Strategies for Controlling Inflation", NBER Working Paper, No:6122., 1997, s.19

¹⁰⁴ Devine ve McCoy,(1998),a.g.m., s.7

Para arzı hedefleme politikası uygulamasına 1970 ve 1980'li yıllarda ABD, Almanya, İsviçre ve Fransa'nın, dar tanımdan geniş tanıma doğru, uygulamış oldukları politikalar örnek verilebilir. Gelişmiş ve derin mali sistemlere sahip bu ülkeler enflasyon konusunda sorun yaşamamaları nedeniyle yeni bir politika arayışı içinde olma gereği duymamışlardır. Oysa bu tür politikalarda fiyat istikrarının sağlanması hususunda istenilen sonuçların elde edilemediği Yeni Zelanda, İngiltere ve Kanada gibi ülkelerde yeni politika arayışları yaşanmıştır. Kanada, 1975-1982 yılları arasında M1 para arzını hedeflerken Yeni Zelanda, 1985 yılında parasal tabanı kontrol etmeyi amaçlamıştır. Her iki ülke de mali serbestleşme ve mali araçlardaki yenilikler nedeniyle söz konusu politikada başarısız olurken İngiltere 1990 öncesi uyguladığı parasal büyüklük hedeflemesi ve 1990-1992 döneminde dahil olduğu Döviz Kuru Mekanizması (ERM) uygulamalarında yine aynı nedenlerden ve ekonomik koşulları Almanya'ninkinden farklılık arz etmesi nedeniyle başarısız olmuştur. 1970'li ve 1980'li yıllarda gündemde olan parasal büyüklük hedefleme politikalarının her ülkede başarılı sonuçlar vermediğinin görülmesi, bir yandan geniş anlamdaki ekonomi politikalarına güvenin sağlanması için diğer taraftan fiyat istikrarına kavuşulabilmesi için parasal politikanın uygulamada referans alacağı yeni politika arayışlarına yol açmıştır. Bu dönemde hızlanan bir diğer tartışma ise yeni politikalara ulaşmak için uygulanacak para politikasının yürütülmesinde merkez bankalarının konumu hakkındadır.

1980'li yıllarda mali piyasalara giren yeni mali enstrümanlar ve yine bu yıllarda başlayarak daha sonra hızlanan mali serbestleşme süreci, para arzı-gelir ve para arzı-enflasyon ilişkileri arasında geleneksel olarak varolduğu savunulan nedensellik ilişkisinin kopmasına sebep olmuştur. Bu şekilde, parasal büyüklüklerin reel büyüklükler üzerinde gerek etkilerinin gerekse de bu büyüklüklerin gelecekteki değerleri hakkındaki öngörü gücünün düştüğü sonucuna varılmaktadır. Para arzı-reel sektör arasında geleneksel olarak varolduğu savunulan ilişkilerin varlığının, ancak para stokunun dışsal olarak alındığı modellerde elde edilebilmesi, buna karşın son dönemde yapılan çalışmalarla yukarıda bahsedilen sonuçlara ulaşılması, mali serbestleşme ve mali yenilikler sonucu ortaya çıkan koşulların, para arzlarının hızla içselleşmesine katkıda bulunduğunu ortaya koymaktadır. Bu gelişmelerin pratikteki sonucu ise para arzlarının, merkez bankaları tarafından diğer değişkenleri etkilemeye yönelik olarak kullanılabilecek

bir politika değişkeni olmaktan çıkarak aynı zamanda geleneksel olarak izlenen para arzlarının (M1, M2) enflasyon oranlarını öngörme gücünün oldukça zayıfladığıdır.¹⁰⁵

Parasal hedefleme stratejisinin unsurlarını genel olarak aşağıdaki gibi sayabiliriz:

- Parasal büyüklükler para politikasının ara hedefi olmaktadır.
- Hedeflenen parasal büyüklük Merkez Bankası'nın ihraç tekelinde olmaktadır.
- Merkez Bankası parasal hedefi piyasalara açıklayarak bunu taahhüt eder ve böylece uygulanan para politikası şeffaf hale getirilmektedir.
- Tek bir değişken ara hedef olarak alınırsa, uygulama kolaylaşmaktadır.

• Parasal genişlemenin ara hedef değişken olabilmesi için parasal genişleme ile nihai hedef (enflasyon) arasında tahmin edilebilir bir ilişki olması gerekmektedir. Buna ek olarak merkez bankasının para politikası araçlarını kullanırken parasal genişleme üzerinde kontrolünün olması gerekmektedir. Diğer bir deyişle, para politikası, nihai hedefe ulaşma doğrultusunda ara hedeflerini etkin bir biçimde kullanabilmelidir.¹⁰⁶

• Parasal hedefleme stratejisinde parasal toplamlara ait hedefler 1-2 hafta gibi kısa zaman aralıklarında periyodik olarak kamu oyuna duyurulur. Parasal toplamın hedeflenmesi piyasalara ve kamuya merkez bankasının para politikası hakkında sinyal verir. Bu sinyaller enflasyon beklentilerinin kırılmasına neden olarak daha az enflasyon üretilmesinin sağlayabilir. Parasal hedefleme stratejisi para politikasına güvenilirlik sağlar ve siyasi kadronun para politikasını yönlendirmesini engeller.

Parasal büyüme oranı ile enflasyon arasındaki istikrarlı bir ilişkinin kabulü, parasal hedeflemeye dayalı istikrar programlarının cazibesini artırmıştır. Parasal hedeflemeye dayalı istikrar programı uygulayan ülke deneyimlerini inceleyen çalışmaların ulaştığı bazı önemli sonuçlar, aşağıdaki noktalarda toplanabilir:

- Enflasyon ve parasal büyüme oranı artış hızının aynı düzeye yaklaşması yavaş bir seyir izler.

¹⁰⁵ N.Kamuran Malatyalı, "Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Devlet Planlama Teşkilatı, Nisan 1998, s.2-3

¹⁰⁶ Almıla Karasoy, Mesut Saygılı ve Cihan Yalçın, "Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri", TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Ankara, 1998, s.6

- Ulusal para aşırı değerlenir.
- Gerek ticaret bilançosunda gerekse cari işlemler bilançosunda programın negatif yansımalarını görmek bir yana, kısa dönemli iyileşmelerin ortaya çıkması bile olasıdır.
- Programın başlangıç döneminde iktisadi faaliyet hacminde daralma eğilimi ortaya çıkar. Programın uygulamaya konulması ile birlikte, kısa dönemde, reel GSYİH'da, tüketim ve yatırım harcamalarında keskin düşüşler ortaya çıkabilir.
- Programın başlangıç döneminde reel ulusal faizlerde artış eğilimi gözlemlenebilir.¹⁰⁷

3.3.2. Parasal Hedefleme Stratejisinin Avantajları

Parasal hedefleme stratejisinin ilan edilmesi, merkez bankasının politik baskılardan uzak kalmasına yardımcı olacaktır. Belirli bir parasal büyüklüğün ne ölçüde artacağını önceden ilan edilmesi halinde, siyasal iktidarların merkez bankası kaynaklarına başvurmamaları zorunluluğu ortaya çıkar.

Çok büyük olan ama açık olmayan ülkelerde veya blok ülkelerde döviz kuru hedeflemesi uygun bir seçim değildir. Amerika, Japonya veya Avrupa Parasal Birliği (EMU) için de döviz kuru hedeflemesi açık bir tercih değildir. Bu yüzden bu ülkeler diğer para politikası rejimlerine bakmak zorunda kalmışlardır ve bunlardan birisi de parasal hedeflemedir. Parasal hedeflemenin döviz kuru hedeflemesine göre önemli bir avantajı, merkez bankasının ülke içerisindeki durumlarla başa çıkmak için para politikasını ayarlamasına imkân vermesidir. Parasal hedefleme, merkez bankasının diğer ülkelerindekinden farklı olarak enflasyon için hedefler seçmesine olanak tanır ve çıktı dalgalanmalarına karşı bazı tepkilerin gösterilmesine izin verir. Döviz kuru hedeflemesinde olduğu gibi birkaç hafta içinde merkez bankasının hedeflerine kısa bir gecikmeyle periyodik olarak rapor edilen parasal büyüklüklerle ilgili rakamlara ulaşıp ulaşılamayacağı ile ilgili bilgi verir. Böylece parasal hedefler hem piyasalara hem de halka para politikasının kontrol altında tutulmasında politika yapıcılarının niyetleri ve para politikasının duruşu ile ilgili anında işaretler gönderebilir. Bu işaretler enflasyon beklentilerinin sabitlenmesine ve daha az enflasyonun gerçekleşmesine yardım edebilir. Parasal hedefleme aynı zamanda düşük enflasyonu koruyan para politikası için hesap verilebilirliğin hemen hemen

¹⁰⁷ Seyfettin Erdoğan, a.g.m. ,s7-8

gelişmiş olması avantajına sahiptir ve bu yüzden zaman tutarsızlığı içine düşmemeleri için parasal politika yapıcılara yardım eder.¹⁰⁸

Para arzı değişkeninin başarısı büyük ölçüde para talebinin istikrarına ya da en azından tahmin edilebilirliğine bağlıdır. Eğer, paranın dolaşım hızı nispeten sabit bir seyir izliyorsa veya önceden belirlenebilir ise, parasal büyüklüğün artış oranı şeklindeki hedef, nominal gelirin istikrarlı bir büyüme oranı seyri içinde kalmasını sağlayabilir ve bu da uzun dönemde fiyat istikrarını beraberinde getirir. Parasal büyüklük hedefinin şeffaflığı, merkez bankasının enflasyonu düşük tutma konusunda kamuoyu nezdinde hesap vermesini gerektirdiği için, genişleyici para politikası izlenmesi konusunda merkez bankası üzerindeki baskıların azalmasına neden olur.¹⁰⁹

Parasal hedeflemenin Merkez Bankasına sağladığı en büyük avantaj, para politikasını, yurt içi gelişmelere uygun olarak belirleme ve uygulama olanağı vermesidir. Parasal hedefleme, farklı enflasyon hedefleri seçme ve reel sektördeki dalgalanmalara tepki verme imkânı sağlamaktadır. Ancak parasal bir değişkenin izleyeceği patikanın uzunca bir süre önceden (bağlayıcı bir şekilde) açıklanması, politika otoritesinin ekonomide meydana gelen içsel ve dışsal şoklara tepki vermesini önleyebilmektedir. Parasal hedeflemede konan hedef kolaylıkla anlaşılmakta, parasal büyüklüklerle ilgili veriler kısa bir zaman diliminde elde edildiği için, hedefe ulaşıp ulaşılamadığı takip edilebilmektedir. Bu da, para politikası ve Merkez Bankasının niyeti hakkında kamuoyuna anında sinyal verilmesini sağlamaktadır. Bu sinyaller, daha düşük enflasyon beklentilerinin oluşmasına neden olabilmektedir. Ayrıca bu hedefler, para otoritesinin enflasyonu düşürme konusunda kamuoyu önünde taşıdığı sorumlulukları artırmakta, dolayısıyla, genişletici para politikalarının uygulanmasına engel olabilmektedir.¹¹⁰

Parasal büyüklük hedeflemesinin bu avantajlarının hepsi iki önemli şarta bağlıdır. Birincisi, hedeflenen büyüklük ve amaç değişken (enflasyon veya nominal gelir) arasında kuvvetli ve güvenilir bir ilişki olmak zorundadır. Eğer istikrarsızlık süreklilik gösterirse, parasal büyüklük ve amaç değişken arasındaki ilişki zayıf olur ve parasal büyüklük hedeflemesi işlemez.

¹⁰⁸ Frederic Mishkin, (1999) a.g.m.,s.12-13

¹⁰⁹ İ. Şıklar (1999) "Enflasyon Hedeflemesi ve Para Talebinin Rolü" Eskişehir Sanayi Odası, Yayın No:2 7, 1.B., s.20

¹¹⁰ Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım "Döviz Kuru Hedeflemesi Politikaları", TÜGİAD Ekonomi Ödülleri 2002,s6

Bu zayıf ilişki sonrası amaç değişken üzerinde istenen sonuçların ortaya çıkarılması hedefi tutmayacaktır ve böylece, parasal büyüklük para politikasının durumu hakkında gerekli işareti sağlayamayacaktır. Bundan sonra parasal hedefleme enflasyon beklentilerinin sabitlenmesine yardım edemeyecek ve merkez bankasının hesap verilebilirliğinin değerlendirilmesi için iyi bir rehber olamayacaktır.

İkinci önemli nokta, hedeflenen parasal büyüklük merkez bankası tarafından iyi bir şekilde kontrol edilmek zorundadır. Eğer bu yapılmazsa, parasal büyüklük politika yapıcıların niyetleri ile ilgili açık bir işaret ortaya koymaz ve onların hesap verilebilirliğini savunmak daha da zorlaşır. Merkez bankası tarafından kolay bir şekilde kontrol edilen parasal büyüklükler sınırlı olmasına rağmen M2 veya M3 gibi genişleyen parasal büyüklükler için bu durum açık olmaktan uzaktır.¹¹¹

3.3.3. Parasal Hedefleme Stratejisinin Dezavantajları

Parasal hedefleme stratejisinin temel dezavantajı paranın ölçümü konusunda ortaya çıkmaktadır. Çünkü paranın ölçümü konusunda çeşitli potansiyel zorluklar vardır: Son yıllarda Finansal alanda yaşanan gelişmeler ile birlikte finansal araçların sayısı sürekli artmaktadır. Özellikle 1980'lerin ikinci yarısından başlayarak, mevduata alternatif repo, yatırım fonu gibi yeni finansal araçların gelişmesi, kredi kartı, ATM gibi yeni ödeme araçlarının ve teknolojilerin ortaya çıkması, finansal liberalleşme gibi birçok faktör, para talebi tahminini zorlaştırmış, bu çerçevede, para arzının tanımlanması zorlaşmış ve para arzı tanımlarının enflasyon üzerindeki belirleyiciliğinin şiddeti ve istikrarı azalmıştır. Bu nedenle, son 10 - 15 yıldır parasal hedeflemenin popülerliği giderek azalmıştır.¹¹²

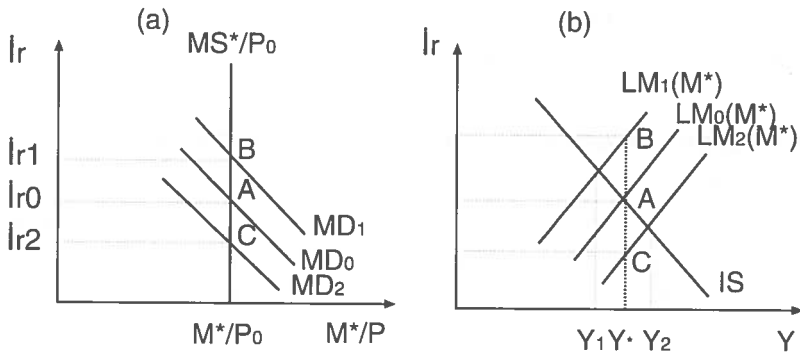
Para arzı değişkenini ara hedef olarak seçen bir strateji, para talebinin istikrarlı ya da öngörülebilir bir yapıda olması durumunda etkin bir şekilde uygulanabilir. Ancak parasal hedefleme stratejisini uygularken, reel gelir ve toplam talep düzeyinde reel para balansları talebindeki istikrarsızlıktan kaynaklanan değişiklikler görmek mümkündür. Bu durum aşağıdaki Şekil yardımı ile açıklanabilir. Şekil'in (a) panelinde, reel para talebindeki değişikliklerin etkileri gösterilmektedir. Hane halkının harcama biçimi ile bireylerin zevk ve tercihlerinde ortaya çıkan değişiklikler, reel para

¹¹¹ Frederic Mishkin(1999), a.g.m.,s.13,

¹¹² Timur Önder, a.g.e.,s.39

talebi eğrisinin, MD1 ile MD2 arasında değişken bir seyir izlemesine yol açar. Reel para talebinde artış ya da azalış eğilimi ortaya çıkmasına rağmen merkez bankası para miktarını hedeflediği düzeyde (M^*) tutmak konusunda ısrar ederse, denge faiz oranları $ir_1 - ir_2$ noktaları arasında dalgalanır. Bu gelişme, Şekil'in (b) panelinde de görüldüğü gibi, LM eğrisinin, $LM_1(M^*) - LM_2(M^*)$ arasında değişken bir görüntü sergilemesine ve dolayısıyla, denge gelir düzeyinin $Y_1 - Y_2$ aralığında dalgalanmasına yol açar. Reel gelir düzeyinin bu iki nokta arasında dalgalanması, parasal hedefleme ile nihai reel gelir düzeyi amacının elde edilememesi anlamına gelir.

Şekil-1:Parasal Hedefleme Stratejisinin Dezavantajları



Yüksek enflasyon deneyimi yaşayan ülkelerin en çarpıcı özelliği, yüksek düzeyli dolarizasyon problemidir. Bu ülkelerde kira sözleşmelerinin yanı sıra fiyat ve ücretlerin önemli bir bölümü dolar cinsinden ifade edilir. Enflasyondan korunmaya çalışan bireyler, mevduatlarının ve ellerindeki tuttukları paranın olabildiğince yabancı paradan oluşmasına özen gösterirler. Bu tablo, parasal otoritenin gücünü sınırlar. Çünkü dolarizasyon düzeyinin artması halinde ulusal para arzının kısılması, toplam likidite hacmi ve dolayısıyla enflasyon üzerinde çok büyük bir etki doğurmaz.¹¹³

Yüksek enflasyon problemine sahip gelişmekte olan ülkelere, enflasyon hedefi ile tutarlı bir parasal büyüme oranını saptamak hayli güçtür. Çünkü, bu ülkelere paranın dolanım hızı öngörülebilir nitelikte olmayıp, dalgalı bir seyir izler. Bu durum, söz konusu ülkelere, parasal hedefleme stratejisinin yerine, döviz kuru hedefleme stratejisinin tercih edilmesinin en temel gerekçelerinden biridir.¹¹⁴

¹¹³ Guillermo A. Calvo ve Carlos A. Végh (1997), a.g.m., s.46

¹¹⁴ Seyfettin Erdoğan, a.g.m., s.9-10

Parasal hedefleme stratejisinin bazı sınırlamaları vardır. Problemin bir tanesi uygun bir parasal büyüklüğün seçiminde yatmaktadır. Büyüklük ekonomi teorisinin mantığına uygun olmalıdır ve aynı zamanda ekonomik olarak nominal çıktı ve fiyatlar arasında istikrarlı bir bağın doğruluğunu göstermelidir. Finansal bir yenilik ortamında globalleşme ve piyasanın bilgisayarlaşması ile bu ilişki daha değişken olur ve bu nedenle önceden tahminde bulunmak hep daha zor olur. Bir başka problem, merkez bankasının seçilen parasal büyüklüğü yeterli bir şekilde kontrol edememesinde yatmaktadır. Bir diğer dezavantaj parasal hedefin kamuoyu tarafından tam olarak anlaşılabilir olmamasıdır. Bundan başka, hem ampirik analizler hem de teorik bulgular aşırı yüksek olan parasal büyüme oranlarının uzun bir gecikme ile enflasyona dönüşeceğini göstermektedir. Gelecek dönemlerdeki enflasyonu etkileyebilmek için merkez bankası önceden uygun hareketleri yapmak zorundadır.¹¹⁵

Parasal hedef politikasında asıl problem kısa dönemde para arzıyla ilgili net bilgilerin olmamasıdır. Bu nedenle de merkez bankaları, hedeflerine uygun para arzı düzenlemelerinde diğer verilere de dayanmak zorundadır. Merkez bankaları önce para arzı hedefine ulaşmak için gerekli rezerv düzeyini tahmin etmeli, ikinci aşama olarak bu rezerv düzeyini korumalıdır.¹¹⁶

Parasal hedefleme stratejisinde kısa dönem faiz oranlarının stratejinin ana ilkelerine yavaş yavaş zarar vermesi ve stratejinin başarısının hedef değişken enflasyon oranı ile nominal çıpa parasal toplam arasında güçlü bir ilişkiye bağlı olması bu stratejinin taraftarlarını hayal kırıklığına uğratmıştır. Ve son olarak parasal toplamın hedeflenmesinin bir zorluğu da para talebinin birçok ülkede yeterince istikrarlı olmamasıdır.¹¹⁷

3.4. Faiz Oranı Hedefleme Stratejisi

3.4.1. Faiz Oranı Hedefleme Stratejisinin Tanımı

Merkez bankası ara hedef değişken olarak faiz oranının belli bir düzeyini seçtiğinde, faiz oranını sabitleyebilmek için para arzını yönetir.

¹¹⁵ Czech National Bank, (1999), "Inflation Targeting in the Czech Republic" <http://www.cnb.cz/en/pdf/a-inf-targ.pdf> ,s.7

¹¹⁶ Levent Çinko, "Türkiye'de Hazine-Merkez Bankası İlişkileri ve Enflasyon hedefleme stratejisinin Analizi", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayın No:106845, İstanbul, 2001 ,s.166

¹¹⁷ Burak Babacan, a.g.m. ,s.5

Para talebindeki değişimler faiz oranı düzeyini etkileyeceğinden merkez bankasının faiz oranını istenen düzeyde tutmak için para arzını arttırması veya azaltması gerekir. Faiz oranı ara hedefi sadece kısa dönemde para stoku üzerindeki kontrol kaybedilerek sağlanabilir.

Belirsizlik içindeki ekonomik ortamda reel aktivite düzeyini yönetebilmek, yatırımcıyı belirsizliklerden kurtarabilme, yatırım maliyetlerinin belirlenmesini sağlamak için parasal otoriteler faiz oranı ara hedefini seçtiklerinde belli bir ekonomik aktivite düzeyi tahmininde bulunurlar. Gerçekleşen ekonomik aktivite düzeyinin tahmin edilenden farklı olması faiz oranlarında değişimlere sebep olacak, faiz oranını sabitlemek için para stoku yönetilecektir. Bu yolla da reel gelir ekonomik olarak sabit olarak sürdürülebilecektir.

Faiz oranlarının ara hedef olarak alınmasında harcamalar ile faiz oranları arasında güçlü bir ilişkinin olduğu ve faiz oranları etkilenecek harcamalara akımlarının etkilenebileceği varsayımı önemli bir etkidir. Faiz oranı ara hedefinde fiyat düzeyinin sabit olduğu, toplam arzın sabitlendiği ve reel ekonomik aktivitede değişimlerin olmadığı varsayımından hareket etmekle birlikte otonom tüketim harcamalarında, yatırım harcamalarında, devlet harcamalarında veya vergi politikalarında olası değişimler nedeniyle reel ekonomik aktivitede değişimler olabilir.¹¹⁸

Bu açıdan bakıldığında klasikler faiz oranlarının tasarruflar (sermaye arzı) ve yatırımlar (sermaye talebi) tarafından reel faktörler tarafından belirlendiğini ve faizin tasarrufların arz fiyatı olduğunu ileri sürmektedirler.¹¹⁹ Faiz oranları ulusal gelir düzeyini etkilemeksizin geliri yatırım ve tasarruf arasında paylaştırma işlevini yerine getirir ve denge faiz oranı teknoloji ve üretim faktörlerinin nispi kıtlığı gibi reel etmenler tarafından belirlenir. Bu açıdan faizler para politikası tarafından belirlenemez. Para klasikler için bir tül den ibaret olduğu için ve ekonominin reel sektörlerini etkilemediği için faiz oranlarının ara hedef olarak belirlenmesinin hiçbir işlevi olmayacaktır.

Ödünç verilebilir fonlar teorisi açısından bakıldığında, ki bu teori Neo-Klasik görüşü temsil etmektedir, faiz oranlarının ara hedef olarak kullanılması ve para politikası araçları ile etkilenebilmesi mümkündür. Bu teoriye göre fon arzı tasarruf ve parasal genişlemeye bağlı olarak, fon talebi ise yatırım talebi ve atıl para talebine bağlı olarak artırılabilir. Piyasa faiz oranı da fon arzı ve talebinin kesiştiği yerde dengeye gelmektedir.

¹¹⁸ Levent Çinko, a.g.e. ,s.164

¹¹⁹ Nur Keyder, "Para Teori-Politika-Uygulama", Bizim Büro Basımevi, 4.Baskı, Ankara, 1993, s.311

Özellikle parasal genişlemeye bağlı olarak ödünç verilebilir fon arzı para politikası araçlarıyla rahatlıkla etkilenmektedir. Bankacılık sisteminin fon kullandırabilme kapasitesi merkez bankası denetiminde olan reeskont politikası ve mevduat munzam karşılıkları politikası ile denetlenebilmekte ve yönlendirilebilmektedir. Bu ise ara hedefte bulunması gereken özelliklerden ara hedef üzerinde merkez bankasının kontrolünün olması gerekliliğinin yerine geldiğini gösterir. Merkez bankası sahip olduğu para politikası araçlarıyla faiz oranlarını oradan da ekonominin reel sektörünü etkileyebilir. Bu bağlamda Neo-Klasiklere göre faiz oranları para politikasının uygulanması sürecinde kullanılabilir.¹²⁰

Klasik iktisat politika uygulanması sürecinde para politikasına yer vermiyor iken Keynesyen İktisat, para politikasına ve faiz oranlarının kullanılmasına önem vermektedir. Her ne kadar Keynesyenler maliye politikasını para politikasına tercih ediyorlarsa da para politikasını da tamamen dışlıyor değillerdir. Klasik iktisadi görüşe göre faiz oranları reel faktörler tarafından belirleniyorken Keynesyen iktisada göre faiz oranları para arz ve talebinin kesiştiği noktada oluşur.¹²¹ Para arzında meydana gelen değişimler tahviller vasıtasıyla faiz oranlarını etkilemektedir. Devletin herhangi bir şekilde örneğin, açık piyasa işlemleriyle, para arzını artırdığı (azalttığı) varsayılın. Bu durumda tahvil fiyatları artacak(azalacak) fakat faiz oranları düşecektir (yükselcektir). Açık piyasa işlemleri ise direkt merkez bankasının kontrolü altında olduğu için faiz oranlarını bu yolla etkilemek kolay olmaktadır. Para arzının artışına bağlı olarak faizlerin düşmesi durumunda sermayenin marjinal etkinliğine bağlı olarak yatırım talebini artıracak, yatırımlardaki artış çarpan mekanizması ile gelir düzeyini artıracaktır ve ekonomide genişleyici bir politika uygulanmış olacaktır. Ekonominin daraltılmak istenmesi durumunda ise para arzının kısılması ve faiz oranlarının yükseltilmesi yoluna gidilecektir. Anlatılan bu süreçte para arzı-faizler-yatırımlar arasındaki ilişki yatırımların faize karşı duyarlılığına bağlı olarak oluşacaktır. Yatırımların faize karşı duyarlılığı düşük ise faiz politikaları etkin olmayacak, yatırımların faize karşı duyarlılığı yüksek ise faizler aracılığı ile gelir düzeyi etkilenebilecektir.¹²²

¹²⁰ Muhammet Akdiş, "Para Politikalarının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkinliği ve Türkiye", Afyon Kocatepe Üniversitesi Yayınları, Yayın No:2, Afyon, 1996, s.61

¹²¹ Nur Keyder, a.g.e., s.312

¹²² Hüseyin Akgönül, "Türkiye'de Para Arzının Belirlenmesi ve Fiyatlar Genel Düzeyi Arasındaki İlişkiler", Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:545, Eskişehir, 1992, s.25-26

Parasalcı (Monetarist) iktisatçılar da faiz oranlarının ekonomi üzerinde etkili olduğunu kabul etmektedirler. Fakat bu etkinin kısa dönemli olduğunu ileri sürerler. Monetaristler enflasyonun temel sebebi olarak para arzındaki aşırı artışları ileri sürdüklerinden dolayı para arzı artışlarının belli bir kurala göre yapılması gerektiğini söylerler. Dolayısı ile para arzı kullanılarak faiz oranları ile çok fazla oynanmasını istememektedirler.

3.4.2. Faiz Oranı Hedefleme Stratejisinin Avantaj ve Dezavantajları

Faiz oranı ara hedefinin kullanılmasıyla merkez bankası reel para ayarında meydana gelen farklılaşmaları otomatik olarak dengeler. Faiz oranı ara değişkeninin kullanılmasının diğer bir avantajı ekonomide para arzı değişimlerinin etkilerini dengelemesidir.¹²³

Faiz oranları ile ekonomik faaliyetler arasında çok sıkı bir ilişki olmasına rağmen daha düşük faiz oranlarında ekonomideki yatırım faaliyetlerinde artış olacağı ve gelir düzeyini artıracacağı yönünde bir varsayım söz konusudur. Fakat gelir düzeyindeki bir artış kredi talebinin oradan da faiz oranlarının artmasına neden olacaktır. Bu durumda nominal faiz oranlarıyla reel milli gelir arasındaki ilişkiyi netleştirmek oldukça zordur.¹²⁴ Bu durumda faizin ana hedef olarak seçilmesi pek uygun olmayacaktır.

Piyasada birden çok faiz oranının oluşması faizin ara hedef olarak alınmasını, zorlaştıran bir diğer unsurdur. Bankalar, aldığı kredileri zamanında ödemeyen, riski fazla olan müşterisine daha fazla, ithalat ve ihracat işlemleri fazla olan, aldığı krediyi zamanında ödeyen, riski düşük olan müşterisine daha az faiz uygulayacaktır. Bankacılık sektörünün dışında da kredi ve faiz olayları önemli boyutlara ulaşmaktadır. Firmaların müşterilerine uyguladıkları vade faizleri, tefecilerin uyguladıkları faizler, holdinglerin kendi aralarında fon transferlerinde uyguladıkları faizler hep para piyasasının dışında oluşmaktadır ki bu hallerde optimal faiz haddini belirlemek oldukça zordur.¹²⁵

Faizin ana hedef olarak kullanılmasında karşılaşılan zorluklardan bir diğeri de enflasyonun yüksek ve değişken olduğu dönemlerde meydana gelen ölçüm hatalarıdır. Bu dönemlerde beklenen enflasyon tam olarak

¹²³ Levent Çinko, a.g.e. ,s.164

¹²⁴ İker Parasız, "Para Ekonomisi", Ezgi Kitapevi, 2.Baskı,Bursa, s.279

¹²⁵ Merih Paya, "Para Teorisi ve Para Politikası" Filiz Kitabevi, İstanbul, 1998,s.113

ölçülemediği için reel ve nominal faiz oranları arasındaki fark gittikçe artmaktadır. Borç alanlar ve borç verenler bu durumdan oldukça etkilenirler. Ara hedefte bulunması gereken özelliklerden olan ara hedefin ölçülebilirliği de bu durumda yerine getirilememektedir.¹²⁶

3.5. Nominal Gelir Hedefleme Stratejisi

3.5.1. Nominal Gelir Hedefleme Stratejisinin Tanımı

Nominal gelirin hedeflenmesi, para politikası stratejileri uygulanmasında diğer bir seçenek olarak alınmıştır. Bu öneri fiyat indeksleriyle yakın ilişkilidir. Paranın miktar eşitliğinden yola çıkarak ifade edilebilir. $MV=PY$ eşitliğinde; sağ tarafta nominal gelir ifade edilmektedir, sol tarafta nominal gelirin hedeflenen düzeyde tutulabilmesi için gereken para arzını gösterir. Eğer paranın dolaşım hızı sabit ise merkez bankaları bunu para arzını kontrol edebildiği sürece başarabilir.¹²⁷ Nominal gelir hedefi, diğer değişkenler çok daha çabuk mevcut olurken, üç ayda bir sağlanır. Para arzındaki değişimlerin etkisi nominal gelirden hemen görülmez. Toplam arz veya toplam gelirden dışsal faktörler nedeniyle oluşan kaymalar merkez bankalarının para miktarını farklılaştırmak veya toplam arzı, arz-talebin olduğu noktaya çekmek için politika hedeflerinde düzenleme yapmalarını gerektirir.¹²⁸

Para politikası stratejisi olarak nominal gelir hedeflemesi ilk defa Meade (1978) tarafından ortaya atılmıştır. Meade'e göre, sabit parasal hedef önerilerinin nihai amacı nominal gelirin kontrol edilmesi olup, amaçtan öte araçlar üzerinde aşırı yoğunlaşma özel kesim ajanları için kafa karıştırıcıdır ve paranın dolaşım hızı değiştiği zaman toplam talepte arzu edilmeyen dalgalanmalar yaşanabilir. Bu yüzden, tek amaca ulaşmak için tek politika aracı kullanmaktan öte, değişik amaçlardan oluşan tek hedefe değişik politikaların bir bileşimini kullanarak ulaşmak daha etkin sonuçlar verebilir. Nominal gelir, reel gelir ile fiyatlar genel düzeyinin çarpımına

¹²⁶ Erkan Tokucu, "Alternatif Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı", Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayın No:106620, İstanbul, 2001.,s.64

¹²⁷ Nuray Altuğ, "Para Politikalarında Ara Hedef Yaklaşımı ve Enflasyon Hedeflemesi", Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayın No:1999-11, İstanbul, 1999, s. 28

¹²⁸ Nuray Altuğ, a.g.e., s.32

eşit olduğundan, nominal gelir hedeflemesi altında, reel gelir ile fiyatlar genel düzeyindeki değişimler birlikte hedeflenmektedir. Başka bir ifade ile, bu strateji altında her iki değişkenin de belirlenen hedeften sapmalarına bir ağırlık verilmektedir.¹²⁹

Hall ve Mankiw'in (1994) belirttiği gibi, nominal geliri düzgün bir patikada tutmak, bütün modern makro ekonomi branşlarından destek görmektedir. Tam parasal tarafsızlığın olduğu denge modellerinde nominal gelirin düzgün biçimde artması, nominal gelirin hedeflenen reel denge gelir düzeyine oranı olan fiyat seviyesinin de bir patikada kalmasını ifade etmektedir. Denge üretim düzeyinde düzensiz hareketlerin olmaması durumunda, bu politika sonucunda fiyat istikrarı sağlanmış olacaktır. Parasal tarafsızlığı kabul etmeyen modellerde ise, nominal gelir hedeflemesi, para politikasının fiyat seviyesindeki şoklara nasıl tepki vermesi gerektiği konusunda ara durumu ifade etmektedir. Nominal gelir hedeflemesinde, fiyat seviyesindeki her yüzdelik artış için reel çıktı düzeyi %1 oranında azalmaktadır. Fiyat istikrarı söz konusu olduğunda ise, şokun tamamı elimine edilene kadar sıkı para politikası uygulanması gerekmektedir.

Nominal gelir hedeflemesinin ekonomi üzerindeki etkileri ile bu etkilerin hangi şartlara bağlı olduğu, ilk defa Bean (1983) ve West (1986) tarafından bir model çerçevesinde analiz edilmiştir. Bean, analizinde, nominal gelir hedeflemesinin talep şoklarına ve emek arzının esnek olmadığı durumlarda verimlilik şoklarına en iyi tepki olduğunu ortaya koymaktadır. Emek arzının esnek olduğu durumlarda bile, toplam talebin fiyat esnekliğinin birden küçük olması durumunda nominal gelir hedeflemesi parasal hedeflemeden daha optimum sonuç doğurmaktadır. Ayrıca, Bean'e göre, nominal gelir için düzey hedeflemesi, parasal büyüme oranı hedeflemesinden daha iyi sonuç doğurmasına rağmen, parasal büyüme oranı hedeflemesi, toplam talebin fiyat esnekliğinin birden küçük olması durumunda daha iyi sonuçlar doğurmaktadır.¹³⁰

Taylor (1985), nominal gelir hedeflemesinin dinamik etkileri altında üç politika kuralını analiz etmektedir. Birinci politika kuralı, nominal gelirdeki büyümeyi, mümkün olduğu kadarıyla bir değere sabitlemektir. Politikadaki geçmiş sapmalar, yeni politika belirlenirken dikkate alınmamaktadır. İkinci politika ise İkinci Dünya Savaşından sonra ABD'de uygulanan

¹²⁹ Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım, "Döviz Kuru Hedeflemesi Politikaları", TÜGİAD Ekonomi Ödülleri 2002,s,9

¹³⁰ Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım,a.g.m.,s,10

politikalar. Bu politika kuralı, enflasyonun gecikmeli değerine ve enflasyon oranındaki değişimlerin gecikmesine tepki veren bir büyüme kuralıdır (growth-rate rule). Üçüncü politika kuralı ise, enflasyon oranını ve reel çıktının trendden oransal sapmalarını sabit tutan değiştirilmiş nominal gelir hedeflemesi kuralıdır. Bu kural, fiyat seviyesindeki değişikliği ve reel gelir düzeyini dikkate almaktadır. Bu kurala göre, ekonomi durgunluğa girdiğinde, Merkez Bankası enflasyon oranını artırmalıdır.

Nominal gelirin büyüme oranını sabitlemek çabaları, konjonktürel dalgalanmaları derinleştirmektedir. Zira, bu kural reel üretim düzeyini dikkate almadığı için rassal şoklar çıktı düzeyinde büyük dalgalanmalara neden olmaktadır. Bu açıdan, ikinci politika kuralı, yani ABD'de savaş sonrası fiili olarak uygulanan politika dahi iyi sonuç vermektedir. Taylor'a göre, konjonktürel dalgalanmaları düzleştiren, dolayısı da en optimum politika kuralı, üçüncü politika kuralıdır.

Taylor'un vardığı sonuçlardan birisi de, paranın dolanım hızında şok olması durumunda (talep şoku), nominal gelir hedeflemesinin, parasal hedeflemeden daha iyi sonuç vermesidir. Arz şoku (ya da fiyat şoku) olduğu zaman ise, parasal hedefleme optimum sonuç doğurmaktadır. Hall ve Mankiw (1994), nominal gelir hedeflemesi için üç kural tipini:

1. büyüme oranının hedeflenmesi,
2. düzey hedeflemesi,
3. melez hedefleme (gelecek yılın nominal gelir büyüme oranı ve cari reel gelir ile reel gelir denge düzeyleri arasındaki farkın yüzdesini sabitlemek),

analiz ederek bunlardan hiç birisinin diğer politikalardan üstün olmadığı sonucuna varmıştır. Bu üç kural arasındaki seçim, fiyat seviyesi, enflasyon oranı, reel gelir düzeyi ve reel gelirin büyüme oranındaki dalgalanmaların maliyetlerine bağlı olacaktır.¹³¹

3.5.2. Nominal Gelir Hedefleme Stratejisinin Avantaj ve Dezavantajları

Nominal gelir hedeflemesi enflasyon hedeflemesinin olumlu özelliklerinin çoğunu paylaşan para politikası için uygun bir diğer stratejidir. Ama nominal gelir hedeflemesinin cazip özelliklerinin çoğu merkez bankasının en çok dikkat ettiği iki değişken olan reel çıktı ve fiyatların her ikisiyle de sıkı bağlantı içindedir. Ayrıca, nominal gelir hedeflemesi para politikasının

¹³¹ Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım, a.g.m., s.11

toplam talep ve toplam arzın ikisinin de dağılımının dengelenmesini ayarlamasına müsaade eder.

Nominal gelir, enflasyon ve reel gelir büyümesi hemen hemen birbirine yakın olduğundan politika için uygun bir yol göstericidir. Tanım olarak nominal gelir, reel gelir üretimi ve fiyat seviyesine eşittir. Benzer şekilde nominal gelir büyümesi de reel gelir büyümesi ve enflasyonun toplamına eşittir. Kısa periyotlarda nominal gelir büyümesindeki değişikliklerin enflasyon üzerindeki etkisi sınırlıyken reel gelirin büyümesinde benzer değişiklikler oluşturur. Nominal gelir hedeflemesini para politikası için bir rehber haline getiren iki önemli unsur vardır. Birincisi, nominal gelir hedeflemesi altında para politikası toplam taleple ilgili karışıklıkların dengelenmesini ayarlayabilir. Kısa dönemde ters bir toplam talep karışıklığı ekonominin bir resesyon durumuna girmesinden dolayı ihracattaki bir düşme gibi reel gelir büyümesini ve bu nedenle nominal gelir büyümesini de yavaşlatma eğilimi gösterebilir. Hedeflenen oranın altındaki nominal gelir büyümesine tepki olarak politika yapıcılar nominal gelir büyümesini hedefe geri döndürmek için para politikasını gevşetebilirler. Bu politika değişikliği toplam talebi canlandırabilir ve hem talebi hem de reel gelir büyümesini karışıklıktan önceki seviyelere döndürebilir.

Nominal gelir hedeflemesinin diğer bir cazip özelliği politika yapıcıların toplam arz karışıklıklarına karşı enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerini dengelemelerine yardımcı olur. Kısa dönemde, petrol fiyatlarındaki bir sıçrama gibi ters bir arz karışıklığı iki tane istenmeyen sonuç ortaya çıkarır; reel gelir büyümesinin düşmesi ve enflasyonun yükselmesi. Bu sonuçlar bir ikilem durumudur. Para politikasının, bir değişkeni stabilize etmek için değiştirmesi diğer değişkenlerde ilave değişiklikler ortaya çıkarır. Mesela gevşetici politika, yavaşlayan bir ekonomiyi canlandırabilir, petrol fiyatlarındaki bir engel reel gelir büyümesindeki düşmeyi sınırlayabilir ama enflasyonu şiddetlendirebilir. Sonuç olarak enflasyonu dengeleyecek daraltıcı politika reel gelirdeki düşmeyi şiddetlendirebilir. Nominal gelir hedeflemesi hem enflasyon hem de reel gelirdeki büyümenin istikrarına önem vererek politika yapıcılara ikilemin çözümünde yardım edebilir. Para politikası bir toplam arz şokunun ortaya çıkardığı çıktı ve enflasyon etkilerini eşitlemeyi de ayarlayabilmektedir.

Alternatif para politikası olarak nominal gelir hedefleme stratejisinin dezavantajını ise şöyle özetleyebiliriz: nominal gelir hedeflemesi zaman içerisinde değişme eğilimli olması ve kesinlik göstermemesinden dolayı gelir büyümesinin kontrolünü ve ölçümünü zorlaştırır. Bundan başka, eğer

ilan edilen hedef çok düşük olarak görülür ve para otoritesi anti-büyüme- ci olarak suçlanırsa politik karışıklıklar baş gösterebilir. Son olarak, bir nominal gelir hedefinin merkez bankasının nihai amacı olarak yanlış yorum- lanması ve anlaşılması gibi bir tehlike vardır oysa esas amaç fiyat istikra- rının sürdürülmesidir.¹³² Bir büyüme oranı veya büyüme seviyesi şeklinde nominal gelirin istikrara kavuşmasında başarılı olsa bile nominal gelir he- deflemesi çıktı ve enflasyon için istikrar bozucu olabilmektedir.

3.6. Enflasyon Hedefleme Stratejisi

3.6.1. Enflasyon Hedefleme Stratejisinin Genel Tanımı

Enflasyon hedeflemesi rejimi; merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacına yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanabilen para politikası uygulamasıdır. Para politikasını, bir ara hedef ya da hedefler seçme zorunluluğu olmadan doğrudan niha- i hedefe dayandıran enflasyon hedeflemesi rejiminin, enflasyonu kontrol eden diğer yöntemlerden temel farkı para politikası araçlarının geçmiş ya da cari enflasyon yerine gelecek enflasyona dayanması ve gelecekteki enflasyon hakkında rastlantısal varsayımların yapılmamasıdır. Merkez bankası enflasyon hedefini gerçekleştirmek için enflasyon tahminleri ya- parak enflasyon hedefinden muhtemel sapmalara karşı parasal araçları nasıl kullanacağını ve politikasını belirler. Uygulamada enflasyonun doğ- rudan hedeflenmesi rejimi genellikle merkez bankaları ile hükümetler ara- sındaki anlaşmalar çerçevesinde oluşturulmuştur. Söz konusu rejim ülke koşullarına bağlı olarak farklılıklar göstermektedir.¹³³

Enflasyon hedeflemesi, ilk olarak 1990 yılında Yeni Zelanda'da uy- gulanmaya konmuş, daha sonra başta Kanada ve İngiltere olmak üzere İsveç, İsviçre, Norveç, İzlanda, Finlandiya, Avustralya, İspanya, İsrail gibi sanayileşmiş ülkeler, Şili, Kolombiya, Meksika, Endonezya, Brezilya, Fili- pinler gibi gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaya başlamıştır. Enflasyon hedefi, genellikle, gelecek yıllar için enflasyon oranı veya aralığı, ya da bir

¹³² Devine ve McCoy,(1998),a.g.m., s.5-6

¹³³ Melike Alparslan ve P. Ataman Erdönmez, "Enflasyon Hedeflemesi", Türkiye Bankalar Birliği (Bankacılık ve Araştırma Grubu), Aralık 2000, **Bankacılar Dergisi**, Sayı, 35,s.2

kaç yıl için belirlenmiş enflasyon patikasını ifade etmektedir. Enflasyon hedeflemesi yapan ülkelerin hemen hemen tamamı (Almanya hariç), bir kaç yıl için bir enflasyon aralığı tespit etmektedir. Almanya ise, sadece bir yıl için nokta hedef tespit etmektedir. Teorik çerçevede ele alındığı zaman, Merkez Bankasının bağımsızlığına verilen önemde artışa paralel olarak, para politikasının tek hedefinin enflasyon oranını sabitleme olması gerektiği yönündeki görüşler ağırlık kazanmaya başlamıştır.¹³⁴

Enflasyon hedefleme stratejisi ile ilgili olarak daha ayrıntılı bilgi dördüncü bölümde verilecektir.

4. ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİ

4.1. Enflasyon Hedefleme Stratejisinin Tanımı ve Özellikleri

Fiyat istikrarı amacına ulaşmak için çoğu ülkede uzun bir süre para politikası döviz kuru veya parasal büyüklükler gibi ara hedeflere bel bağlanarak sürdürülmüştür. 1990'lı yıllarda ise birkaç sanayileşmiş ve gelişmiş ülke doğrudan enflasyonun üzerine odaklanmaya başlamıştır. Para politikası yoluyla enflasyonun kontrol edilmesi problemiyle ilgili bu yeni yaklaşım enflasyon hedeflemesi olarak bilinmektedir. Enflasyon hedeflemesinin arkasındaki fikir yeni değildir; ancak 1930'larda bir fiyat seviyesi hedefi ile İsveç para politikası uygulanırken en azından Wicksell(1898) de taslağının çizildiği söylenebilir. Enflasyon hedeflemesi uygulaması geniş bir şekilde 1990'larda ortaya çıkmıştır. Bu hedefi ilk benimseyen ülke 1990'da Yeni Zelanda olurken, bu ülkeyi 1991 de Kanada ve İsrail, 1992 de İngiltere ve diğer birçok ülke izlemiştir.¹³⁵

Yakın zamanlarda bir politika yöntemi olarak enflasyon hedeflemesi oldukça yüksek bir öneme sahiptir. Enflasyon hedeflemesi önemli ve hatırı sayılır bir kısım merkez bankası tarafından resmi olarak uygulanmıştır ve birkaç önemli ekonomist ve belki de örtülü bir şekilde Uluslararası Para Fonu buna önyak olmuştur. Enflasyon hedeflemesi, çıktı ve işsizlikten ziyade enflasyonu para politikasının esas amacı haline getirmiştir. Aynı zamanda, merkez bankasını enflasyonist baskıların güçlenmesinden önce para politikasının uygulanma fırsatları ile ilgili olarak fiyatların gelecekteki seyrini önceden tahmin etmeye zorlar.

¹³⁴ Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım, "Döviz Kuru Hedeflemesi Politikaları", TÜGİAD Ekonomi Ödülleri 2002,s,11

¹³⁵ K. Bain ve P.Howells, (2003) "Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis" Palgrave Macmillan ISBN 0-333-79255-6. ,s.260

Merkez bankaları enflasyon hedeflemesi altında para politikasını şu şekilde yürütmektedir. Birincisi, merkez bankası orta vadeli para politikası yürütülmesi için bir çıpa olarak önceden enflasyon hedefini belirler. İkincisi, parasal büyüklükler, faiz oranları, döviz kuru, beklenen enflasyon oranı, varlık fiyatları ve hammadde fiyatları gibi enformasyon değişkenlerini kullanarak gelecekteki enflasyon oranlarının tahminini yaparlar. Daha sonra, para politikasını hazırlar ve kontrolünü yaparlar. Bu yüzden gerçek enflasyon oranı saptanan enflasyon oranına yakınsamaktadır. Sonra da para politikasının performansını yeniden gözden geçirir ve sonraki dönem için para politikası kontrollerini ve yorumunu yapar. Bu yorum metodu gerçek enflasyon oranının uzun dönemde enflasyon oranına yakınsamasına neden olacak ve fiyat istikrarı için bir temel çatı ortaya çıkaracaktır.¹³⁶

Gerek finansal piyasalar gerekse reel sektördeki enflasyonist beklentileri azaltarak dezenflasyonun iktisadi ve sosyal maliyetlerini azaltma isteğinin öncelikli bir hedef olarak benimsenmesi Merkez bankasının araç bağımsızlığına kavuşturulması, politika uygulamalarına ilişkin şeffaflık ve hesap verebilirlik düzeyinin artırılması, fiskal baskınlığın azaltılması, güçlü finansal yapı ve hedeflenen tek değişkenin enflasyon olması, enflasyon hedeflemesinin başarısı için gerekli temel ön koşullardır. Gelişmekte olan ülkelerde, kamu borç stokunun yüksek boyutlara ulaşması nedeniyle, monetizasyon tehlikesinin sürmesi, fiskal baskınlığın azaltılmasına yönelik tedbirlerin görece olarak daha çok önemsenmesi gereğini gündeme getirmektedir. Kuşkusuz, bu ülkelerde mali disiplin sağlanmadığı sürece, enflasyon hedefleme stratejisini başarılı bir şekilde uygulamak olanaksızdır.

Enflasyon hedefleme stratejisinin temel özellikleri aşağıdaki noktalarda toplanabilir:

- Enflasyon hedefleme stratejisi ile sayısal bir enflasyon hedefi kamuoyuna açıkça ilan edilir. Enflasyona ilişkin “sayısal” bir hedefin ilan edilmesi, enflasyon hedeflemesinin en önemli ayırt edici özelliklerinden biridir. Başka bir ifade ile sayısal enflasyon hedefi ilan edilmediği sürece, enflasyon hedefleme stratejisinin uygulandığı ileri sürülemez. Söz konusu sayısal hedef, belirli bir aralık ya da belirli bir nokta şeklinde belirlenebilir. Bazı uygulamalarda, açıklanan nokta hedef, belirli bir tolerans aralığı ile uygulanır. Sayısal enflasyon hedefi, spesifik bir fiyat endeksinin tercih edilmesini ifade eder.¹³⁷

¹³⁶ O. Junggun, “Inflation Targeting: A New Monetary Policy Framework in Korea” The Bank of Korea ,2000 ,s.5

¹³⁷ Seyfettin Erdoğan, a.g.m. ,s,10-11

- Enflasyon hedefi, parasal ve mali otoritenin ortak kararı ile ya da sadece parasal otorite tarafından ilan edilebilir.

- Merkez bankasının para politikası araçlarını, enflasyon hedefi ile tutarlı bir şekilde uygulaması, enflasyon ile mücadele açısından son derece önemlidir. Enflasyon hedefleme stratejisini uygulayan ülkelerde, merkez bankası araç bağımsızlığına sahiptir.

- Enflasyon hedefleme stratejisi kamuoyu açısından rahatlıkla anlaşılır bir yapıya sahiptir. Merkez bankası, hükümet ve diğer ilgili birimlerle sürekli iletişim halindedir. Öte yandan, enflasyonla mücadele performansı hakkında ayrıntılı verileri içeren raporlar belirli periyotlarla yayınlanır.¹³⁸

Karar verme sürecinde enflasyon hedeflemesi, parasal büyüklük veya döviz kuru rejimlerinde yapılandan daha fazla bilginin kullanılmasını içermektedir. Temel enflasyon faktörlerine ilave olarak devlet bütçesi, nominal ve reel döviz kurları, nominal ve reel faiz oranları, çıktı açığı, üretici fiyatları, ithalat fiyatları ve emek piyasası değişkenlerinin yönetilmesi analizleri de vardır. Bu strateji, makroekonomik değişkenler ve onların enflasyon için ne anlam ifade ettikleri ile ilgili olarak önceden tahmin edilen gelecekteki trendlerle ilgili iyi bir gücün varsayımını yapar.¹³⁹

Hedeflenen fiyat endeksi, yeterli büyüklükte ve tüm enflasyonun yaklaşık tahmininin sağlanmasını gösterecek şekilde seçilir. Ama bu değişkenlerin fiyatları para politikası araçlarına ulaşmanın dışında dışsal faktörlere göre istisnadır. Enflasyon hedeflemesinin değeri, dünyada globalleşme, finansal yenilik ve serbestleşmiş sermaye akımları devam etse bile para politikasının özerk bir şekilde yönetilme imkânı ile tutarlıdır. Onun çoklu kriter doğası, maksimum miktardaki bilginin karar verme süreci içine dahil edilmesine izin vermektedir. Enflasyon hedeflemesinin bir diğer avantajı, politikaları halk için daha anlaşılır yapan ve merkez bankasının niyetinin daha iyi bir şekilde tahmin edilmesine imkân veren para politikasının şeffaflığıdır. Bu durum, enflasyon beklentilerinin etkilenebilmesi için oldukça önemlidir. Enflasyon hedeflemesinin bir diğer faydası da orta vadeye odaklanmasının para politikası ölçümleri ve onun enflasyon üzerindeki etkileri arasındaki nispeten uzun gecikmeler ile tutarlı olmasıdır.¹⁴⁰

¹³⁸ Frederic S. Mishkin, (2000), "Inflation Targeting in Emerging – Market Countries", The American Economic Review, 90, (2), s.106

¹³⁹ Czech National Bank, 1999, a.g.m., s.9

¹⁴⁰ Czech National Bank, 1999, a.g.m., s.9-10

Frederic Mishkin enflasyon hedeflemesi uygulamasının beş temel unsurdan oluştuğunu belirtmektedir. Bunlar:

- Orta vadeli bir enflasyon hedefinin kamuoyuna ilan edilmesi
- Esas amacının fiyat istikrarını sağlamak olan bir para politikasının oluşturulması.
- Para otoritesinin para politikasını oluştururken sadece döviz kur- ları ve parasal hedefleri değil tüm bilgi ve enstrümanları kullanması.
- Kamuoyu ve piyasaları para otoritesinin amaçları, kararları, plan- ları hakkında sürekli bilgilendirerek para politikası stratejisinin şeffaflığının sağlanması.
- Merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşma konusunda hesap vermesinin sağlanması.¹⁴¹

Bu kriterlerin, enflasyon hedeflemesinin özünü tamamen yansıttığı- na dair çok az şüphe olmasına rağmen, bu kriterler politikanın yapısını bi- çimsel olarak tanımlamakta fazla yardımcı olamamaktadırlar. Öncelikle, İsviçre Merkez Bankasını ve Avrupa Merkez Bankası'nı da kapsayan ba- zı merkez bankaları gibi kendilerini enflasyon hedeflemesi karar birimi ola- rak düşünen bu bankalar bu kriterleri yerine getirmektedirler. Ayrıca Bun- desbank, bu kriterlerin Avrupa Para Birliği'nin (EMU) tanımına kadar kul- lanılan parasal hedefleme stratejisinin ruhunu çok iyi bir şekilde yansıttı- ğını iddia etmektedir. İkinci olarak, bazı kriterlerin belirsiz olduğu ifade edi- lebilir. Üçüncüsü ve en önemlisi ise, kullanılan enflasyon hedeflemesinin içeriği, enflasyon hedeflemesinin tanımının da zamanla geliştiği öne sürül- mektedir.¹⁴²

Her tanımda bir miktar hatanın kaçınılmaz olduğu iddia edildiği hal- de, fazlaca zor olan kriterlerin kullanımı, merkez bankalarına enflasyon hedeflemesi için kestirme bir yol olmadığı şeklinde güçlü bir mesaj gön- derir ve onların daha az arzu edilen stratejileri benimsemeleri veya sür- dürmelerini sağlayarak onları tehlikeye atar. Aslında, gelişmekte olan ül- kelerin merkez bankaları, daha iyi bir enflasyon kontrolü yürütme vaatle- rini yerine getirme ve fiyat istikrarının yararları ile ilgili fikir birliği sağlama yolu olarak nispeten daha basit çerçeveler benimsemeye yönelmişlerdir.

¹⁴¹ Şeref Kalaycı, "Parasal Hedefleme, Enflasyon Hedeflemesi ve Enflasyonist Bekleyişler: Türkiye Ekseninde Bir Değerlendirme", Süleyman Demirel Üniversitesi, İkti- sadi ve İdari Bilimler Fakültesi, 2002,C.7, s.271-284 ,s.275

¹⁴² Serdar Altınok ve Hakan Acet, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikaları ve Türkiye'de Uygulanabilirliği",s.3

Bazı durumlarda ilk enflasyon hedefleri, zor hedeflerden ziyade otoritelerin enflasyonla ilgili beklentilerinin göstergeleri olarak tarif edilmişlerdir. Politik yapı deneyim kazandıkça hedefler net hale gelmektedir. Enflasyon hedeflemesinin bir stratejiler dizisi olarak düşünülmesi gerektiğini ileri sürülmektedir. Enflasyon hedeflemesinin gerekli unsurları, sayısal bir enflasyon hedefinin açıklanmasıyla birlikte merkez bankası ve hükümetin bu hedefi başarmak için açık isteklerinin olmasıdır. Örneğin, gelecekteki enflasyonun hedeften sapacağına karar verildiğinde merkez bankası araçlarını ayarlamalıdır.¹⁴³

Enflasyon hedefleme stratejisi 1990 yılında Yeni Zelanda ve Şili'de, 1991'de Kanada ve 1992'de İngiltere tarafından uygulanmaya başlandıktan sonra gerek kamuoyunun ve gerekse akademik çevrelerin konuya ilgisi artmış ve bu stratejinin gelişmiş ülkelerin yanı sıra bir çok gelişmekte olan ülke tarafından da benimsenmesi gündeme gelmiştir. Bu stratejiyi benimseyen ülkelerin ortak karakteristiği üç noktada toplanabilir :¹⁴⁴

- Enflasyonun görece olarak yüksek düzeylerde seyrettiği bir geçmişin varlığı,
- Zorunlu ya da ihtiyari olarak dalgalı kur rejiminin tercih edilmiş olması,
- Gerek döviz kuru gerekse parasal büyüklüklerin nominal çıpa olarak gözden düşmesi sonucu görece olarak uzun vadeli bir politika hedefinin ön plana çıkmasıdır.

Enflasyon hedeflemesini 1990'lı yılların başından itibaren uygulamaya başlayan ülkelerin Enflasyon hedeflemesi uygulamalarından çıkarılacak ortak sonuçlar şunlardır:

- Başarılı enflasyonla mücadele programları sonrasında , enflasyonun düşürülüp enflasyon beklentileri kırıldıktan sonra enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmiştir. Enflasyon hedeflemesi uygulaması ile de fiyat artışları daha da düşürülmüş veya istikrarlı hale getirilmiştir.
- Enflasyon hedeflemesi uygulaması boyunca hedeflenen enflasyona ulaşılmış, ancak faiz oranları, döviz kurları, büyüme ve istihdam oranlarında yıllar itibarıyla dalgalanmalar görülmüştür
- Merkez Bankaları para politikasının temel aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadırlar.
- Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler esnek döviz kuru rejimi uygulamaktadırlar.

¹⁴³ Serdar Altınok ve Hakan Acet, a.g.m. ,s.4

¹⁴⁴ Seyfettin Erdoğan, a.g.m. ,s.10

• Merkez Bankalarının yasal ve/veya enstrümantal bağımsızlıkları söz konusudur.

• Merkez Bankası enflasyon dışında başka bir hedefi - döviz kuru gibi- gerçekleştirmeye çalışmamaktadır.

• Enflasyon Hedeflemesi uygulamaya başlayan ülkelerde enflasyon oranı düşüktür. Uygulamaya başlandığında en yüksek oran Meksika'da % 35, Şili de % 26 ve İsrail'de % 19'du. Diğer tüm uygulayan ülkelerde enflasyon oranı yıllık % 10'un altındaydı.¹⁴⁵

4.2. Enflasyon Hedefleme Stratejisinin Önkoşulları

Enflasyon hedefleme stratejisi, merkez bankalarının para politikasını önceden belirlenmiş ve kamuoyuna duyurulmuş olan orta vadeli sayısal bir enflasyon hedefini tutturabilmek amacıyla uygulaması şeklinde tanımlanabilir. Dolayısıyla enflasyon hedefleme stratejisinde ara hedef kullanılmaz ve doğrudan doğruya enflasyon oranı veya fiyat düzeyi hedeflenir. Enflasyon hedefleme stratejisine geçilebilmesi için öncelikle bazı ön koşulların yerine getirilmesi gerekir.¹⁴⁶

Merkez bankası bağımsızlığı, merkez bankasının tek hedefinin fiyat istikrarı olarak belirlenmesi, mali baskınlığın olmaması, istikrarlı mali sistem, gelişmiş mali piyasalar, enflasyon hedefleme stratejisinin ön koşullarını oluşturmaktadır.

4.2.1. Merkez Bankası Bağımsızlığı

1990'lı yılların başından itibaren Yeni Zelanda, Şili, Meksika, Arjantin, İspanya, Fransa ve İngiltere gibi ülkeler, merkez bankalarına daha fazla bağımsızlık vermeye başladılar. Şüphesiz ki bu radikal değişimde, dünyanın en bağımsız merkez bankaları olan Bundesbank'ın ve İsviçre Merkez Bankasının enflasyonu kontrol altına almadaki performansı ve dünya çapında görülen Finansal serbestleşme hareketlerinin büyük etkisi olmuştur. Merkez bankalarına daha fazla bağımsızlık verme eğilimi sadece gelişmiş ekonomilerde değil; fakat aynı zamanda 1980'li yıllarda merkezi planlamacı sosyalist sistemin çökmesi sonucunda, kapitalist piyasa ekonomisine açılan ve geçiş ekonomileri olarak adlandırılan Bulgaristan, Çek Cumhuriyeti, Polonya, Romanya gibi ülkelerde de son yıllarda görülmeye başlamıştır.

¹⁴⁵ Şeref Kalaycı, a.g.m., s.281

¹⁴⁶ Tahir Büyükkakın ve C. Erarslan, a.g.m., s.24

Söz konusu ekonomilerde merkez bankası bağımsızlığı için atılan adımlar, serbest piyasa ekonomisinin kurumlarının inşası için yapılan reformların bir uzantısı niteliğinde olması bakımından oldukça önemlidir.

Genel olarak merkez bankasının bağımsızlığı, “merkez bankasının fiyat istikrarını korurken uygulayacağı para politikası rejimini ve kullanacağı parasal araçları kendi kararları ile seçmesi ve uygulaması” olarak tanımlanabilir. Diğer bir tanımlamaya göre merkez bankasının bağımsızlığı ise, “merkez bankasının, para politikasını, siyasi otoritenin nüfuzuna ve tasarrufuna maruz kalmadan, kendisine verilen hedefler doğrultusunda uygulayabilme ve gerektiğinde değişiklik yapabilme esnekliğine ve inisiyatifine sahip olmasıdır”. Bu son tanımdan hareketle, bir merkez bankasının bağımsız sayılabilmesi için, para politikası araçlarının merkez bankasınca özgürce belirlenebilmesinin yeterli olduğu söylenebilir. Merkez bankasının bağımsızlığı, para politikası amaçlarını belirleme yetkisinin merkez bankasına verilmesi biçiminde geniş bir anlamda olabileceği gibi, para politikası amaçlarını belirleme yetkisinin siyasi iktidarlara bırakılarak merkez bankasına operasyonel bağımsızlık verilmesi şeklinde de olabilir. Bunlardan birincisine amaç bağımsızlığı, diğerine ise araç bağımsızlığı denilir. Genel olarak, bir merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olması durumunda o merkez bankasının bağımsız olduğu kabul edilir. Ancak, her iki durumda da merkez bankası politikalarının başarısı, önceden belirlenen ve kamuoyuna duyurulan amaçlara ulaşmak doğrultusunda merkez bankasının, para politikasını sahip olduğu politika araçlarını belirli bir kurala bağlı olarak ve siyasi iktidarların para politikası amaçları ile çelişkili politikalarından etkilenmeden yürütebilmesi ile mümkün olabilir.¹⁴⁷

Son yıllarda merkez bankası bağımsızlığının tanımlanmasında, Grilli, Masciandaro ve Tabelli'nin 1991 yılında yaptıkları politik ve ekonomik bağımsızlık ayrımı esas alınmaya başlamıştır. Buna göre, merkez bankası bağımsızlığından politik ve ekonomik bağımsızlık anlaşılmalıdır. Politik bağımsızlık ile, merkez bankasının hükümetin etkisi altında kalmaksızın politika hedeflerini özgürce seçebilme yeteneği kastedilmektedir. Grilli, Masciandaro ve Tabelli'nin yaptığı ampirik araştırmalara göre, politik bağımsızlık, merkez bankası başkanının ve yönetim kurulunun hükümet tarafından seçilip-seçilmediği, merkez bankası başkanının ve yönetim kurulunun görev süreleri, bankanın yönetim kurulunda hükümet temsilcisinin bulunup bulunmadığı, para politikası kararları için hükümetin

¹⁴⁷ Tahir Büyükkakın ve C. Erarslan, a.g.m. ,s.24-25

onayının gerekip gerekmediği ve merkez bankası kanununda fiyat istikrarı amacının doğrudan ve belirgin bir biçimde belirlenip- belirlenmediği gibi faktörlerce ölçülmektedir. Ekonomik bağımsızlık ise, merkez bankasının para politikası araçlarını herhangi bir sınırlama olmaksızın kullanabilme yeteneği olarak tanımlanmaktadır. Kamu harcamalarını finanse etmek için, merkez bankası kredilerine ne ölçüde başvurulduğu ekonomik bağımsızlık için en iyi göstergedir. Kamu harcamalarını finanse etmek için, merkez bankası kaynaklarına ne kadar az başvurulursa merkez bankasının ekonomik bağımsızlığı o ölçüde artacaktır.

Merkez bankalarının bağımsızlığını savunanlar, para otoritelerinin politik etkilere açık olması halinde kısa dönemli politikalar belirlemek zorunda kalacağını, bunun ise politika istikrarsızlığına ve dolayısıyla yüksek enflasyona neden olacağı noktasından hareket ederler. Yine merkez bankalarının bağımsız olması gerektiğini düşünenler, bağımsız merkez bankalarının hükümetleri mali disiplini sağlamaya yönelteceğini de iddia etmektedirler. Çünkü merkez bankalarının bağımsız olması durumunda hükümetler kamu harcamalarının finansmanı için, merkez bankası kaynaklarına başvuramayacaklardır. Zira bağımsız bir merkez bankasının varlığı, merkez bankasının politika amaçlarını daraltacaktır. Diğer bir deyişle bağımsız bir merkez bankası, sadece fiyat istikrarını gerçekleştirmeye yönelik bir para politikası stratejisi izleyecektir. Bu ise, kamu açıklarının monetizasyonunu sınırlandıracağından, merkez bankasının uygulayacağı para politikalarına yönelik kamuoyu desteği ve güveni artacaktır. Böylece fiyat istikrarı hedefine de daha kolay ulaşılabilecektir. Dolayısıyla siyasi baskılardan arınmış bağımsız merkez bankalarının, para politikalarını öncelikli olarak fiyat istikrarı amacını gözeterek uygulaması aynı zamanda enflasyon hedefini tutturmanın da bir güvencesi olacağı söylenebilir.¹⁴⁸

Yapılan araştırmalarda merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasında negatif bir ilişki olduğu kanıtlanmıştır. Temel makro ekonomi bilgilerimizden yola çıkarak bu konuyu şu şekilde açıklayabiliriz: Para arzının artış hızı ile enflasyon doğru orantılıdır. O zaman enflasyonu kontrol altında tutmanın yolu para arzını kontrol altında tutmaktan geçer. Para arzının artış hızının kontrolü, para politikası yoluyla merkez bankalarının elindedir. Diyelim ki, Merkez Bankası enflasyonu hiç hesaba katmadan hazine veya diğer kamu kesimlerine limitsiz kredi verdi ve örneğin, siyasi

¹⁴⁸ Tahir Büyükkakın ve C. Erarslan, a.g.m. ,s.25-26

iktidarlar kamu kesimi açıklarını bu krediler vasıtasıyla karşılamaya kalkıştılar. Bu durumda kur, faiz ve enflasyon oranlarının gerektirdiği para talebinin çok üstünde bir para piyasaya arz edilmiş olur. Bir diğer deyişle, Merkez Bankası karşılıksız para basmış olur. Arzı talebin üstüne çıkan paranın değeri düşer, enflasyon artış gösterir. Dolayısıyla enflasyonu kontrol edebilmek için, para arzının kontrolünü sağlayan Merkez Bankası'nın siyasi iktidarların baskısından bağımsız olması gerekmektedir.¹⁴⁹

Yapılan çalışmalar, merkez bankalarına açık bir biçimde bağımsızlık veren ülkelerin daha düşük bir enflasyon oranına sahip olduğunu göstermektedir. Merkez bankası bağımsızlığı ve ekonomik performans üzerine yapılan ampirik araştırmalardan çıkan sonuçlar kısaca şu şekilde özetlenebilir:

- Gelişmiş ülkelerde, yasal bağımsızlık ile enflasyon oranı arasında negatif bir ilişki bulunmuştur. Diğer bir deyişle, gelişmiş ülkelerde merkez bankasının bağımsızlığı arttıkça enflasyon oranı düşmektedir.

- Az gelişmiş ülkelerde ise, yasal bağımsızlık ile enflasyon arasında herhangi bir ilişki bulunamamıştır. Buna karşılık az gelişmiş ülkelerde, merkez bankası başkanlarının değişim sıklığı ile enflasyon arasında güçlü ve pozitif bir ilişki vardır. Diğer bir ifade ile az gelişmiş ülkelerde, merkez bankası başkanları ne kadar sık değişirse söz konusu bu ülkelerde enflasyon da o kadar artmaktadır.

- Merkez bankalarının politik etkilere açık olması ile enflasyonun değişkenliği arasında pozitif bir ilişki vardır. Buna göre, bir merkez bankasının uyguladığı para politikası politik kararlardan ne kadar fazla etkilenirse fiyatlar genel düzeyindeki değişimler de o kadar istikrarsız olacaktır.

- Gelişmiş ülkelerde merkez bankası bağımsızlığı ile ortalama reel büyüme arasında bir ilişki bulunamamıştır.

- Merkez bankalarının politik etkilere oldukça açık olduğu az gelişmiş ülkelerde, merkez bankalarının yeterince bağımsız olmaması özel sektör yatırımlarını negatif yönde etkilemektedir.

- İç ekonomik koşulların dış ticaret şokları gibi ekonomik büyümeyi negatif yönde etkileyen olumsuz gelişmelerden soyutlandığı durumlarda, merkez bankası bağımsızlığı az gelişmiş ülkelerde büyüme oranları üzerinde pozitif bir etki bırakır.¹⁵⁰

¹⁴⁹ <http://www.elyadal.org/pivolka/09/merkez.htm>

¹⁵⁰ Tahir Büyükkakın ve C. Erarslan, a.g.m. ,s.26

Politik kaygıları dolayısıyla parayı sorumsuzca yöneten siyasi iktidarların etkisinden kurtulan merkez bankalarının, paranın değerinin korunması ve fiyat istikrarının sağlanmasında daha başarılı olduğu görüşü yaygınlaşmıştır. Bu görüşü paylaşan çok sayıda ülke, merkez bankalarını bağımsız hale getirmek için yasal değişikliğe gitmiştir. Aslında, böyle bir yasal değişikliğe gitmelerinin altında birçok neden yatmaktadır. Öncelikle, fiyat istikrarını sağlayan Avrupa Para Sistemi (EMS) ve Bretton Woods sistemi gibi kurumların ortadan kalkması bu konuda yeni alternatifler aranması ihtiyacını doğurmuştur. Almanya II. Dünya Savaşı sonrasında sanayi ülkeleri içinde en iyi enflasyon rakamlarını yakalayan ülke olmayı başarıncaya, bunun Bundesbank'a verilen otonomi sayesinde olduğu düşünülmüş ve bu olay merkez bankası bağımsızlığının fiyat istikrarı sağladığının en büyük kanıtı olarak görülmüştür. Ayrıca, Avrupa Birliği'ne üye olan ülkelerin ulusal merkez bankaları ve Avrupa Merkez Bankası'ndan oluşan Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'nin (ESCB) gelecekteki en önemli amacı fiyat istikrarı olacağı için, Maastricht Antlaşması'na göre bağımsız bir merkez bankası Avrupa Para Birliği'ne (EMU) üyeliğin önkoşullarından biri olmuştur. Tüm bunların yanı sıra Latin Amerika ülkelerinde de yüksek enflasyonu azaltabilecek kurumsal değişikliklere gidilme ihtiyacı hissedilmiştir. Son olarak, sosyalist ülkelerde de bağımsız merkez bankalarının oluşturulması, bu ülkelerin piyasa ekonomisinin düzgün bir şekilde işleyebilmesi için gerekli olan kurumsal yapıya geçişte bir adım olmuştur. Bu şekilde fiyat istikrarının sağlanmasında merkez bankalarının bağımsızlığı önem kazanmıştır.¹⁵¹

Dolayısıyla enflasyon hedeflemesine geçecek bir ülkenin merkez bankasının bağımsız olması zorunludur diyebiliriz. Çünkü bağımsız bir merkez bankasına sahip olmadan enflasyon hedeflemesine geçilmesi durumunda bir süre sonra para politikası siyasi güdüler tarafından belirleneceğinden enflasyon hedefinden sapılacaktır. Dolayısıyla, bağımsız bir merkez bankası, enflasyon hedeflemesinin olmazsa olmaz ön koşullarından birisidir.¹⁵²

Temel amacın bu şekilde fiyat istikrarını sağlamak olduğu ifade edilirken, "fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler" şeklindeki hüküm

¹⁵¹ <http://www.elyadai.org/pivolka/09/merkez.htm>

¹⁵² Tahir Büyükkın ve C. Erarslan, a.g.m. ,s.27

aynı zamanda bankanın araç bağımsızlığının da olduğunu göstermektedir. Ancak, merkez bankasının yasal anlamda bağımsızlığını kazanmış olması yeterli olmamaktadır. Bağımsızlığının fonksiyonel hale gelebilmesi gerekmekte ve bunun için, gelişmiş-istikrarlı finansal piyasaların varlığı ve ülkede mali baskınlığının bulunmaması gerektiği de bilinmektedir. Uygulanabilmesi için yukarıdaki ön koşullara gerek duyulan bu strateji, özellikle gelişmiş ülkeler tarafından başarılı bir şekilde uygulanmıştır. Fakat bu stratejinin uygulandığı ülkeler gelişmiş ülkelerle sınırlı kalmamış; Şili, İsrail ve Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelerde de uygulama alanı bulmuştur.¹⁵³

4.2.2. Merkez Bankasının Tek Hedefinin Fiyat İstikrarı Olarak Belirlenmesi

Enflasyon hedeflemesi uygulaması için ikinci kurumsal önkoşul Merkez Bankasının tek hedef olarak fiyat istikrarını kabul ettiğini deklare etmesi ve bu hedefi gerçekleştirmeye çalışmasıdır. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında Para otoritesi istihdam seviyesi veya döviz kuru istikrarı gibi başka hedefler peşinde koşmaz.¹⁵⁴

Merkez bankası (para otoritesi) sadece belirlemiş olduğu enflasyon hedefinin gerçekleşmesine odaklanmalıdır. Bu nedenle, ekonomik büyüme, istihdam seviyesi, döviz kuru istikrarı, vb. başka hedefler seçilmemelidir. Sabit kur sisteminin uygulandığı ülkelerde enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmek mümkün değildir. Enflasyon hedeflemesi uygulaması benimsenmeden önce sabit döviz kuru sistemi terk edilmeli ve serbest dalgalanan kur rejimine geçilmelidir.¹⁵⁵ Enflasyon hedeflemesi rejimlerinde para ve mali politikalar arasında dolaylı da olsa bir etkileşim bulunmaktadır. Para politikası operasyonel olarak mali politikanın enflasyon üzerindeki etkilerini göz önünde bulundurmamak durumundadır. Mali politika genel olarak enflasyon hedefini destekleyici niteliktedir. Örneğin büyük kamu borcu stoku, merkez bankasının en azından kısa dönemde enflasyon hedefini gerçekleştiremeyeceği beklentilerini güçlendirmektedir.

¹⁵³ Bayram Çolakoğlu, "Enflasyon hedefleme stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği", Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi(4) 2002/2, 17-31 ,s.20

¹⁵⁴ Şeref Kalaycı, a.g.m. ,s.277

¹⁵⁵ Murat Kaykusuz, "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", <http://www.ceterisparibus.net/makro.htm>

Bunun sonucunda kamu borcu nedeniyle faizler yükselmekte ve hükümetin borç yükünün, dolayısıyla da borç stokunun artmasına neden olabilmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçen ülkelerin çoğunda hükümetin enflasyonu kamu borçlanmasının finansmanında bir araç olarak kullanma girişimlerinin önlenmesi amacıyla enflasyona endeksli borçlanma kâğıtları ihraç edilmiştir.¹⁵⁶

Ayrıca, doğrudan enflasyon hedeflemesi rejimini başarıyla uygulayan ülkelerde fiyat istikrarıyla dolaylı ilişkisi bulunan başka hedeflere de ulaşıldığı görülmüştür. Ancak bu başarının sağlanmasındaki en önemli etken fiyat istikrarı hedeflerinin yeterli güvenilirliğinin (kredibilitesinin) olmasıdır. Tam istihdam hedefinin enflasyon hedefi ile uyumsuz olması gerekli değildir. Uzun dönemde enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi, para politikasının tam istihdam amacının gerçekleştirmesinde en önemli katkıyı yapacaktır. Kısa dönemde ise iki amaç arasında bir ödünleşme mevcuttur. Para politikasının talep şoku karşısındaki tepkisi, tam istihdam ve enflasyon hedefleri bağlamında da aynıdır. Merkez bankalarının hedeflerinden birisi de mali piyasalarda istikrarın sağlanmasıdır. Bu amacın enflasyon hedeflemesi ile uyumlu olması gerekmektedir. Krizde olan bankacılık sektöründen gelen deflasyon baskıları uzun dönemde enflasyon hedefinden sapmaya yol açabilmektedir. Merkez bankası kısa dönemde enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi için kısıtlayıcı para politikasını uygulamak ile bu uygulamanın bazı mali kurumların varlığını tehlikeye sokması çelişkisiyle karşı karşıya kalabilmektedir.¹⁵⁷

4.2.3. Mali Baskınlığın Olmaması

Merkez Bankası'nın uyguladığı para politikası stratejisinin başarılı olabilmesi için, uygulanan politikaların maliye politikası tarafından da desteklenmesi gerekmektedir. Aksi halde, para politikasının etkisi maliye politikası tarafından etkisizleştirilebilir. Bu, enflasyon hedeflemesi stratejisi olduğu gibi, diğer para politikası stratejileri için de geçerli bir durumdur. Merkez Bankası'nın bağımsız bir para politikasını yürütme kabiliyetine sahip olması gerektiği gibi, bir ülkenin, mali baskınlığın herhangi bir belirtisini de taşıması gerekmektedir. Bundan, para politikasının yürütülmesinin mali nitelikli gelişmelerle zora sokulmaması anlamı çıkmaktadır.

¹⁵⁶ Melike Alparslan ve P. Ataman Erdönmez, a.g.m. ,s.3

¹⁵⁷ [http, //www.turkyasam.com/showthread.php?t=420589](http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=420589)

Genel bir ifadeyle, kamunun merkez bankasının kaynaklarına çok az ve-ya hiç başvurmaması anlaşılmaktadır. Ayrıca, kamunun senyorej geliri ba- zı çok büyük olmamalı ve mali piyasalar devlet borçlanma araçlarını eme- bilecek derinlikte olmalıdır¹⁵⁸.

Olaya özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından baktığımızda, ma- li sistemde gerekli reformları henüz yapmamış ve mali disiplini tesis et- memiş ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisi türündeki politikaların uygulanmasının mümkün olmayacağı görülür. Açık bir mali baskınlık, mo- netizasyon yoluyla finanse edilen büyük bütçe açıklarına yol açmaktadır. Bu da eninde sonunda paranın değer kaybetmesine ve parasal otoriteye olan güvenin tedricen kaybolmasına yol açar. Sonuç itibariyle mali baskın- lığın varlığı, parasal otoriteyi fiyat istikrarını sağlayacak alternatif strateji arayışına mecbur eder.¹⁵⁹

Aşırı düzeydeki kamu açıklarının merkez bankası bağımsızlığı açı- sından da önemli yansımaları söz konusudur. Leone toplam kamu açıkla- rı daraltılmadıkça, merkez bankasının siyasi otoriteden bağımsızlığı ka- munun merkez bankasından borçlanmasına kanuni sınırlar koyarak sağ- lanmaya çalışılsa da bunun pratikte mümkün olmadığını belirtmektedir. Nitekim aşırı kamu açıkları iç piyasalardan ya da dış piyasalardan karşı- lanmak zorundadır. Yapısal tedbirlerin geciktirilmesi sonucunda kamu ke- simi açığının giderek artan bir biçimde iç borçlanma ile karşılanması mali piyasalara ve dolayısıyla faizler üzerine yansımaktadır. Bu süreç faiz oranlarının aşağıya doğru hareketini kısıtlayarak kamu kesimindeki den- gesizliği mali piyasalardan ekonominin tümüne yaymaktadır.¹⁶⁰

Bir enflasyon hedeflemesi stratejisi altında para politikası yönetimi- nin başarılı olabilmesi için, mali disiplinin sağlanmış olması ve para politi- kasına mali kuşkuların hâkim olmaması, yani probleminin mali köklerinin kazanması gerekir. Mali disiplinsizlik kamunun, elde ettiği gelirden daha fazla harcama yapmasından kaynaklanmaktadır. Bu durumda bütçe açık

¹⁵⁸ Paul R. Masson, (1997), "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", IMF Working Paper, WP/97/130, October 1997: 1-45, s. 8

¹⁵⁹ Bayram Çolakoğlu, "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği", Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi(4) 2002/2:17-31,s.24

¹⁶⁰ Gazi Erçel, "1998 Yılı Para Politikası Uygulaması", TCMB, Ankara, 1998(a), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/p1998matb1.html>

verecektir. Devlet bu açığı ya para basarak (emisyon) ya da borçlanma yoluyla kapatabilecektir. Bütçe açığının ne şekilde kapatılacağı ekonomi üzerinde yaratacağı etkiler bakımından önemlidir.¹⁶¹ Genel anlamda, düşük bir mali baskınlığın özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Kamu sektörünün merkez bankasından doğrudan borçlanması ya hiç söz konusu değildir, ya da son derece düşük olacaktır,

- Ülke geniş bir gelir tabanına sahip olacaktır,

- Ulusal piyasalar kamu borçlarını karşılamaya yeterli derinlikte olacaktır. Çünkü sıkı sermaye piyasaları mali baskınlığın en önemli göstergelerinden birisidir,

- Kamu borçlarının toplamı, yıkıcı ya da kötü dinamiklere neden olmayacaktır,

- Hükümet senyoraj gelirlerinden sistematik olarak bağımsız olacaktır.¹⁶²

Senyoraj gelirlerine bağımlılık mali baskınlığın en basit ve en yaygın göstergesidir. Gelişmekte olan ülkelerde bu ilişki yapısal özelliklerden dolayı (istikrarsız vergi gelir kaynakları, zayıf vergi toplama prosedürü, bozuk gelir dağılımı vb. gibi) çok güçlüdür ve senyoraj gelirlerin kötüye kullanılması özellikle pek çok kereler krizlere neden olmaktadır.¹⁶³

Gelişmekte olan ülkelerde merkez bankasının bağımsız bir para politikası izlemesini sınırlayan üç önemli unsurun söz konusu olduğu söylenebilir. Bunlar: **i)** senyoraj, **ii)** aşırı kamu borçlanması, **iii)** bankacılık sisteminin kırılganlığıdır.

1980-1995 dönemleri arasında farklı gelişme düzeylerine sahip ülkelerin senyoraj oranları (para tabanındaki yıllık değişimin nominal GSYİH'ya oranı) incelendiğinde gelişmekte olan ülkelerdeki senyoraj oranının gelişmiş ülkelere nazaran oldukça yüksek olduğu görülmektedir. Örneğin; bu oran 1980-91 yılları arasında ABD'de 0.35 ve Almanya da 0.48

¹⁶¹ Paul R. Mason, Miquel A Savastone and Sunil Sharma, (1997) "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries?", IMF Working Paper, WP/97/130, October 1997, Erişim: <http://www.imf.org>.

¹⁶² Jodi Scarlata: (2002) "Inflation Targeting", Macroeconomic Management, Ed. by., Mohsin S Khan, Saleh M Nsouli and Chorong-Huey Wong, IMF Institute, Washington DC, s.173-174

¹⁶³ Paul R. Mason, Miquel A Savastone and Sunil Sharma, (1997), a.g.m.,

iken, Brezilya'da 4.35 Şili'de 1.70 Meksika'da ve Türkiye'de 2.98 olarak gerçekleşmiştir. Gene 1980-1995 yılları arası incelendiğinde ABD'de 0.44, Almanya'da 0.30 iken Brezilya'da 7.46, Şili'de 1.53, Meksika'da 0.69 ve Türkiye'de 3.14 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Bu bağlamda Türkiye'de senyoraaj gelirlerine bağlılığın gelişmiş ülkelerden ve gelişmekte olan ülkelere pek çoğundan çok daha yoğun olduğu söylenebilir. Bu da TCMB'nin bağımsızlığını olumsuz yönde etkileyen önemli unsurlardan birisidir.¹⁶⁴

Türkiye'de diğer bir önemli sorun, kamunun gerek iç ve gerek dış piyasalara aşırı borçlanmasıdır. Bir iç borçlanma da dikkat edilmesi gereken nokta iç borç reel faiz oranlarının büyüme oranının altında olması ve süreklilik göstermemesidir. İç borçlanmadaki temel hedef, para basmaya gitmeden nakit ihtiyacının karşılanması ve sonraki dönemlerde de kamu açıklarının düşürülmesi yoluyla bu iç borcun GSMH içindeki payının küçültülmesidir. Burada karşılaşılabilecek ciddi bir tehlike iç borcun tekrar iç borçlanma yoluyla kapatılmaya dolayısıyla GSMH'nin daha fazla kısmının iç borçlara ayrılmasına çalışılmasıdır. Bu, hem borcun katlanarak artmasına hem de özel kesimin yatırım kararlarının olumsuz yönde etkilenmesine neden olacaktır. Bu da reel faiz oranlarının yükselmesine ve dolayısıyla maliyetlerin artmasına neden olacak, büyüme oranını olumsuz yönde etkileyecektir. Bunun yanı sıra devletin sürekli borçlanma amacıyla piyasaya müdahale etmesi, piyasaların gelişmesine ve serbestleşmesine de engel teşkil edecektir.¹⁶⁵

2002 yılı itibarıyla incelendiğinde, 1999 yılında bir önceki yıla göre %29 oranında artış göstererek 22 920 trilyon TL olan kamu iç borç stokunun 2000 yılında gene %29 oranında artarak 36 420 trilyon TL'ye, 2001 yılında %67'lik bir artışla 122 157 trilyon TL'ye ve 2002 yılında da %54 oranında artarak 149 870 trilyon TL'ye yükseldiği görülmektedir.

1999 yılında, bir önceki yıla göre %23'lük bir artışla 42 milyar dolar olarak gerçekleşen kamu dış borç stokunun da 2000 yılında %27'lik bir artışla 54 milyar dolara, 2001 yılında %40'lık bir artışla 60 milyar dolara ve 2002 yılında da %38'lik bir artışla 70 milyar dolara yükseldiği görülmektedir.

¹⁶⁴ Serdar Öztürk, "Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı Ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Safranbolu M.Y.O., s.13
www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/enflasyon_hedeflemesi.doc

¹⁶⁵ Serdar Öztürk, a.g.m., s.14

Dolayısıyla, 1999 yılında 97 milyar dolar olan kamu toplam borç sto-
ku 2002 yılında 170 milyar dolara, 103 milyar dolar olan toplam dış borç
stokunun ise 128 milyar dolara ulaşmıştır. Toplam iç borç stokunun alıcı-
lara göre dağılımına baktığımızda da kamu sektörünün payı 2000 yılında
%12.2'den 2001 yılında %32.5'e ve 2002 yılında da %78.6'ya, piyasanın
payına baktığımızda ise 2000 yılında %24.2'den 2001'de %41.6'ya 2002
yılında da %66.7'ye çıktığı görülmektedir. Bu yıllık yüzde artış olarak de-
ğerlendirildiğinde, kamu sektörünün toplam iç borç stoğu içindeki payının
2001-2002 yılında %241 oranında piyasanın payının ise %160 oranında
arttığı görülmektedir.¹⁶⁶

Yaşanan ekonomik krizler ve dış konjonktürdeki gelişmeler 2001 yı-
lında dış piyasalardan borçlanma imkânlarını daralttığı ve artan borçlan-
ma ihtiyacının iç piyasalara kaymasına yol açtığı için, 2000-2001 yılları
arasında iç borçlar/GSYİH oranı %29.2'den %67.3'e çıkmıştır. Yani
%230'luk bir artış söz konusudur. Buna karşılık dış borçlar/GSYİH oranı
ise 2000-2001 yılları arasında %33.5'den %55.5'e çıkmış, yani %165 ora-
nında artmıştır. Genel olarak, 2000-2001 yılları arasında Türkiye'nin top-
lam borç stoğu/GSYİH oranına baktığımız zaman ise %93.7'den
%158.6'ya çıktığını, yani %169.2 oranında arttığı görülmektedir.¹⁶⁷

Görüldüğü gibi özellikle son dönemde, siyasi ve ekonomik alanda
hüküm süren belirsizlik ortamı ve istikrarsızlığın etkisiyle vade yapısının
kısılması faiz oranlarında yükselmeye, dolayısıyla da borçlanma maliyet-
lerinin artmasına ve ilave yeni borçlanma ihtiyacının doğmasına yol aç-
mıştır. Dolayısıyla, Türkiye son dönemde ciddi olarak iç borcun çevrilebi-
lirliği ve toplam borç stokunun sürdürülebilirliği sorunuyla karşı karşıyadır.

Türkiye'deki mali piyasaların gerek gelişmiş ülke gerekse gelişmek-
te olan ülke piyasalarıyla karşılaştırıldığında bu piyasaların halen sığ ol-
duğu sonucuna varılmaktadır. Zaten sığ olan piyasanın büyük bölümünün
de kamu kesimi tarafından kaynak sağlamak amacıyla kullanıldığıdır. Bu
noktada Türkiye'de mali baskınlığın, mali piyasalar ve para politikası üze-
rinde oldukça yoğun olarak yaşandığı sonucuna varılabilir. Dolayısıyla,
mali baskınlığın bir sonucu olarak, bu gün tek ve nihai hedefin fiyat istik-
rarı olacağı bir enflasyon hedeflemesi politikasının şartlarının oluşmadığı-
nı söylemek mümkündür.¹⁶⁸

¹⁶⁶ Serdar Öztürk, a.g.m., s.14

¹⁶⁷ TCMB, "Para Politikası Raporu", 2003,,s.37-57

¹⁶⁸ Serdar Altınok ve Hakan Acet, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikaları Ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", s.12

Ekonomik yapıda, mali disiplinin sağlanması kadar önemli olan bir başka unsur da para politikası ile maliye politikası arasında bir eşgüdümün sağlanmasıdır. Başka bir ifadeyle, maliye politikası ve kamu borç yönetimi faaliyetleri, enflasyon hedefini destekleyecek şekilde koordine edilmelidir. Enflasyon hedefinin hükümet ve merkez bankası tarafından ortak bir şekilde oluşturulması para ve maliye politikaları arasındaki bir çatışmayı engelleyecektir. Türkiye'nin bu konuda da şu ana kadar çok başarılı olduğunu söylemek mümkün değildir.¹⁶⁹

Sonuç olarak mali baskınlık noktasından hareketle Türkiye'de enflasyon hedeflemesine geçilmesi yönünde gerekli kararlılığın gösterilmesi için en önemli koşul olarak mali piyasalar üzerindeki mali baskınlığın düzeyinin azaltılması gerekmektedir.¹⁷⁰

4.2.4. İstikrarlı Mali Sistem

Bir ekonomide, özelde bankacılık sektörü ve genelde mali sistem zayıfsa, para politikaları verimli olmaz. Çünkü bu şartlar altında sistem sorun yaşama eğilimindedir ve fiyat istikrarına odaklanması mümkün olmaz. Böyle bir ekonomide özellikle mali piyasalar geri kalmışsa, söz konusu ülkenin enflasyon hedefleme stratejisini yürütmesi mümkün olmaz. Bu durum merkez bankasının açık piyasa işlemlerini gerçekleştirme kabiliyetini de sınırlandırmaktadır. Ayrıca, gelişmemiş mali piyasalar denge faiz oranları hakkında sağlıklı enformasyon vermediği gibi, kamu kesimi açıklarının finansmanına da kafi gelmemektedir. Bu çerçevede, Türkiye'nin durumunun söz konusu nitelemelerden çok farklı olmadığı da aşağıdaki bilgiler doğrultusunda anlaşılabacaktır.

Türk mali sistemi 1980 yılından başlayarak uygulamaya konulan liberal politikalar çerçevesinde önemli ölçüde yapısal değişikliğe uğramış ve dinamik bir yapıya kavuşmuştur. Fakat buna rağmen, hala fon akımlarının büyük bölümü bankacılık kesimi üzerinden yapılmaktadır ve dolayısıyla mali derinliğe ulaşamamıştır. Son yıllarda banka dışı mali kurumların sayısı ve büyüklüğü artmakla birlikte, bankacılık sektörü toplam mali sektör aktifleri içinde %75 civarında paya sahiptir. Banka dışı diğer mali kuruluşların önemli bir kısmının bankaların iştirakleri olduğu göz önüne alındığında mali sektörde banka hâkimiyetinin daha da yüksek olduğu görülmür.

¹⁶⁹ Serdar Öztürk, a.g.m., s.15

¹⁷⁰ N. Kamuran Malatyalı,, a.g.e., s. 58-60.

Mali sistemde 1980 sonrası gözlenen dinamik gelişmeye rağmen, hem bankacılık sektörünün mali sistem içindeki payı halen çok büyüktür hem de kendi yapısı itibarıyla güçlü olmadığı söylenebilir. Bu yapı içinde kamu bankaları da halen önemli bir ağırlığa sahiptir. Toplam TL mevduatındaki kamu payı % 50'nin üzerindedir. Dolayısıyla kamu bankaları aktiflerinin toplam sektör aktifleri içindeki payı da % 33 gibi bir değere sahiptir. Bankacılık sektörüne mali sistem içindeki fonksiyonu itibarıyla bakıldığında, asli fonksiyonu olan reel sektörün fonlanmasından uzak olduğu görülmektedir. Zira kredilerin mevduata oranı, son üç yıl içinde, %49,9'dan %25'e gerilemiştir.¹⁷¹

Diğer taraftan bankacılık sektörünün yaklaşık % 80 oranıyla en büyük iç borç senedi alıcısı olduğu görülmektedir. Üstelik banka hâkim bir mali yapının var olduğu Türkiye'de, bankaların önemli çoğunluğunun küçük ölçekli olduğu da bir başka gerçektir. Bu bağlamda 1995 ve 1997 yıllarında yapılan analizlerde, bankaların ölçek, kur riski ve yönetim kalitesi boyutları arasındaki korelasyonun son derece zayıf olduğu belirlenmiştir. Buna göre, toplam 48 bankanın sadece 9'u büyük ölçekli, diğer 39 tanesi ise küçük ölçeklidir. Büyük ölçekli bankaların tamamı riskli olup, sadece üç tanesinin yüksek yönetim kalitesine sahip olduğu tespit edilmiştir. Son üç yıl içinde çok sayıda bankanın TMSF'na devredilmesi, bu analizlerin sonucunu doğrular niteliktedir.

Bu çerçevede bankaların yeniden yapılandırılmasına yönelik yasal ve kurumsal düzenlemeler konusunda önemli adımlar atılmıştır. Özellikle Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı çerçevesinde düzenlemeler devam etmektedir. Burada, bankaların mali ve operasyonel açıdan güçlendirilmesi; etkinliğin ve rekabet gücünün artırılması, gözetim ve denetim çerçevesinin güçlendirilmesi yönünde çalışmaların önemli bir bölümü tamamlanmış olup, söz konusu çalışmalar devam etmektedir.¹⁷²

4.2.5. Gelişmiş Mali Piyasalar

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıyla uygulanması ve enflasyonun hedeflenen düzeyde tutulması amacıyla para otoriteleri tarafından kullanılacak parasal araçların etkinliği gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının olmasına bağlıdır. Mali piyasaların kullanılan parasal araçlara

¹⁷¹ Bayram Çolakoğlu, a.g.m ,s.19-21

¹⁷² Bayram Çolakoğlu, a.g.m. ,s.21-22

yeterli çabuklukta tepki verememesi enflasyon hedeflerinden sapmalara yol açabilecektir. Ayrıca mali piyasaların devlet tahvili gibi enstrümanlarla kamu borçlanması karşılayacak derinlikte olması merkez bankasının kamu borçlanmasında taşıyacağı yükün azaltılması ya da hiç olmaması açısından da önem taşımaktadır. Teorik olarak yukarıda bahsedilen önkoşulları sağlayan ülkeler enflasyon hedeflemesi rejimine dayalı bir para politikası uygulayabilmektedir. Pratikte ise otoritelerin belli ön hazırlıkları yapmaları gerekmektedir.¹⁷³

4.3. Enflasyon Hedeflemesinin Stratejik Özellikleri

4.3.1. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

Doğrudan enflasyonu hedefleyen merkez bankalarının enflasyon hedeflerini, planlanan uygulamaları ve gelişmeleri içeren raporlarını belli aralıklarla yayımlaması suretiyle şeffaf bir politika izlemeleri gerekmektedir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan ülkelerde merkez bankaları belirlenen hedeflerin gerçekleştirilmesinde kaydedilen ilerlemeler ve yapılması düşünülenlere dair kamuoyuna bilgi sunma ve raporlama işlevlerini geliştirmişlerdir. Çünkü merkez bankaları programın başarılı olması için şeffaf ve tarafsız olunması, hedeflerin anlaşılır olmasının sağlanması ve düzenli olarak kamuoyuna bilgilendirme yapılması gerektiğini savunmaktadır.¹⁷⁴

Aslında para politikasına ilişkin enformasyonun kamuoyu ile paylaşılması, enflasyon hedefleme stratejisini uygulamayan ülkelerde de gözlenen bir uygulamadır. Enflasyon hedefleme stratejisinin ayırt edici özelliği, politika uygulamalarının başarısının hükümet, parlamento ve kamuoyu ile kurulacak etkili bir iletişim stratejisine bağlı olmasıdır. Bu nedenledir ki, enflasyon hedefleme stratejisini uygulayan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankası tarafından yayınlanan dokümanlar sayesinde iktisadi birimler ile etkili bir iletişim kurulmaktadır. Enflasyon raporu, en çok kullanılan iletişim aracıdır.

Enflasyon raporu ile birlikte, politika uygulamaları konusundan bilgi veren diğer yayınlar, parasal otoriteye aşağıdaki olanakları sağlar:

¹⁷³ Melike Alparslan ve P. Ataman Erdönmez, a.g.m., s.4

¹⁷⁴ Melike Alparslan ve P. Ataman Erdönmez, a.g.m., s.4

- Parasal otorite, enflasyon raporu ile geçmiş ve gelecek dönem enflasyon performansına ilişkin görüşlerini kamuoyu ile paylaşır.

- Enflasyon hedefleme stratejisinin rasyonelleri dahil, para politikasının hedefleri ve sınırları açıkça ilan edilebilir. Parasal otorite, böylelikle önceden ilan edilen hedeflere ulaşma konusunda “ne ölçüde” başarılı olabileceğine ilişkin bilgileri iktisadi birimlere aktarmış olur.

- Enflasyon hedefinin sayısal değerinin nasıl belirlendiği ayrıntılı bir şekilde anlatılabilir.

- Cari ekonomik koşullar esas alınarak hedeflenen enflasyon oranına nasıl ulaşılacağı açıklanabilir.

- Hedeflerden sapma gerekçeleri ayrıntıları ile izah edilebilir.

Parasal otoritenin şeffaflık düzeyinin artması, enflasyon belirsizliğinin azalmasına katkı sağladığı gibi, para politikası uygulamalarında gözlenen gecikme sürelerinin kısalmasına da katkı sağlar. Para politikaları şeffaf bir şekilde uygulandığında, fiyat ve ücret kararları istenilen sürede etkilenebilir. Söz konusu değişkenlerin istenilen sürede etkilenmesinin, politika etkililiği açısından son derece önemli olduğu gayet açıktır.¹⁷⁵ Bu kapsamda merkez bankaları tarafından;

- enflasyon raporları (üç ya da altı ayda bir)
- yıllık raporlar
- Komite (Kurul) toplantı tutanakları yayınlanmakta, ayrıca;
- web sitelerinin etkin kullanımı,
- düzenli basın toplantıları,
- konferanslara katılım sağlanması,
- belirli ekonomi dergilerinde makaleler yayınlanması suretiyle de kamuoyu desteğinin sağlanmasına yönelik aktif bir iletişim politikası izlenmektedir.

Diğer taraftan, siyasi otoritenin desteğinin alınmış olması enflasyon hedefleme stratejisinin başarısı açısından önem taşımaktadır. Bu desteğin sağlanması ancak, karşılıklı bilgilendirme toplantıları ile mümkün olabilir. Böyle bir desteğin sağlanmış olmasının iki temel fonksiyonu bulunmaktadır;

1. Siyasi otoritenin fiyat istikrarına ters politikalar uygulamasının önüne geçilmesi,
2. Para politikasının başarılı olacağı yönünde kamuoyu güveninin artırılması.

¹⁷⁵ Ben S. Bernanke ve Frederic S. Mishkin (1997), “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, The Journal of Economic Perspectives, 11, (2), s.106

Uygulamada da merkez bankalarının düzenli olarak siyasi otoriteyi bilgilendirdiği görülmektedir. Bu bilgilendirme doğrudan ilgili Bakan kanalıyla olabildiği gibi, parlamento düzeyinde de gerçekleştirilebilmektedir.¹⁷⁶

Şeffaflık konusu hesap verebilirlik ile bağlantılıdır. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında para politikasının etkisini arttırmak, ilan edilen politika değişikliklerini ve bu değişikliklerin nedenlerinin açıklanmasını zorunlu kılar. Bu durum, enflasyon hedefinden herhangi bir sapmaya merkez bankasının bir hatasının mı yoksa politika kararlarındaki tahmin edilebilir bir sapmanın mı neden olduğu konusunu daha açık bir hale getirir. Şeffaflık artışı, fiyat ve ücret kararları üzerindeki para politikası değişikliklerinin gecikme süresinin azaltılmasına ve etkilenmesine yardım eder. Şeffaflık ve hesap verebilirliğin artması bu çerçevede enflasyon hedefi izlenmesinde merkez bankalarının araç bağımsızlığının artmasına karşı uygun bir dengeleme olarak görülebilir. Genelde enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları doğrudan hükümete hesap vermektedir. Parlamentoya karşı düzenli bilgi verilmesi ve yıllık raporların yayılması hesap verebilirliğin temel forumudur.¹⁷⁷

Şeffaflık, aslında hem hedefin hem de politika yapımının belirlenmesiyle geliştirilmiştir. Bununla beraber, bir enflasyon hedeflemesi rejimi benimsenmesiyle para politikası için açık bir kısa yol ortaya çıkmıştır. Para politikasının şeffaflık ve hesap verebilirlik kazancı yararlı bulunmuştur. Bankadaki performans ve çabalar üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Aynı zamanda para politikasının güvenilirliğindeki bir artış daha düşük risk priminden dolayı dışsal mali maliyetleri azaltmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi sisteminde hesap verebilirlik ile ilgili potansiyel bir problem performans değerlendirmesi ile ilgilidir. Bu durumun nedeni öngörülemez veya beklenmeyen durumlardan dolayı merkez bankasının hatalar yapmasına ve yetersiz bir performans göstermesine neden olan politika hareketleri ve ekonomiye etkileri arasındaki bir gecikmenin varlığıdır. Bu riskin azaltılması için enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde merkez bankasının genellikle enflasyon hedefleri ve ortaya çıkan sonuçlar arasındaki farklılığı halka açıklaması ve politika kararlarının doğruluğunu kanıtlaması gerekmektedir.¹⁷⁸

¹⁷⁶ Eren Öğretmen, "Enflasyon Hedeflemesi-Uygulama Özellikleri", Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, T.C. Merkez Bankası, Ankara, Temmuz 2004, s.14

¹⁷⁷ G. Debelle, "Inflation Targeting in Practice." IMF Working Paper, WP/97/35, March, 1997, s.17-18

¹⁷⁸ P.R. Agenor, "Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting" The World Bank, Washington, DC 20433, 2000, s.26-27

4.3.2. Güvenirlilik

Merkez bankasının hesap verebilirlik ve şeffaflık özellikleri aynı zamanda merkez bankasının ve para politikasının güvenilirliğinin artmasını sağlamaktadır. Bir çok ülke deneyimi enflasyon hedeflemesi uygulamalarının güvenilirliğinin sağlanmasının kolay olmadığını ve bir geçiş sürecine ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir. Söz konusu uygulamaların kamuoyuna açıklandığı anda güvenilirliğinin olacağını düşünmek doğru olmayacaktır. Ancak fiyat istikrarına yönelik olumlu bir ilerlemenin kaydedilmesi ve gerekli kurumsal düzenlemelerin yapılması ile para politikasının güvenilirliğinin oluşması ve artırılması mümkün olabilmektedir.¹⁷⁹

Para politikasının güvenilirliğini kaybetmesi, enflasyon beklentilerini yukarıya kaydırır, enflasyonu kontrol altında tutma maliyetlerini yükseltir ve bu yüzden para politikası için yüksek bir güvenilirlik seviyesi çok önemlidir. Ama para politikası, güvenilirliğini arttırmak için sıkı bir şekilde sadece fiyat istikrarı üzerine odaklanırsa, çıktındaki kısa dönemli değişiklikler gereksiz bir şekilde artabilir. Enflasyon ve büyüme arasında negatif bir kısa dönem değiş-tokuş olmasından dolayı genel olarak enflasyon hedeflemesi sistemi, enflasyon ve büyüme arasındaki kısa dönem değiş-tokuşlara müsaade etmede bazı esnekliklere sahiptir.¹⁸⁰

4.3.3. Esneklik

Esneklik kavramıyla ifade edilmek istenilen merkez bankasının kısa dönem makroekonomik gelişmeler karşısında enflasyon hedeflerinin sağlayacağı bir esneklikle dengeleyici tepkiler verebilmesi şeklinde tanımlanabilir. Merkez bankasının sorumluluk alanlarının genişletilmesi ya da daraltılması ile şeffaflığının artması ya da azalması merkez bankasının esnekliğini kısıtlayıcı ya da artırıcı etki yapabilmektedir. Bu nedenle şeffaflık ile esneklik arasında uygun bir dengenin kurulması enflasyon hedeflemesi rejiminin en önemli stratejilerinden birini oluşturmaktadır. Merkez bankasına fazla esneklik tanıyan bir rejim kamuoyu güveninin sarsılmasına yol açabilirken, daha sıkı bir rejimin uygulanması reel ekonomide önemli bir istikrarsızlığı beraberinde getirebilecektir.¹⁸¹

¹⁷⁹ <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=420589>

¹⁸⁰ O. Junggun, 2000 , a.g.m. ,s.11

¹⁸¹ Melike Alparslan ve P. Ataman Erdönmez, a.g.m. ,s.5

Politika uygulamalarının çok katı kurallar ile sınırlandırılması halinde, olası bir şok karşısında gerekli önlemlerin alınması oldukça güçleşir. Para politikası stratejilerinin avantajları üzerinde durulurken de ifade edildiği gibi, döviz kuru hedeflemesini uygulayan ülkelerde parasal otorite, para politikası üzerindeki inisiyatifini kaybeder. Çünkü döviz kuru hedeflemesi stratejinin uygulanması halinde para arzı artışı kur hedefi göz ardı edilerek uygulanamaz. Buna karşın enflasyon hedeflemesi strateji, para politikasını ekonomik koşullara uygun olarak kullanma olanağını ortadan kaldırmaz. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesini çok katı bir uygulama olarak değerlendirmemek gerekir. Diğer bir ifade ile enflasyon hedeflemesi katı bir kural olmaktan çok, para politikası için "sınırlandırılmış ihtiyarilik" kısıtına bağlı olarak oluşturulmuş bir çatı şeklinde değerlendirilmelidir.¹⁸²

Esnek politika uygulama olanağının varlığı, özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından gereklidir. Çünkü, bu ülkelerde, içsel ve dışsal şoklara maruz kalma olasılığı daha yüksektir. Gelişmekte olan ülkelere gözlenen ani ve görece olarak büyük şoklar, ciddi iktisadi krizlerin ortaya çıkmasına yol açabilir. Kalıcı hasarlara yol açan krizlerin önlenmesi ya da en azından etkilerinin hafifletilmesi için politika uygulayıcılarının çok katı kurallarla sınırlandırılmaması gerekir. Enflasyon hedeflemesi stratejinin, politika uygulamalarında esnek davranma olanağını sağlaması, ani ve büyük şoklara maruz kalan gelişmekte olan ülkelere para politikasının etkililiğini artırmaktadır.¹⁸³

4.3.4. İleriye Yönelik Bir Yaklaşım Benimsenmesi

Merkez bankası belirsizlikleri azaltmak amacı ile enflasyon hedeflerini ve politikalarını ileriye dönük olarak belirlemektedir. Belirsizliğin istikrarı bozucu en önemli unsur olması nedeniyle ileriye yönelik bekleyişleri belirli hale getirmek merkez bankasının temel stratejilerinden birini oluşturmaktadır. Enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan ülkeler enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilmesi ve fiyat istikrarının sağlanması için belli bir zaman sürecini hedeflemişlerdir. Bu yaklaşım sadece para politikasının yavaş ilerlemesi anlamında değil aynı zamanda enflasyonist beklentiler ve ekonomik davranışların ayarlanmasına yönelik olarak uzun vadeli sözleşmelerin ve düzenlemelerin yapılması için de bir zaman diliminin ön görülmesi gerekli görülmektedir.¹⁸⁴

¹⁸² Ben S. Bernanke ve Frederic S. Mishkin (1997), a.g.m. ,s.106

¹⁸³ Seyfettin Erdoğan, a.g.m. ,s.17

¹⁸⁴ Melike Alparslan ve P. Ataman Erdönmez, a.g.m. ,s.5

4.4. Enflasyon Hedeflemesinin Oluşturulma Süreci

Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin bir kısmında enflasyon hedefi Merkez Bankası tarafından belirlenirken, bir kısım ülkede ise Merkez Bankası ve Hükümet tarafından birlikte belirlenir. Ayrıca enflasyon hedefinin gerçekleştirileceği sürede ilan edilir. Örneğin enflasyon hedefi Finlandiya, Avustralya, İspanya, Şili gibi ülkelerde Merkez Bankası ve ekonomiden sorumlu bakanlık tarafından birlikte belirlenmektedir. İsrail ve Şili gibi ülkelerde enflasyon hedefinin gerçekleştirileceği zaman dilimi 1 yıl olarak belirlenmişken Yeni Zelanda, Kanada gibi ülkeler bu süreyi daha uzun tutmuşlardır. Çoğu zaman Enflasyon ölçüm yöntemi olarak halkın aşına olduğu bir fiyat endeksi kullanılır. Pek çok ülkede bu tüketici fiyat endeksi (TÜFE) olmuştur. Fiyat endeksinin tanımı da önemlidir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan bazı ülkeler enflasyon ölçüsü olarak çekirdek enflasyonu alırlar. Bu enflasyonun parasal olmayan belirleyicilerini devre dışı bırakmaktadır. Örneğin Yeni Zelanda da doğal afetler ve vergi değişikliklerinin etkileri, Finlandiya da ise devlet yardımları, ipotek faiz ödemeleri, dolaylı vergiler hedeflenen enflasyon oranının hesabına dahil edilmez.¹⁸⁵

Enflasyon hedeflemesine geçilirken uygulamanın gelişimini etkileyebilecek hususlarda karar verilmesi zorunluluğu doğmaktadır. Bu hususlar,

- Enflasyon hedeflemesinde hangi endeksin seçileceği (TEFE, ÜFE, GSMH veya GSYİH zımni deflatörü),
- Enflasyon hedefinin ne olacağı
- Hedeflemenin belli bir nokta veya banttıan hangisine göre yapılacağı,
- Hedeflemenin ne süreyle uygulanacağı,
- Hedefin kim tarafından ilan edileceğidir.¹⁸⁶

4.4.1. Enflasyon Hedeflemesinde Esas Alınacak Endeksin Seçimi

Hedef enflasyon oranı belirlenirken öncelikle hangi fiyat endeksinin esas alınacağına karar verilmelidir. Enflasyon hedeflemesini uygulayan merkez bankalarının hepsi tüketici fiyatları endeksinin baz alarak enflasyon hedefini belirlemektedir. Tüketici fiyatları endeksinin seçilmesinin nedenleri ise, bu endeksin halk tarafından en çok bilinen ve- özellikle ücret görüşmelerinde kullanılan enflasyon ölçütü olması diğer endekslere oranla daha sık yayımlanması ve daha az revize edilmesi gibi teknik avantajlara sahip olmasıdır.¹⁸⁷

¹⁸⁵ Şeref Kalaycı, a.g.m. ,s.277

¹⁸⁶ N.Kamuran Malatyalı, a.g.e., s.9

¹⁸⁷ Alvaro Almeida and Charles A.E. Goodhart, "Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behavior?", Monetary Policy and Inflation in Spain, Ed.by.Jose Luis Malo de Monila, Fernando Gutierrez, England, Macmillan Pres Ltd., 1998, s.65

Ancak tüketici fiyatları endeksi para politikası tarafından kontrol edilemeyen birçok şoka maruz kalmakta ve bu durumlarda merkez bankasının asıl kaygı duyduğu temel enflasyonist baskıları yansıtmamaktadır. Örneğin dolaylı vergilerdeki veya sübvansiyonlardaki değişimler tüketici fiyatları endeksinde önemli kısa vadeli etkiler yaratmakla birlikte genellikle enflasyonist baskılarla ilişkili değildir. Benzer bir şekilde tüketici fiyatları endekslerinde enflasyon üzerinde para politikası değişimleri ile aksi yönde etkiler yaratan faizle ilgili maliyetlere yer verilmektedir. Enflasyonu düşürmek amacıyla uygulanan daraltıcı para politikası faiz oranlarının ve dolayısıyla maliyetlerinin yükselmesi nedeniyle tüketici fiyatları endeksinde yükselme yönünde bir baskı yaratacaktır. Ayrıca arz şokları sonucu meydana gelebilecek enflasyon artışı ve hasıla azalmasına karşı- daraltıcı para politikasının reel ekonomik aktivite üzerinde olumsuz sonuçlar doğurmasından kaçınmak için- merkez bankasının genişletici para politikası uygulaması zorunluluğu ortaya çıkacaktır. Ancak merkez bankasının izleyeceği bu genişletici politika fiyatlarda bir sefere mahsus bir artışa yani tüketici fiyatları endeksinin yükselmesine neden olacaktır.¹⁸⁸

Söz konusu problemlerden dolayı endeks seçimi konusunda enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler arasında izlenen birliğin aksine endeksin içeriği konusunda farklılıklar gözlenmektedir. Bu durum esasen otoritelerin şeffaflık ile esneklik arasında yapmış oldukları tercihten kaynaklanmaktadır. Şöyle ki bazı ülkeler basit ve daha kolay anlaşılır olması nedeniyle tüm grupları içeren tüketici fiyatları endeksini kullanarak şeffaflığı, diğerleri de bazı kalemlerin endeksten çıkarılmasıyla elde edilen çekirdek enflasyonu kullanarak reel ekonomik aktivite ortaya çıkabilecek dalgalanmalardan kaçınmayı, yani esnekliği tercih etmektedirler.¹⁸⁹

Esnekliği sağlamanın bir başka yolu ise, hedefin tüm kalemleri içeren tüketici fiyatları endeksine göre belirlenmesi ve para politikası çerçevesinde söz konusu geçici fiyat şoklarının ortaya çıkması sonucu yaşanabilecek hedef sapmalarına izah etmeye imkân verecek "kaçınma şartlarına" yer verilmesidir. Ancak kaçınma şartlarına ilişkin düzenlemelerin muhtemel tüm şokları içermesi gerekir ki bu da ironik bir şekilde para politikası esnekliğini yitirmesine neden olabilir.

¹⁸⁸ Alvaro Almeida and Charles A.E. Goodhart, a.g.m., s.66

¹⁸⁹ Ben S. Bernanke, "Inflation Targeting: Lessons From International Experience", New Jersey, Princeton University Pres, 1999, s.290

Gelişmekte olan ülkelerin çok sayıda ve değişken arz şoklarına maruz kalma olasılığı yüksek olduğundan çekirdek enflasyonun esas alınması gerekmektedir birlikte para politikasının güvenilirliğini ve şeffaflığı artırma zorunluluğu ve endekslerdeki kalite ve güvenilirlik düşüklüğü göz önüne alındığında bu ülkelerin genel tüketici fiyatları endeksini kullanmalarının daha makul bir tercih olacağı ileri sürülebilir.

Bu çerçevede hedefin genel tüketici fiyatları endeksleri bazında ilan edilmesi ve politika uygulamalarının çekirdek enflasyona göre yönlendirilmesi güvenilirlik problemlerine doğmaması içinde bir sefere mahsus fiyat şoklarına karşın daraltıcı para politikası izlenmemesini rasyonellerinin iletişim kanalları yoğun bir şekilde kullanılarak halka açıklanması yolu tercih edilebilir. Ancak bu yolu tercih edilmesi halinde özellikle uzun vadede söz konusu iki endeks arasında önemli bir farklılığın oluşup oluşmadığı yakından izlenmelidir.¹⁹⁰

4.4.2. Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımında amaç enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek ve o düzeyde istikrarlı bir şekilde kalıcılığını sağlamaktır. Bundan dolayı hedeflenen enflasyon oranları genellikle düşük rakamlara karşılık gelmektedir. Ancak burada optimal düzeyin iyi bir şekilde belirlenmesi gerekir. Optimal düzey belirlenirken ülkenin içinde bulunduğu ekonominin yapısal özelliklerinin iyi bir şekilde analiz edilmesi gerekmektedir. Örneğin ekonomideki aşağı ve yukarı doğru ücret hareketleri iyi teşhis edilmelidir. Fisher'e göre sıfır enflasyon oranı enflasyon hedefi olabilir ancak bunun için herhangi bir pozitif enflasyon oranında işsizlik ile enflasyon (veya büyüme ile enflasyon) arasında uzun dönemde bir değiş-tokuş olmamalıdır.¹⁹¹

Ancak sıfır enflasyon hedefi hedeflenecek bir enflasyon hedefi değildir. Çünkü ekonomideki birçok değişiklikler örneğin yeni ürünlerin üretilmesi veya var olan ürünlerdeki kalite artışı fiyat endekslerince yeterince yansıtılamamaktadır. Ayrıca ekonometrik ölçüm hataları da enflasyon oranlarının sıfır düzeyinde olmasına engel teşkil etmektedir. Ölçüm hata-

¹⁹⁰ Tahir Büyükakın, "Enflasyon Hedefleme Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme", İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü ,No:14438, İstanbul, 2001, s.185-187

¹⁹¹ Anne Brunia ve Harri Lahdenpera, "Inflation Targets: Principal Issues and Practical Implementation", In Targeting Inflation, Andrew G. Haldane(ed), Bank of England, s.121

ları ülkeden ülkeye değişmekle birlikte genellikle %0.5-1 arasında değişmektedir. Bundan dolayı sıfır enflasyon oranını hedeflemek pek gerçekçi olmayacaktır.¹⁹² Sıfır veya sıfıra çok yakın bir oranda hedef belirlemenin diğer bir olumsuz tarafı ülkenin içinde bulunduğu yapısal nedenlerle ücretlerde ortaya çıkar. Eğer nominal ücretler inme yönünde katı iseler reel ücretleri azaltmanın ve istihdamı artırmanın tek yolu fiyatlar genel düzeyinde artışa izin vermektir. Ancak hedeflenen enflasyon oranı sıfır ya da sıfıra çok yakın bir oransa, reel ücretlerde düşüş yaratarak istihdamı arttırmak gerçekleştirilemeyecektir.¹⁹³ Pozitif enflasyon oranı fiyatlarda ve ücretlerde var olan katılıklar kırılarak ekonomik aktivite artırılabilir.¹⁹⁴

Enflasyon oranını sıfır ya da sıfıra çok yakın bir düzeyde belirlemenin bir diğer olumsuz tarafı uzun süre enflasyonist bir ortamda çalışmaya alışmış bir ekonominin çok düşük enflasyon oranları sayesinde deflasyonist ortama sürüklenmesi ve bu durumun devamlılık arz etmesidir. Bu sayede deflasyonist ortam dalgalanmalara yol açabilecek ve reel büyüme hızını yavaşlatabilecektir.¹⁹⁵ Ayrıca durgunlukla beraber sıfır enflasyon durumunda reel faizlerin daha fazla düşmesi mümkün olmadığı için ekonomi dengesizlikten dengeye doğru bir yönelişe geçemeyecektir.

Gelişmiş ülke uygulamalarına bakıldığında fiyat istikrarının %1-3 gibi bir enflasyon oranına karşılık geldiği görülmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerin ekonomik koşulları dikkate alındığında enflasyonu söz konusu düzeylere indirmenin çok önemli hasıla maliyetlerine yol açabileceği, dolayısıyla da bu ülkelerin daha yüksek bir enflasyon oranının optimal olacağı ileri sürülebilir.¹⁹⁶

Düşük enflasyona sahip olan ülkeler, % 1 ile % 3 arasında bir enflasyon hedefi tercih etmektedirler. Hesaplanan enflasyon oranındaki muhtemel artış eğilimi dikkate alınsa bile, bu durumun zamanla fiyat düzeyinde birtakım yükselmelere neden olacağı hesaba katılmalıdır. Optimal hedef enflasyon oranı konusunda göreceli olarak çok az sayıda analiz yapılmıştır. Sıfır enflasyon, başlangıç noktasıdır. Fiyatlar ve ücretlerin aşağıya doğru esnek olmaması nedeniyle bir miktar enflasyonun mazur görülebileceği, yani ekonominin çarklarını kolayca çevireceği düşüncesi uzun süredir tartışılmaktadır. Ücretler veya fiyatların gerçekte aşağı-

¹⁹² a.g.m., s.122

¹⁹³ Ben S. Bernanke ve Frederic S. Mishkin (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", The Journal of Economic Perspectives, Vol:11, (No:2), s.110

¹⁹⁴ Anne Brunia ve Harri Lahdenpera, a.g.m., s.112

¹⁹⁵ Ben S. Bernanke ve Frederic S. Mishkin (1997), a.g.m., s.110

¹⁹⁶ Tahir Büyükakin, a.g.e. , s.189

ya doğru inelastik olup olmadığı ya da enflasyon düşük oranlarda tutulursa ücret ve fiyatların kademeli olarak daha elastik olup olmayacağı konusunda henüz bir uzlaşma olmamasına rağmen, bu konuyla ilgili tartışmalar dünya çapında enflasyon oranları düşerken yeniden gündeme gelmiştir. Yukarıda belirtilen ekonomik büyüme ile enflasyon arasındaki ilişki konusundaki araştırmalar, enflasyon % 8'in altına düştüğünde, hedef enflasyon oranları arasındaki bir tercihte çok fazla bir önem taşımaz.

Sıfır enflasyon hedefinden ziyade pozitif enflasyon hedefi konusundaki temel argüman, para ekonomisinde nakit varlığının hem nominal hem de reel faiz oranları üzerine sıfıra yakın bir alt sınır ortaya koyduğu iddiasıdır. Resesyon dönemlerinde reel faiz oranlarının negatif olmasına olanak sağlanması ve eğer hedef enflasyon oranı sıfır ise, bunun önüne geçilmesi faydalı olabilir. Resesyon dönemlerinde enflasyonun ortalamasının altına düşme eğiliminde olduğu belirlendiği zaman, bu durum daha da problemli bir hale gelmektedir. Dolayısıyla sıfırın üstünde hedeflenen bir enflasyon oranı, konjonktür süresince dönem başı negatif reel faiz oranlarına bazı olanaklar sağlar. Bu tez, % 1 ile % 3 arasındaki bir enflasyon oranını kabul edilebilir görmektedir. Ancak, yeni bir araştırmanın optimal enflasyon hedefi ve bu hedefin belirleyicileri kavramını sadeleştirmesinin gerekliliği ortadadır. Örneğin, enflasyon hedefi, ticaret hadleri ve dolaylı vergilerdeki değişimler de dahil arz şoklarını dikkate alacak ve böylece enflasyon ile işsizlik arasındaki kısa dönemli değiş-tokuşu göz önünde bulunduracak bir biçimde belirlenmelidir.¹⁹⁷

4.4.3. Bant, Aralık ya da Nokta Hedef Seçimi

İlan edilen enflasyon tahmin seviyesi uygulamada

- Bant,
- Nokta,
- Tavan şeklinde olmaktadır.

Ülkelerin büyük çoğunluğunda (17 ülke) enflasyon hedefi belli bir bant aralığında ilan edilmektedir. Nokta hedef uygulaması sadece İngiltere ve Kolombiya'da görülmekle birlikte, İngiltere, enflasyon hedeflemesi uygulamasının başlangıç yıllarında (1997 yılına kadar) hedefleri bant şeklinde ilan etmiş, diğer taraftan, Şili ve İsrail'de, belli dönemlerde nokta hedefler ilan edilmiştir. Polonya'da ise başlangıçta enflasyon tahmininde belli bir tavan oran belirlenmiş daha sonra bant uygulamasına geçilmiştir.

¹⁹⁷ Stanley Fischer, " Fiyat İstikrarının Sağlanması" ,çev.,Hüseyin Şen, Bankacılar Dergisi, yıl:10, sayı:31, Aralık-1999,s.107-114

http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/monetarizm/sen-fiyat-istikrari.pdf

Bant uygulamasının yaygın olarak kullanılmasının sebebi, tek bir oran üzerinden ilan edilen enflasyon hedefinin tutturulabilme olanağının her zaman mümkün olmaması ve bu orandan bir sapmanın olması durumunda uygulanan politikaları zora sokacak şekilde güven kaybının oluşmasıdır. Diğer taraftan belirli bir aralığın hedeflenmesi durumunda bu aralığın ne kadar olacağı önem taşımaktadır. Bant aralığının artması hedefin gerçekleştirilmesi anlamında rahatlık sağlayacaktır. Ancak bu uygulama, kredibilitenin de azalmasına neden olabilecektir. Bant aralığının daralması nispetinde merkez bankası daha büyük bir taahhüt altına girecek olmasının yanı sıra tek bir oranın hedeflenmesine benzer riskler de artacaktır.¹⁹⁸

Bant uygulamasında en yaygın kullanılan aralığın hedef seviyesi üzerinden +1 puan olduğu görülmektedir. 10 ülke tarafından hedef üzerinden +1 puanlık tolerans seviyesi belirlenirken, sadece 3 ülkede bandın alt ve üst limiti arasında 1 puan bulunmaktadır. İzlanda'da uygulamanın ilk iki yılında tolerans seviyesi +3 puandan +1,5 puana kademeli olarak azaltılırken, Brezilya'da +2 puanlık tolerans seviyesi +2.5 puana çıkarılmıştır.

Tablo-2: Hedef Aralığı

Bant		Nokta		Tavan	
Ülke Adı	Hedef	Ülke Adı	Hedef	Ülke Adı	Hedef
Avustralya	% 2 – 3	Kolombiya	% 6	İsviçre	< % 2
Kanada	% 2 (+1)	İngiltere	% 2,5	Meksika	< % 3
Şili	% 3 (+1)				
Çek Cum.	% 3 (+1)				
Macaristan	% 3,5 (+1)				
Polonya	% 2,5 (+1)				
İzlanda	% 2,5 (+1,5)				
İsrail	% 2 (+1)				
Güney Kore	% 3 (+1)				
Yeni Zelanda	% 0 – 3				
Norveç	% 2,5 (+1)				
Peru	% 1,5 – 2,5				
Filipinler	% 4,5 – 5,5				
G.Afrika	% 4 (+1)				
İsveç	% 2 (+1)				
Tayland	% 0 – 3,5				
Brezilya	% 5.5 (+2,5)				

Kaynak: T.C.M.B.(2004),Eren Öğretmen, “Enflasyon Hedeflemesi-Uygulama Özellikleri”

¹⁹⁸ Eren Öğretmen, a.g.e. ,s.11

Nokta hedeflemesi, kontrol edilebilirliği artırmasına rağmen, ekonomiyi etkileyen şoklar ve politika sonuçlarının geç alınması nedeniyle uygulamada sorun yaratmaktadır. Bu nedenle, genelde bir aralık seçilmektedir. Ancak, politika otoritesinin hesap verebilirliği ve kamu oyu ile iletişim açısından, enflasyon hedefi aralığı, genellikle, dar (%1-%3 gibi) tutulmaktadır.¹⁹⁹

Hedefin aralık olarak belirlenmesinin, politika uygulamalarında esneklik kazandıracağı ve halka enflasyonu tamamen kontrol edilemediği mesajının yollanması nedeniyle daha inandırıcı olduğu ileri sürülebilir. Ancak aralık hedefinin tutturulamaması, nokta hedefin tutturulamamasına oranla güvenilirlik üzerinde daha olumsuz bir etki yaratacaktır.

Bu bilgiler ışığında nokta hedefin daha avantajlı olduğu söylenebilir, güvenilirliği zayıf olan bir merkez bankasının yüksek enflasyonun kontrol problemleri de ortada iken, nokta hedef açıklaması özel sektör ajanları tarafından inandırıcı bulunmayacaktır. Ayrıca, aralık hedeften nokta hedefe geçiş, aksi hedefe nispetle daha az olumsuzluk yaratacaktır.²⁰⁰

4.4.4. Zaman Aralığının Saptanması

Enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok ülke enflasyon hedeflerini tek bir hedef noktasından ziyade bir bant şeklinde ve bazen de merkezi bir değer etrafında olacak şekilde belirlemişlerdir. Ekonomik hareketlerin ve sonuçların tam olarak öngörülememesinden dolayı enflasyon için sürekli bir hedef noktasını tutturmak zor olmaktadır. Bu durumu gerçekleştirmeye çalışmak faiz oranlarının aşırı bir şekilde değişken olmasına ve finansal piyasaların istikrardan uzaklaşmasına neden olmaktadır. Aynı zamanda bir bant, para politikasının yönetiminde belirli derecede esnekliklerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu esneklik sadece çıktı dalgalanmalarını dengeye getirmekte değil aynı zamanda nominal döviz kurundaki hareketlere yer vermesi açısından da önemlidir. Yurtiçi fiyatlar üzerindeki artan baskılardan kaynaklanan büyük bir değer kaybı, faiz oranlarında bir hedef noktası ile birlikte oldukça büyük bir artışı gerektirebilir. Ama firmalar yüksek bir oranda yabancı para cinsinden borçlanırlar ve iflasa doğru giderlerse, değer kayıpları ödemeler bilançosu dengesini zayıflatabilir; faiz oranlarındaki yükseliş problemi sadece kötüleştirir.

¹⁹⁹ Alövsat Müslümov, Mübariz Hasanov ve Cenktan Özyıldırım, "Döviz Kuru Hedeflemesi Politikaları", TÜGİAD Ekonomi Ödülleri 2002,s,14

²⁰⁰ Fredric S. Mishkin ve Klaus Schmidt-Hebbel, " One Decade of Inflation Targeting in The World: What Do We Know and What Do We Need To Know?" NBER Working Paper Series, No:8397, July 2001, s.18

Tersine, yeterli genişlikteki bir bant ile döviz kuru piyasasındaki baskıların enflasyonist etkileri istikrarsızlık ortaya çıkarıcı büyük ve potansiyel politika değişiklikleri olmaksızın en azından bazı durumlarda ayarlanabilir.²⁰¹

Hedefleme süresi (zaman aralığı), hedef enflasyonun ilan edildiği dönem başlangıcı ile hedefin gerçekleştirilmesinin beklenildiği dönem arasındaki süreyi ifade etmektedir. Uygulamada:

- Bir yıllık,
- İki yıllık,
- Çoklu yıl,
- Belirsiz zaman süresi

gibi seçeneklerden biri ülkelerin kendi ekonomik koşulları çerçevesinde tercih edilmektedir.

Ülke örneklerinde, ağırlıklı olarak enflasyonun zaman aralığı verilmeksizin sürekli olarak belli bir oranda kalmasının hedeflenmiş olması dikkat çekmektedir. Esasen belirsiz zaman süresi, enflasyon oranının belli seviyelere düşürülmesinden sonra uygun olabilecek bir uygulamadır. Nitekim bu şekilde hedef belirleyen ülkelerin enflasyon seviyelerinin belirli bir istikrara ulaşmış olduğu görülmektedir. Diğer taraftan, 3 ülke dışında (İsviçre, Meksika, Tayland) zaman aralığı vermeyen ülkelerin tamamı 1990'lı yılların ilk dönemlerinde enflasyon hedefleme stratejisine geçmiş olmaları dikkat çekmektedir.

Tablo-3:Zaman Aralığı

Bir Yıl	İki Yıl	Çoklu Yıl	Belirsiz (Sürekli)
Brezilya Polonya	Norveç Filipinler Güney Afrika	Kanada Çek Cum. Macaristan Güney Kore Kolombiya	Şili İsrail Meksika Yeni Zelanda Avustralya İsveç Tayland İngiltere İzlanda İsviçre Peru

Kaynak: T.C.M.B.(2004),Eren ÖĞRETMEN, "Enflasyon Hedeflemesi-Uygulama Özellikleri"

²⁰¹ P.R. Agenor, 2000, a.g.m., s.33

Zaman aralığı vermeyen ülkelerden İsviçre, İsveç, Avustralya ve Tayland uygulamanın başladığı yıldan bu yana hedeflerinde herhangi bir değişiklik yapmazken, İngiltere ve Yeni Zelanda 1997 yılı ve sonrasında süresiz uygulamaya başlamış, diğer ülkeler ise 2000'li yıllarda süresiz uygulamaya geçmişlerdir. Hedeflerini belirli süreler için belirleyen ülkelerden Norveç hedeflemeye geçtiği 1991 yılından bu yana, Kanada ise 1994 yılından bu yana hedef değerlerde bir değişiklik yapmamıştır.²⁰²

4.4.5. Karar Alma Mekanizması ve Kararların Açıklanması

Daha öncede değinildiği üzere enflasyon hedeflemesi merkez bankasına amaç bağımsızlığının verilmesini gerektirmemektedir. Buna göre enflasyon hedefinin belirlenmesinin esasen hükümetin bir tercihi olduğu ileri sürülebilir. Ancak bu noktada enflasyon hedefinin ilan edilmesinin temel amacı unutulmamalıdır. Enflasyon hedefi, parasal çıpa sağlayarak özel sektör ekonomik ajanlarının enflasyon beklentilerinin ileri dönük bir şekilde ayarlanmasını ve güvenilirliği kazanılmasını mümkün kılarak enflasyonu kontrol atlına alınmasını kolaylaştıracaktır. Dolayısıyla enflasyon hedefinin otoritelerin fiyat istikrarına ulaşma konusundaki kararlılığına ilişkin kuşklar yaratacak ölçüde yüksek belirlenmesi de gerçekleştirilme olasılığının bulunmaması nedeniyle güvenilirlik kaybına yol açacak derecede düşük belirlenmesi de enflasyon hedeflemesinin temel mantalitesine aykırıdır. Bu bağlamda siyasal otorite enflasyon hedefini merkez bankası ile birlikte belirlemeli hatta merkez bankasının görüşüne öncelik vermelidir.

Enflasyon hedefinin ilan edilmesi yöntemi ise maliye bakanı ve TCMB başkanının ortak açıklaması şeklinde düzenlenmelidir. Çünkü enflasyon hedefinin sadece merkez bankası tarafından ilan edilmesi siyasal otoritenin bu hedefe ne ölçüde bağlı kalacağı konusunda piyasalara ve halka bir sinyal göndermeyecek ve güvenilirlik problemi yaratacaktır. Dahası enflasyon hedefi konusundaki ortak taahhüt politikacıların miyopik tutumlarını gözden geçirmelerine ve enflasyona karşı duyarlı olmalarını sağlayarak maliye politikaları üzerinde disipline edici bir baskı oluşturmaktadır.²⁰³

²⁰² Eren Öğretmen, a.g.e. ,s.12

²⁰³ Alvaro Almeida ve Charles A.E. Goodhart, a.g.m. s.62

4.4.6. Diğer Politika Hedefleri ile Etkileşimi

Enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikasının en önemli amacı belirlenen enflasyon hedefine ulaşmaktır. Diğer amaçlar yalnızca enflasyon hedefi ile tutarlı bir seviyede takip edilebilir. Mesela, enflasyon hedeflemesi sabit döviz kuru rejimi ile tutarlı değildir. Gerçekten enflasyon hedeflemesini benimseyen bir kısım ülkede, enflasyon hedefi doğrudan sabit döviz kuru rejiminin yerini almıştır. Sabit bir döviz kuru altında para politikasının içsel olduğu göz önünde tutulursa, orta vadede bir enflasyon oranı hedeflemek genellikle imkânsızdır ve ülke parası sabitlenen ülkeden çok farklı şekiller almaktadır. Döviz kuru için bir aralık, para politikası kararları üzerindeki enflasyon tahminini destekleyebilir ama bir döviz kuru bandının standart şeklinde ise açıklanamaz.²⁰⁴

Tam istihdam hedefi, enflasyon hedefi ile mutlaka tutarsız olur demek doğru olmayabilir. Uzun dönemde, enflasyon hedefine ulaşmak, tam istihdam hedefini gerçekleştirecek para politikası için en iyi yardım olabilir. Ancak kısa dönemde iki amaç arasında bir değiş-tokuş söz konusu olabilir. Bir talep şokuna para politikasının tepkisi genellikle enflasyon hedefi ve tam istihdam hedefinin ikisinde de aynı olur.²⁰⁵

Merkez bankalarının takip ettikleri bir diğer hedef ise finansal istikrardır. Bu hedef de faiz oranlarının esnekliğini azaltabilen kırılgan bir bankacılık sistemine rağmen enflasyon hedeflemesiyle tutarsız olmayabilir. Uzun dönemde, krizde bulunan bir bankacılık sektöründen kaynaklanan deflasyonist baskı, enflasyon hedefinin ateş altına atılması sonucunu doğurabilir. Kısa dönemde özel bir finansal kurumun yaşamını sürdürmesini tehlikeye atan enflasyon hedefine ulaşmak için gerekli olan para politikasında bir daralma olursa, merkez bankası bir çatışma durumuyla yüz yüze kalabilir, ancak para politikası aşırı dar olur ve bu yüzden enflasyon hedefi ateş altına girerse risk büyüyebilir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, para politikası ve maliye politikasının amaçları arasında örtülü bir etkileşim de söz konusudur. Operasyonel olarak para politikasının, enflasyon üzerindeki maliye politikası etkisini hesaba katmaya gereksinimi vardır. Halkın borç stokunun aşırı bir şekilde artmış olması, merkez bankasının kısa dönemde enflasyon hedefine

²⁰⁴ G. Debelle, 1997,a.g.m., s.8-9

²⁰⁵ G. Debelle, 1997,a.g.m., s.9

ulaşmasını daha da zorlaştıran enflasyon beklentilerinin oluşmasına neden olmaktadır. Sonuçta, ortaya çıkan daha yüksek faiz oranları hükümetin de borç yükünün yükselmesine sebep olabilir.²⁰⁶

4.5. Kamuoyu Tarafından Anlaşılmasının Sağlanması

Merkez bankalarının uyguladığı enflasyon hedeflemesi programının başarılı olması için kamuoyu tarafından hedeflerin anlaşılır olmasının sağlanması gereklidir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin temel ilkeleri olan merkez bankasının hesap verebilirlik ve şeffaflık prensiplerine bağlı olarak düzenli olarak enflasyon raporlarının hazırlanması ve kamuoyuna bilgilendirme yapılması bu amaca hizmet etmektedir. Kamuoyu tarafından uygulanan rejimin anlaşılması aynı zamanda merkez bankasının güvenilirliğinin artmasını sağlayacaktır.²⁰⁷

4.6. Enflasyon Hedefleme Stratejisinin Avantajları

Fiyat seviyesi hedefinin deklarasi herkesin düşündüğünden daha iyi bir stratejidir. Enflasyon oranı ile nominal çıpa parasal toplam arasında güçlü bir ilişki olmayan ekonomilerde parasal hedefleme stratejisi kullanılamayacağından enflasyon hedefleme stratejisi tercih edilmelidir. Enflasyon hedefleme stratejisi diğer para politikası stratejilerine göre daha esneklerdir. Ekonomide ki talep ve arz şoklarına karşı enflasyon hedefleri revize edilebilir. Sonuçta enflasyon hedeflemesi stratejinin güvenilirliği dolayısıyla ile başarısı enflasyon hedefinin tutturulması değil, hedefin gerçeğe yakın belirlenebilmesi ile ölçülür. Bağımsız bir merkez bankasının yürüttüğü esnek döviz kuru sistemi, enflasyon hedefleme stratejisi diğer alternatiflere göre daha iyi bir şekilde iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini değiştirerek fiyatlar genel seviyesinde istikrarı sağlayabilir. Merkez bankasının bağımsızlığı ve enflasyon hedefleme stratejisi para politikası belirleyicilerinin ellerini bağlamaktadır. Para politikasının yegâne amacı sürpriz enflasyon yaratmamaktır. Bu doğrultuda merkez bankası taahhüt altına girer. Bu taahhütler merkez bankasının güvenilirliğini arttırması bakımından önemlidir. Böyle bir taahhüt olmadığında enflasyonist şoklar karşısında para politikasının enflasyon oluşturma eğilimi artar.²⁰⁸

²⁰⁶ G. Debelle, 1997, a.g.m., s.9

²⁰⁷ Melike Alparslan ve P. Ataman Erdönmez, a.g.m ,s.7

²⁰⁸ Burak Babacan, a.g.m. ,s.5

Enflasyon hedefleme stratejisinin enflasyonu kontrol etmede çeşitli avantajları vardır. Söz konusu avantajları aşağıdaki noktalarda toplamak mümkündür:

- Enflasyon hedefleme stratejisi, para politikasının uygulanmasında şeffaflığı arttırmaktadır. Şeffaflık düzeyini artırırken, para politikası yapımcılarının da daha sorumlu bir konuma gelmesini sağlar. Şeffaflık ve sorumluluk ilkelerinin uygulanması ile birlikte politika yapımcılarının güvenilirlik düzeyi yükselir. Güvenilirliğin tesisi, halkın beklentilerinin açık ve kesin olmasını sağlar. Tüketiciler ve firmalar merkez bankasının fiyat istikrarını sağlama konusunda taahhüt altına sokulduğuna inanırlar ise, daha düşük nominal ücret artışlarını kabul ederler. Öte yandan güvenilirliğin tesisi ile birlikte enflasyon oranları daha düşük düzeylerde seyredeceği gibi enflasyon artışı nedeniyle ekonomideki çeşitli varlıkların fiyatlarına yansıtılan risk primi oranı da azalır. Bu ortamda uzun vadeli iktisadi kararların alınması ve uygulanması daha kolaydır. Böylece anti - enflasyonist politikaların ekonomide meydana getireceği daraltıcı etkilerin giderilmesinde önemli bir avantaj sağlanmış olur.

- Enflasyon hedefleme stratejisinin uygulanması ile birlikte, enflasyon belirsizliği azalır. Enflasyon belirsizliğinin azalması, iktisadi istikrarın sağlanması açısından son derece önemlidir. Çünkü, uzun vadeli iktisadi kararların alınması ve uygulanmasında sadece düşük enflasyon değil, aynı zamanda enflasyon belirsizliğinin azalması da etkilidir. Enflasyona ilişkin belirli bir hedefin kamuoyuna açıkça ilan edilmesi, enflasyon belirsizliğini ve dolayısıyla görelî fiyatların oynaklık düzeyini azaltarak, fiyat mekanizmasının iktisadi birimlerin kararlarının yönelimindeki fonksiyonelliğine işlerlik kazandırır. Tasarruf ve yatırım kararlarının, fiyat belirsizliği kaygısı olmadan alınması ekonominin genel verimlilik düzeyinin artmasına da katkı sağlar.

- Şeffaflığın artması ile birlikte, para politikası yapımcılarının sorumluluğu artar. Yani, kamuoyuna açıklanan hedeflerden sapılması durumunda politika yapımcılardan hesap sorma ve cezalandırma imkânı doğar. Ancak hemen belirtmek gerekir ki, hedeflenen rakamlara ulaşmayı engelleyen bazı makul sebepler söz konusu olabilir. Örneğin petrol fiyatlarında ortaya çıkan beklenmedik fiyat artışları, enflasyon oranlarındaki geçici yükselme eğilimine müdahale etme gücünü azaltabilir. Ancak bu durumun geçici olduğu açıktır. Bunun dışında para politikasının yanlış yönetimi nedeniyle hedeflere ulaşılmazsa, hükümet merkez bankasını sorumlu tutabilir. Nadiren de olsa para politikası yapımcıları işten çıkarılabilir ya da merkez bankası ile ilgili çeşitli düzenlemelere gidilebilir.

• Enflasyon hedefleme stratejisinin ortaya çıkardığı hesap verebilirlik ilkesi, politik kaygılarla gündeme gelen enflasyonist para politikası uygulamalarını önleyeceği gibi, zaman tutarsızlığı probleminden sakınmayı da mümkün kılar. Hatta merkez bankasının enflasyonu kontrol etmesinin zorunlu olduğunu kabul eden politik bir ortam oluşur.²⁰⁹

• Para otoritelerinin fiyat istikrarı hedefine ulaşmaları için gerekli tüm bilgiyi kullanmalarını sağlamaktadır.

• Merkez bankalarının para politikası araçlarını kullanmalarında ve kontrol etmelerinde bağımsız olmalarını sağlamaktadır.

• Politika tartışmalarının merkez bankasının para politikası ile gerçekleştirebileceği hususlar üzerinde odaklanmasını sağlamaktadır.

Enflasyonun doğrudan hedeflendiği rejimlerde para politikasının şeffaf olması ve kamuoyuna düzenli olarak bilgilendirme yapılması esastır. Aslında söz konusu özellikler gelişmiş ülkelerde bu rejimin başarısı için çok önemlidir. Bu çerçevede enflasyonu doğrudan hedefleyen merkez bankaları enflasyon ve para politikasının geçmiş ve gelecek performansını açık bir şekilde ortaya koymak amacıyla "Enflasyon Raporu" yayımlamaktadır.²¹⁰

4.7. Enflasyon Hedefleme Stratejisinin Dezavantajları

Enflasyon hedefleme stratejisine yöneltilen çeşitli eleştiriler vardır. Söz konusu eleştirileri aşağıdaki noktalarda toplamak mümkündür:

• Parasal otoriteler, döviz kurları ve parasal büyüklüklere kolaylıkla müdahale edebilir. Ancak aynı kolaylığı enflasyonun kontrolünde görmek oldukça zordur. Başka bir ifade ile, enflasyon hedefleme stratejisinde ilan edilen hedef, merkez bankasının kontrolünde olan bir değişken değildir. Bilindiği gibi, para politikası uygulamalarının enflasyonist etkilerini ancak uzun bir gecikme periyodundan sonra görmek mümkündür. Dolayısıyla, merkez bankası ilan ettiği hedefe ulaşacağını taahhüt etse de, sadece enflasyon hedeflemesi ile bireylere ve piyasalara para politikasının yönetimi konusunda hemen ve kesin bilgi vermek imkânsızdır. Örneğin cari dönemde hedeflenen düşük oranlı bir enflasyon oranına rağmen uygulanan para politikası karşısında piyasanın göstereceği tepki istenilmeyen sonuçlara yol açabilir. Hedeflerin tutturulamaması anlamına gelen böyle bir durumda merkez bankasının iktisadi birimler açısından yol gösterici olma işlevi zayıflar. Dolayısıyla kredibilitenin tesisi güçleşir.²¹¹

²⁰⁹ Frederic S. Mishkin, (1997), a.g.m. ,s.22-23

²¹⁰ Melike Alparslan ve P. Ataman Erdönmez, a.g.m.,s.7

²¹¹ Frederic S. Mishkin, (1997), a.g.m. ,s.24

• Enflasyon hedefleme stratejisi, mali disiplinin sağlanması yönünde yetersiz kalabilir. Bu stratejinin başarılı olması her şeyden önce sağlam bir mali yapı ile birlikte istikrarlı bir finansal sisteme bağlıdır. Başka bir ifade ile kamu açıklarının sürdürülebilirliği ve güçlü bir finansal sistem, enflasyon hedefleme stratejisinin ön koşullarıdır. Mali açıkların yüksek düzeylerde seyrettiği ekonomilerde, enflasyon hedeflemesi rejiminin sürdürülebilirliği olanaksızdır. Çünkü geniş kamu açıkları nedeniyle monetizasyon ya da devalüasyon uygulamalarına gidildiğinde, kaçınılmaz sonuç yüksek enflasyondur. Öte yandan, zayıf finansal sisteme sahip gelişmekte olan ekonomilerde enflasyon oranlarında istikrarsız dalgalanmalar gözlenebilir.²¹²

• Yüksek düzeyli ya da kısmi dolarizasyon olgusu, enflasyon hedeflemesi strateji açısından ciddi sorunlara yol açabilir. Gelişmekte olan ekonomilerin bir çoğunda, firma, hane halkı ve banka bilançoları incelendiğinde iktisadi faaliyetlerin önemli bir bölümünde dolar kullanıldığı açıkça görülür. Öte yandan gelişmekte olan ekonomilerdeki uzun vadeli borçlar, geniş ölçüde dolar ile ifade edilmektedir. Enflasyon hedefleme stratejisinin, nominal döviz kurunun esnekliğini zorunlu kıldığı gerçeği göz önüne alındığında döviz kurunda dalgalanmaların gözlenmesi şaşırtıcı değildir. Kurlardaki büyük ve ani değer kayıpları, dolar cinsinden ifade edilen borç yükünün şişmesine, bilançoların kayda değer ölçüde tahrip olmasına ve finansal krizin tetiklenmesine yol açar.

• Enflasyon hedefleme stratejisinin uygulandığı dönemlerde, her ne kadar nominal döviz kurunun esnekliği zorunlu olarak görülmekte ise de, gelişmekte olan ülkelerde döviz kurundaki istikrarsızlıkların yol açtığı sorunlar, daha temkinli davranmayı gerekli kılabilir. Bu anlamda yapılacak en somut düzenleme, kur hareketlerini sınırlamaktır. Ancak unutmamak gerekir ki, "hedeflenen tek değişkenin enflasyon olması", enflasyon hedeflemesinin ön koşulları arasında yer almaktadır. Döviz kurlarındaki istikrarsızlıklar üzerinde aşırı yoğunlaşmak, Macaristan'da gözlemlendiği gibi, enflasyon hedefini gölgede bırakabilir. Macaristan'da enflasyon hedefleme stratejisine geçilmesine rağmen, döviz kuruna ilişkin bant hedefi (± 15)'nin sürdürüleceği kararlaştırılmıştır. Bu tür bir uygulamanın en önemli mahsuru, hedefler arasında bir çatışma ortaya çıktığında, ciddi bir güvenilirlik probleminin ortaya çıkma olasılığıdır.

Bütün dezavantajlarına rağmen enflasyon hedefleme stratejisi, özellikle gelişmiş ülkelerde başarılı bir şekilde uygulanmaktadır. Aşağıdaki Tablo'da da görüldüğü gibi, bu stratejiyi uygulayan gelişmiş ülkelerde, enflasyon oranında ciddi bir düşme eğilimi gözlemlendiği gibi, büyüme oranında görece bir artış ortaya çıkmıştır.²¹³

Tablo-4: Enflasyon Hedeflemesini Uygulayan Bazı Ülkelerde Enflasyon ve Büyüme Oranları

Ülkeler	Stratejiye Geçiş Tarihi	Enflasyon Oranları *(%)		GSMİH Büyüme Oranları*(%)	
		Önce	Sonra	Önce	Sonra
Yeni Zelanda	Aralık 1989	11,44	1,75	1,61	2,62
Kanada	Şubat 1991	6,29	1,59	2,42	2,98
İsrail	Aralık 1991	111,08	8,59	3,70	4,61
İngiltere	Ekim 1992	7,19	2,62	1,81	2,80
İsveç	Ocak 1993	7,81	1,46	1,50	2,33
Finlandiya	Şubat 1993	6,62	1,49	2,05	4,01
Avustralya	Nisan 1993	7,35	2,25	2,85	4,34
İspanya	Kasım 1994	8,69	2,96	2,37	3,38

Kaynak: Seyfettin Erdoğan, Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi(9), 2005/1:34-35, s.14 *Enflasyon oranları ile GSYİH büyüme oranları için 1990-2000 döneminin ortalaması alınmıştır.

4.8. Seçilmiş Ülke Örnekleri ile Enflasyon Hedefleme Stratejisi

Fiyat istikrarını nihai hedef alan para politikası birçok ülkede başarıyla uygulanmıştır. Enflasyonun doğrudan hedeflendiği para politikasının uygulandığı ülkeler arasında Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya ve İspanya gibi gelişmiş ülkeler ve Şili, Kolombiya, Meksika, Peru ve Brezilya gibi gelişmekte olan ülkeler bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan söz konusu sanayi ülkelerinde benzer deneyimler yaşanmıştır. Yeni Zelanda ve Kanada enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan ilk ülkelerdir. Söz konusu ülkelerin enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilmesinde gösterdikleri başarı diğer ülkelere benzer uygulamalara geçmelerine cesaret vermiştir.²¹⁴

²¹³ Seyfettin Erdoğan, a.g.m. ,s.12-13

²¹⁴ <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=420589,s.7>

Tablo-5:Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Tüfe Artış Oranları(*)

Ülkeler	85-90 Ort.	1991	1992	1993	1994	1995	1996	91-96 Ort.
Y.Zelanda	10.3	2.6	1.0	1.3	1.7	3.8	2.3	2.1
Kanada	4.4	5.6	1.5	1.8	0.2	2.2	1.6	2.1
İsrail	50.8	19.0	11.9	10.9	12.3	10.0	11.3	12.5
İngiltere	5.9	5.9	3.7	1.6	2.5	3.4	2.4	3.2
Avustralya	7.7	3.2	1.0	1.8	1.9	4.6	2.6	2.5
İsveç	6.4	9.3	2.3	4.6	2.2	2.5	0.5	3.5
Finlandiya	5.1	4.1	2.6	2.1	1.1	1.0	0.6	1.9
İspanya	6.8	5.9	5.9	4.6	4.7	4.7	3.6	4.9
Ülke Ort.(Arit)	12.2							4.2
Dünya Ort.	17.0	18.0	18.1	19.6	23.7	11.6	7.5	16.3
Gelişmiş Ülkeler Ort.	3.9	4.4	3.2	2.8	2.3	2.5	2.3	2.9
Gelişmekte olan ülkeler Ort.	44.3	42.1	45.3	50.9	65.1	26.8	15.9	40.1

Kaynak : IFS, 1991, C.44 No.11-12 ve C.50 No.10

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

Bu ülkelerin çoğunda enflasyon hedeflemesi politikasının uygulamaya geçirilmesi öncesinde enflasyon oranının nispeten düşük seviyelerde (% 10'un altında) bulunmaktadır. Dolayısıyla, enflasyon oranında çok büyük düşüşler için söz verilmesi gerekmediğinden programın güvenilirliğinin sağlanması nispeten daha kolay olmuştur. Enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan bu ülkelerde tamamen olmasa bile para politikası enstrümanlarının büyük ölçüde serbestçe belirlenebilmesi ve kamu bütçesinin finansmanında mümkün olan en az yükün üstlenilmesi gibi merkez bankasının bağımsızlığının ölçüsü olabilecek koşullar mevcuttur. Uygulamada tüm bu ülkelerde kısa vadeli faiz oranları temel operasyonel enstrüman olarak kullanılmakta, uzun vadeli faiz oranlarının değişmesi ve bu değişimin toplam talep ve enflasyon üzerindeki etkileri açısından gelişmiş mali piyasaların varlığı ise önem taşımaktadır.

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

enflasyon performanslarında önemli bir iyileşme olmuştur. Bu ülkelerin çoğu enflasyon hedeflerini belirlenen programdan daha önce gerçekleştirmeyi başarmışlar, enflasyon oranları hedeflenen düzeye ya da bunun da aşağısında bir seviyeye gerilemiştir.

Ülke deneyimlerinden çıkarılan benzer sonuçlar aşağıda özetlenmiştir. Bunlar aynı zamanda enflasyon hedeflemesi politikasının gelişmekte olan ülkelerde uygulanabilirliğinin değerlendirilmesinde de belirleyici kriterler olarak kabul görmektedir:

- Fiyat istikrarı hedefleri fiyat seviyesinin hedeflenmesinden ziyade enflasyonun doğrudan hedeflenmesi şeklinde uygulanmaktadır,
- Enflasyon hedefinin belirlenmesinde Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) kullanılmıştır,
- Enflasyon hedefleri rakamsal değerler yerine bir bant aralığını göstermektedir,
- Fiyat istikrarını hedefleyen para politikasının güvenilirliği zaman içinde artmıştır.

Merkez bankaları ²¹⁵ para politikası hakkında daha açık ve şeffaf raporlama yapmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde uygulanan enflasyon hedefleme stratejisine örnek olarak Yeni Zelanda'daki politikalar, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan enflasyon hedefleme stratejisine örnek olarak da Brezilya'da uygulanan politikalar incelenecektir. Yeni Zelanda enflasyon hedeflemesini uygulayan ilk ülke olma bakımından önem arz etmektedir. IMF programı ile birlikte enflasyon hedeflemesi sistemi uygulayan Brezilya'nın deneyimi ise, Türkiye açısından ilginç bir örnek oluşturmaktadır. Ayrıca sermaye hareketlerini kontrol altına alarak enflasyon hedefleme stratejisinde başarıyı yakalayan Şili'nin de uygulamalarına yer verilecektir.

Tablo-6:Ülkelerin Seçilmiş Özellikleri

Ülkeler	Fiyat Endeksi	Hedeften Sapmada Yasal Sorumluluk	Süre	Bankanın Karar Mercii	Hedef Belirleme Yetkisi
Yeni Zelanda	TÜFE	var	sürekli	Başkan	Banka ve Hükümet
Brezilya	TÜFE	var	1 yıllık	Para Poli.Komitesi	Hükümet (2)
Şili	TÜFE	yok	sürekli	Kurul	Merkez Bankası (1)

Kaynak: T.C.M.B. (2004), Eren ÖĞRETMEN, "Enflasyon Hedeflemesi-Uygulama Özellikleri"((1) Hükümete danışarak,(2) Merkez bankasına danışarak)

²¹⁵ <http://www.turkyasam.com/showthread.php?t=420589,s.8>

Tablo-7:Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşen Enflasyon Oranları

Ülke Adı	İlk Hedefleme Tarihi	İlk Hedef (%)	Hedefleme Tarihindeki Oran (%)	12 ay sonraki oran (%)	2003 yıl sonu (%)
Yeni Zelanda	Mart – 90	3 – 5	7,03	4,52	1,6
Brezilya	Haziran - 99	8(+ - 2)	3,15	6,51	9,3
Şili	Ocak - 91	15-20	27,31	19,47	1,1

Kaynak: T.C.M.B. (2004), Eren ÖĞRETMEN, “Enflasyon Hedeflemesi-Uygulama Özellikleri”

Tablo-8:Enflasyon Hedeflemesi Politikasının Uygulanan Bazı Ülkelere Göre Özellikleri²¹⁶

Ülkeler ve Hedeflemeye Başlangıç Tarihleri	Hedef Bandın Dönemli ve Genişliği	Hedef Fiyat Endeksi	Hedefin Zamansal Boyutu	Hedefin Belirlenme Şekli	İstisnai Kaçış Yolları	Hedefin Tutturulamaması Durumunda Hesap Verebilirlik	Uygulanan Politika ile İlgili Açıklayıcı Yayınlar
Yeni Zelanda 1990 Mart	1990:%3-5 1991:%2.5-4.5, 1992:%1.5-3.5, 1993-1996: %0-2, 1997:%0-3 1998:%0-3 2002:%0-3	TÜFE (1999 yılı sonrasında faiz maliyetleri hariç)	1990-1992:1 yıl 1993-1996:1 yıldan fazla, 1997 sonrası belirsiz	Hükümet ve Merkez Bankası tarafından ortaklaşa olarak	Enflasyonist baskıya yol açacak sıra dışı olaylar söz konusu olduğunda	Hedeften herhangi bir sapma söz konusu olduğunda bunun nedeninin ve alınacak önlemlerin kamuya açıklanması söz konusudur. Ayrıca Maliye Bakanı hedeften herhangi bir sapma söz konusu olduğunda MB Başkanının istifasını isteyebilir.	Enflasyon Raporu (1990'tan sonra); Enflasyon tahminleri
Şili 1991 Ocak	1991:%15-20 1992:%13-16 1993:%10-12 1994:%9-11 1995:%8 1996:%6.5 1997:%5.5 1998:%4.5 1999:%4.3 2000:%3.5 2001:ileriye doğru %2-4	TÜFE	1991-2000 arası 1 yıl; 2001'den sonra ileriye doğru belirsiz	Merkez Bankası Hükümet ile müzakerede bulunur ve sonra ilan eder	Yok	Yok	Enflasyon Raporu(2000 yılından itibaren), Para Politikası Toplantılarının Tutanakları; Enflasyon tahminleri (1 yıllık)
Brezilya 1999 Temmuz	1999:%8(+%2) 2000:%6(+%2) 2001:%4(+%2)	TÜFE	1 Yıl	Hükümet Merkez Bankasıyla müzakerede bulunarak ilan eder	Yok	Hedeflenen enflasyonun gerçekleşmemesi halinde, Maliye Bakanlığı bunun nedenlerini açık bir mektupla açıklamak zorundadır	Enflasyon Raporu; Enflasyon Tahminleri(2 yıllık) ; Enflasyon öngörüsü için model kullanımı; Yönetim kurulu toplantısının özeti

4.8.1. Yeni Zelanda

Yeni Zelanda, enflasyon hedeflemesi politikalarını ilan ederek resmi biçimde uygulayan ilk ülkedir. Bunun yanında bu politikada başarılı olunabilmesi için gereken kurumsal düzenlemeleri kanunla gerçekleştirmiş olması açısından bu ülke bir ayrıcalık sergilemektedir. Diğer ülkelerin aksine, Yeni Zelanda fiyat istikrarını zımni olarak ön planda tutan bir dönemin ardından enflasyonun hedeflendiği döneme geçmeden önce bu politikaların uygulanmasını ve bunda başarılı olunmasını garanti altına alabilmek amacıyla gereken kurumsal düzenlemeleri kanunlarla yapmış ve ancak bu şekilde enflasyon hedeflemesi politikalarına açık biçimde başlamıştır. Enflasyon hedeflemesi politikaları ve buna ilişkin para politikası, hedeflerin Politika Hedef Anlaşmaları (Policy Targeting Agreements, PTA) adı altında merkez bankası ve hükümetin mutabakatıyla önceden belirlenmesi, bunların açık biçimde kamuoyuna ilan edilmesi, ilan edilen bu hedeflere sıkı sıkıya bağlı kalınması ve bu hedeflere uygun merkez bankası uygulamaları ve para politikası açısından Yeni Zelanda Rezerv Bankasının tüm sorumluluğu üstlenmesi çerçevesinde işletilmektedir.

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

1986 yılından beri bu rezervlere ilişkin hedeflerini önceden bildiren YZRB, bu şekilde nakit yönetimi hususunda piyasaları yönlendirebilmektedir.²¹⁷

Ekonominin performansı açısından liberalizasyonu yönünde önemli adımların atıldığı 1984/1985 dönemine kadar başarılı denemeyecek Yeni Zelanda ekonomisi bu dönemde ortalama büyüme hızı açısından OECD ülkeleri ortalamasının altında kalmıştır. Yeni Zelanda dolarının ABD doları karşısında değer kaybettiği, faiz oranlarının değişkenlik arz ettiği, enflasyon oranlarının yükseldiği, Bütçe Açığı/GSYİH oranının yüksek düzeylerde seyrettiği 1980'lerin ilk yarısından sonra 1986 yılıyla beraber önceki dönemde uygulamaya konulan politikaların sonuçları alınmaya başlamıştır. 1984 yılından itibaren para politikasında temel amacın enflasyon oranlarının dış ticaret yapılan ülkelerin seviyesine çekilmesi gibi geniş kapsamlı belirlenen bir hedef çerçevesinde uygulanmaya başlamasıyla 1986 yılında para arzı artış hızında ve kamu açıklarında görülen düşüşler, enflasyon oranlarının ve faiz oranlarının düşmesini, YZ dolarının değer kazanmasını getirmiştir.

1984 yılından itibaren uygulanmaya başlayan politikaların olumlu sonuçlarıyla beraber, başlangıçta genel anlamda ifade edilen "fiyat istikrarının sağlanması" hedefinin, 1987 yılı sonu-1988 yılı başlarından itibaren, daha formel ve spesifik bir biçimde ilan edilerek hedeflenmesi yönünde tartışmalar başlamıştır. Daha bağımsız ve tek görevi fiyat istikrarının sağlanması olan bir merkez bankasının gerekliliği hususunda tartışmaların başlaması da aynı döneme denk gelmektedir. 1988 yılı başından itibaren başlayan tartışmalarla şekillenen merkez bankasının yeni yapısı 1989 yılının sonunda yasalaşarak 1.Şubat.1990 tarihinden itibaren yürürlüğe girmiştir. YZRB Kanunuyla para politikası fiyat istikrarının sağlanması hedefine yöneltmiştir. Bunun gerçekleştirilebilmesi amacıyla Banka temelde daha bağımsız bir yapıya kavuşturulmuş ve ayrıca hedeflerin belirlenme ve bunların kamuoyuna aktarılma aşamasında uygulayıcıların ortak tavır belirlemeleri yönünde bir düzenleme yapılmıştır.²¹⁸

YZRB Kanunu, 1985 yılından itibaren yürütülen para politikasında herhangi bir değişikliğe neden olmazken bu Kanunla belirli ekonomik değişkenlerin izlenmesi yaklaşımı formel hale getirilmiş, şeffaflık, hedeflerin belirlenmesi ve politikaların uyumlu olması yönünde ilerlemeler kaydedilmiştir.

²¹⁷ N.Kamuran Malatyalı, a.g.e. ,s.19-20

²¹⁸ N.Kamuran Malatyalı, a.g.e. ,s.21

Örneğin, Kanunun yayınlanmasından önceki uygulamalarda Maliye Bakanının kamuoyuna herhangi bir açıklama yapmadan Rezerv Bankasından politika değişikliğine gitmesini isteme hakkı bulunurken yeni uygulamada Maliye Bakanı ve Rezerv Bankası Başkanı arasında bir görev dağılımının yapılması, üzerinde anlaşılan politikaların bir kez ilan edildikten sonra ancak Bakanlar Kurulunda ve Mecliste görüşüldükten sonra ve değişikliklerin detayları tekrar kamuoyuna yansıtılmak suretiyle uygulanması pratiği benimsenmiştir. Bu haliyle, yeni Kanun 1985 yılından beri yürürlükte olan para politikası hedefleri ya da araçları üzerinde bir değişiklik yapmamış olmakla birlikte ekonomiye ilişkin hedeflerin belirlenmesi ile ilgili olarak YZRB'nın söz hakkına sahip olmasına, bir kez hedef büyüklükler saptandıktan sonra bu hedeflere bağlı kalınmasına, bu çerçevede söz konusu hedeflere ulaşmak için YZRB'nın kendi araçlarını seçmekte özgür kalmasına ve uygulanan politikaların şeffaf olarak yürütülmesine zemin hazırlamıştır.

1984 öncesi dönemde para politikasının hedefinin zaman zaman faiz oranlarına, zaman zaman da döviz kurlarına öncelik vermesinin ekonomide istenilen sonuçların elde edilmesine imkân vermemesinden sonra 1984 yılında işbaşına gelen hükümetle başlayan serbestleşme çabaları 1992 yılına kadar sürmüştür. Bununla beraber, 1985 yılından itibaren YZRB, parasal büyüklük hedeflemesine geçmeye yardım edecek kurumsal düzenlemeleri yapmasına rağmen, serbestleşen bir ekonomide bunun yapılamayacağını anlaşılmaya başlanmıştır. 1987 yılında işbaşına gelen hükümet zımni olarak uyguladığı enflasyonu düşürme politikasında başarılı olmuştur. Bununla beraber gelişmeler, 1988 yılının başından itibaren, YZRB'nın hükümetle ilişkileri, idari pozisyonu ve hedeflerin belirlenerek bunlara ulaşılmasında Bankanın rolü konusunda tartışmalar başlamasına neden olmuştur.

Bu gelişmelerin ışığı altında hazırlanan Yeni Zelanda Rezerv Bankası Kanunu 1989 yılının Aralık ayında yasalaşarak 1990 yılının Şubat ayında yürürlüğe girmiştir. Daha önce yürürlükte olan 1964 tarihli Kanunun 8. maddesiyle Bankaya verilen görev, "üretim ve ticaretin gelişmesine ve tam istihdama katkı sağlamak ve fiyat seviyesinde istikrarın temini" şeklinde tanımlanırken bu görev yeni Kanunun aynı maddesinde "para politikasını, fiyatlar genel seviyesinde istikrarın sağlanması ve korunması amacıyla uygun olarak belirlemek ve uygulamak" şeklinde yeniden düzenlenmiştir. Bu şekilde birbiriyle çelişkili olabilecek görevlerin yerine YZRB'na fiyat istikrarını sağlamak yönünde tek bir görev verilmesi yoluna gidilmiştir.

Bir başka kurumsal düzenleme, para politikasının değişikliğe uğramadan sürdürülebilmesi ve YZRB'nın operasyonel bağımsızlığının garanti altına alınabilmesi için ekonomik hedeflerin hükümet ve YZRB arasındaki muatabakatla belirlenip bu hedeflerin ilan edilmesine yönelik düzenlemedir. Yeni Kanunun 9. maddesinde yapılan düzenleme ile Maliye Bakanlığı ve YZRB'nin arasında fiyat istikrarına yönelik hedeflerin belirlendiği bir Politika Hedefleme Anlaşması (Policy Targeting Agreement, PTA) yapılması ve bunun kamuoyuna ilan edilmesi zorunlu kılınmıştır. Bu Anlaşmaların ana unsurları, fiyat istikrarının sağlanması hususunda yetkiyi YZRB'ye vermesi, hedefleri tanımlaması ve bu hedeflerden sapmaya neden olabilecek koşulları ilan etmesidir. Bu anlaşmalar, genelde Aralık ayında yayınlanarak kamuoyunun bilgisine sunulur ve daha sonra Parlamentoda tartışılır.²¹⁹

YZRB Kanununun 9. maddesi bu anlaşmalarla belirlenen hedeflerin fiyat büyüklükleri olmasını zorunlu koşturmamaktadır. Bununla beraber bu hedeflerin fiyat istikrarıyla ilişkili olmalarını zorunlu kılmaktadır. Bu şekilde Anlaşmalarda parasal büyüklüklere ya da döviz kurlarına ilişkin hedefler konulabilecekken genel uygulama, hedeflerin fiyatlarla direkt ilişkilendirilmesidir. Örneğin, 16.Aralık.1992 tarihinde imzalanan Hedef Anlaşmasının yerine geçen ve 10 Aralık 1996 tarihinde yayımlanan Anlaşma, TÜFE enflasyon oranlarının izlenmesini ve bu oranlardaki 12 aylık artışların % 0-3 bandı içinde kalmasını öngörürken, bu anlaşmanın yerine 15 Aralık 1997 tarihinde imzalanan Anlaşma, fiyat istikrarı için kredilere ilişkin hizmetlerin arındırıldığı TÜFE enflasyon oranının (CPIX olarak ifade edilmektedir) fiyat istikrarına bir gösterge olduğunu ve bu endekste ki artış oranlarının % 0-3 bandında kalması gerektiğini karara bağlamıştır. Ayrıca, son Anlaşmayla 1999 yılından başlamak üzere Devlet İstatistik Birimi tarafından önerilebilecek bir diğer tüketici fiyatları endeksinin de referans alınabileceği karara bağlanmıştır.

YZRB'na para politikasının uygulanmasında önemli düzeyde bir bağımsızlık sağlanırken yeni Kanunun 11. maddesi Banka Başkanını uygulanan para politikası sonuçlarından sorumlu tutmaktadır. Buna göre Politika Hedef Anlaşmalarındaki hedeflerin tutturulabilmesi Başkanın başarısı yönünden önemli bir kriterdir. Bunda başarısızlığa uğranılması halinde, içinde Başkanın görevden alınması da dahil olan, yaptırımlar 49. maddede belirtilmektedir. Bu çerçevede, Banka Başkanına uygulamada geniş yetkiler verilirken Banka Yönetim Kurulunun, Maliye Bakanlığının Banka içindeki temsilcisi olma fonksiyonu bulunmaktadır.

²¹⁹ N.Kamuran Malatyalı, a.g.e. ,s.21-22

YZRB Kanunu, para politikasının uygulanmasında Bankaya önemli oranda bir bağımsızlık sağlarken 12. maddesiyle para politikasının nihai kontrol hakkını hükümete vermektedir. Bu şekilde, hükümetin YZRB'ndan 12 aylık bir süre boyunca fiyat istikrarının temini haricinde bir hedefe yönelik politika izlemesinin istenebileceği ifade edilmektedir. Bununla beraber, bu talebin yerine getirilmesi, fiyat istikrarı haricinde uygulanması istenen hedefin Bakanlar Kurulu Kararı olarak çıkması ve Parlamento'da görüşülmesi koşuluna bağlanmıştır. Uygulanan politikaların şeffaflığının sağlanabilmesi ve uygulama sonuçları hakkında kamuoyunun bilgilendirilebilmesi amacıyla YZRB Kanununun 15. maddesinde para politikası sonuçlarının en az 6 ayda bir olmak üzere rapor halinde yayınlanması öngörülmektedir. Düzenlemelerden anlaşıldığı kadarıyla, YZRB Kanunu sadece Bankanın yeni dönemdeki konumunu düzenlemekle kalmayıp aynı zamanda Hükümet-Banka ilişkilerinde sınırları yeniden belirlemek, ekonominin hedef aldığı büyüklerin kesin çizgilerle yeniden belirlenmesini sağlamak ve buna tüm kurumlar tarafından uyulmasını garanti altına almak gibi önemli işlevleri de üstlenmiştir.

1987-1989 yılları arasında politikaların zımni bir biçimde fiyat istikrarını hedef alması sonucunda parasal genişleme bir önceki döneme göre gerilerken kamu kesimi, fazla vermeye başlamıştır. Uygulanan politikalar, enflasyon oranları üzerinde olumlu etki yaparak 1987 yılı sonunda % 15.7 civarında olan yıllık TÜFE enflasyon oranının 1989 yılı sonunda % 6'nın altına düşmesini sağlamıştır. Enflasyon oranları hususunda ulaşılan başarıya karşın bu dönemde büyüme hızında bir önceki dönemin ortalamasına göre bir gerileme, yıllık büyüme hızlarında ise bir değişkenlik görülmektedir. 1987-1989 döneminde enflasyonu düşürme yönünde zımni bir hedefe yönelen hükümet, 1989 yılı sonunda gerekli kurumsal altyapıyı tamamlayarak 1990 yılından itibaren açık bir biçimde enflasyon hedefleme politikasını başlatmıştır. Bu şekilde yeni YZRB Kanununun öngördüğü ilk Politika Hedef Anlaşması 2 Mart 1990 tarihinde imzalanarak ilan edilmiştir. Buna göre, yayınlanan ilk Hedef Anlaşması, 1990 yılının Aralık ayına kadar olan dönem için TÜFE enflasyon hedefini % 3-5, Aralık 1990-Aralık 1991 dönemi için bu oranı % 1.5-3.5 aralığına çekmeyi hedeflemiştir. Daha sonra 1990 yılının Aralık ayındaki bir Anlaşmayla Aralık.1991 dönemine kadar uygulanması öngörülen hedefler, Aralık.1992 dönemine kadar uzatılmıştır.²²⁰

²²⁰ N.Kamuran Malatyalı, a.g.e. ,s.23-26

16 Aralık 1992 tarihinde imzalanan üçüncü Politika Hedef Anlaşması TÜFE'nin referans alınarak bu endeksteeki değişimin 12 aylık hareketli ortalamasının % 0-2 bandında kalmasını öngörmüştür. 1992 Politika Anlaşmasının yerine geçen ve 10 Aralık 1996 tarihinde imzalanan Anlaşmayla hedeflenen bant % 0-3 düzeyine çekilmiştir. Burada aynı zamanda TÜFE temel alınarak izlenecek enflasyon oranlarında sapmaya neden olabilecek nedenler sayılırken CPIX olarak ifade edilen "temel enflasyon" oranının hesaplanması esnasında düşülecek kalemler sayılarak bunlardaki şokların dikkate alınmayacağı belirtilmiştir. Bu şekilde gerçekte, hedeflenen enflasyon oranı olarak TÜFE'den bahsedilirken, CPIX'in önemli bir referans olarak alındığına dair bir çıkarım yapmak mümkündür. 15 Aralık 1997 tarihinde imzalanan Anlaşma, tanımı yukarıda verilen CPIX'in % 0-3 bandında kalmasını açıkça ifade ederken 1999 yılından itibaren de o döneme kadar hazırlanacak bir fiyat endeksinin referans alınmasını öngörmektedir.

Yeni Zelanda ekonomisi enflasyon hedeflemesi uygulamasından enflasyon oranının, birinci yıl uygulaması sonucu, Anlaşmalarda belirlenen hedefler doğrultusunda, % 0-2 bandına indiği görülmektedir. 1991 ve 1992 yılında "temel enflasyon" oranının düzeyini korumasına karşın bu dönemde bütçe fazlasının gittikçe azalarak 1992 yılı sonunda açığa dönüştüğü ve M3 para arzının artış hızında bir dalgalanma içinde olmasına ek olarak dönemin ilk iki yılında daralan ekonominin 1992 yılında da önemli oranda büyümediği görülmektedir. Aynı dönemde artan işsizlik oranı da dikkat çekicidir.

1993 yılında da düşmeye devam eden "temel enflasyon" oranı bu trendi 1994 yılının ikinci üç ayına kadar sürdürmüş ve bu noktadan sonra 1996 yılının sonuna kadar bir yükseliş içine girmiştir. Bu dönemde YZ doları ABD doları karşısında değer kazanırken faiz oranlarının yönü de yukarı dönmüştür. Aynı zamanda GSYİH büyüme hızı sıçrama kaydeden YZ ekonomisinin yarattığı istihdam, işsizlik oranlarının da hızla gerilemesine yol açmıştır. Ekonomideki hızlı büyümenin enflasyonist baskıya neden olduğu bu dönemde "temel enflasyon" oranları hedefin üst limitine yakın seyretmiş, bir kaç defa da limiti aşmıştır. Bununla beraber Yeni Zelanda, 1993-1995 yılları arasında OECD bölgesinde en düşük enflasyon oranıyla en hızlı büyümeyi gerçekleştiren ülke olmuştur.

1994 yılının sonundan itibaren başlayan enflasyonist baskının giderilebilmesi için faiz oranları artırılmış, kamu harcamaları kısılmış ve büyüme hızı yavaşlatılmıştır. Bu şekilde 1996 sonunda en üst noktaya ula-

şan “temel enflasyon” oranı 1997 başından itibaren gerilemeye başlamıştır. “Temel enflasyon” oranının % 0-2 bandı içine döndürülmesi yönündeki çabalar olumlu sonuçlar verdikten sonra hükümet, enflasyon hedefinin parasal politikalara biraz daha geniş bir inisiyatif alanı sağlayacak % 0-3 bandına çekilmesine karar vermiştir. Ayrıca, bu dönemde enflasyonist beklentilerin olumlu yönde etkilenmesini sağlamak üzere bütçe fazlası ver-²²¹me ve politikaların koordinasyonuna önem vermeye devam edilmiştir.

Yeni Zelanda’da uygulanan para politikasının başlıca özellikleri aşağıda sıralanmıştır.

- Uygulanan politikayla enflasyon hedefi dışında, başka bir niha-i ya da ara hedef belirlenmemiştir. Çünkü yapılan çalışmalar, parasal büyüklükler ve krediler ile nominal gelir ve enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkinin olmadığını göstermektedir. Yeni para politikası uygulanmadan önce, para politikası ticaret ağırlıklı kurlar ve faiz oranları çerçevesinde izlenmiştir. Yeni politikayla bu değişkenlerdeki gelişmeler yakından izlenmiş ve özellikle kurlarla ilgili beklentiler kamuoyuna açıklanmıştır.

- Enflasyonu hedefleme politikası yasaya dayalı anlaşmalar çerçevesinde yürütülmüştür. Hükümet istediği zaman Merkez Bankası’yla yeni bir anlaşma yapabilir. Ancak, anlaşmada belirlenen hedeflerin gerçekleşmesine yönelik çalışmalar tamamen Merkez Bankası’nın sorumluluğu altında olup hükümetin müdahalesi söz konusu değildir. Banka hedeflere ulaşmada hükümete karşı sorumludur. Bundesbank’ın aksine, Yeni Zelanda Merkez Bankası enflasyonu düşürmeye yönelik bağımsız politikalar geliştirmekten uzaktır. Burada enflasyonu düşürmeye yönelik politikalar hükümetlerle yapılan anlaşmalar çerçevesinde uygulanır.

- Yeni para politikası, diğer ülkelerde olduğu gibi enflasyonun başarılı bir şekilde düşük düzeylere indirildiği dönem sonrasında uygulanabilmiştir. Yüksek enflasyonun düşürülmesi halka belirli bir maliyet yüklediği ve politik tercih içerdiği için, enflasyonu düşürmeye yönelik politikaların Merkez Bankası yerine, hükümet tarafından oluşturulması beklenmektedir.

- Merkez Bankası tüketici fiyatları enflasyonu yerine, çekirdek enflasyon diye adlandırılan, petrol ve diğer kontrol edilemeyen fiyatların ve tüketici faiz oranlarının dahil edilmediği enflasyon oranını hedeflemiştir. Bu yaklaşım dış şoklara açık küçük bir ekonomi için gereklidir. Tüketici fiyatlarındaki enflasyon ise bağımsız bir kurum olan İstatistik Kurumu tarafından açıklanmaktadır.

²²¹ N.Kamuran Malatyalı, a.g.e. ,s.26-28

- Uygulanan politika önemli ölçüde katı olan özelliklerinin yanında, içte ve dışta oluşan şokların ve reel değişkenlerdeki gelişmelerin olumsuz etkilerini azaltacak esnekliği de içermektedir.

- Merkez Bankası'nın hesap verebilirliği politikanın başarısı açısından hayati öneme sahip olmaktadır. Bu çerçevede, Merkez Bankası'nın belirlenen hedefleri tutturamaması durumunda hükümetin Merkez Bankası Başkanı'nı görevden alma yetkisi bulunmaktadır.

- Enflasyon hedefi nokta yerine, esneklik özelliği olan bir aralıkta belirlenmesi politikanın başarısını artırmaktadır. Almanya örneğinde olduğu gibi, belirlenen aralığın orta noktası sıfırdan büyük ve dolayısıyla uzun dönem enflasyon hedefi sıfırdan büyük olmaktadır.

- Belirlenen hedef aralığının dar olması ve hedef döneminin kısa tutulması politikanın başarısını olumsuz yönde etkilemektedir. Çünkü, yüksek dalgalanma özelliği olan faiz oranları ve kurlardaki beklenmeyen gelişmeler bu hedeflerin gerçekleşmesini zorlaştırmaktadır. Hedef oluşturulurken belirli esnekliklerin tanınması politikanın güvenilirliğini ve başarısını artıracaktır.

Yeni Zelanda deneyimi önemli dersler içermektedir. Öncelikle küçük ve dışa açık bir ekonomide düşük enflasyon beklentisi oluşturma ve trend enflasyonu aşağı çekme çabaları enflasyonu dar bir aralıkta tutma çabasından daha kolaydır. Ayrıca, enflasyon hedef aralığı politika araçlarındaki dalgalanmaları içerecek düzeyde esnek olmalıdır. Buna ek olarak, hükümetin Merkez Bankası'na müdahalesi ve kamuoyu yerine hükümete karşı sorumlu olması politikanın güvenilirliğini azaltmaktadır. Sonuç olarak, Yeni Zelanda da uygulanan politikadan alınacak derslerin olmasına rağmen, genel olarak yeni para politikası başarıyla uygulanmış ve bunun sonucunda düşük enflasyon düzeyinde yüksek büyüme performansı yakalanmıştır.²²²

4.8.2. 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 inmiştir. 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.

Brezilya'da enflasyon hedeflemesi sisteminin kurumsal çerçevesi, Devlet Başkanı'nın 21 Haziran 1999 tarih ve 3088 sayılı Kararnamesi ile belirlenmiştir. Kararnamenin temel unsurları şu şekilde özetlenebilir;

- Enflasyon hedefi toplum tarafından bilinen bir fiyat endeksine göre belirlenecektir,

- Enflasyon hedefi ve band genişliği Maliye Bakanı'nın teklifi ile Ulusal Para Konseyi (National Monetary Council) tarafından tespit edilecektir,

- 1999, 2000 ve 2001 yıllarına ilişkin enflasyon hedefleri en geç 30 Haziran 1999 tarihine kadar belirlenecek; 2002 ve sonrası yıllar için enflasyon hedefleri ise, en geç iki yıl önce 30 Haziran tarihinde tespit edilecektir,

- Brezilya Merkez Bankası'na, enflasyon hedefini gerçekleştirmek için gerekli politikaları uygulama sorumluluğu verilmiştir,

- Enflasyon hedeflemesine esas alınacak fiyat endeksi, Maliye Bakanının teklifi ile Ulusal Para Konseyi tarafından belirlenecektir,

- Ocak - Aralık dönemi enflasyonu belirlenen band içinde kalırsa, enflasyon hedefinin gerçekleştirildiği kabul edilecektir,

- Hedefin aşılması halinde, Brezilya Merkez Bankası Başkanı Maliye Bakanı'na açık bir mektupla durumu izah edecektir. Bu mektupta, hedefin aşılma nedenleri, tekrar hedefe dönülmesi için gerekli önlemler ve bu önlemlerin hangi sürede etkili olacağı belirtilecektir,

- Merkez Bankası üç aylık enflasyon raporu yayınlayacaktır. Bu raporda, enflasyon hedeflemesinin performansı, para politikası kararlarının etkileri ve enflasyonla ilgili perspektifler yer alacaktır, 1999 yılı Haziran ayı sonunda, Ulusal Para Konseyi 1999-2001 dönemi için enflasyon hedefi ve band genişliğini kamuoyuna ilan etmiştir. Enflasyon hedefleri ilk yıl için %8, 2000 yılı için %6 ve 2001 için %4 olarak ($\pm$ %2.5) tolerans limiti ile belirlenmiştir. Merkez bankası her üç ayda bir yayınladığı raporlarla enflasyon ve enflasyon hedefleri konusunda kamuoyunu aydınlatmaktadır. Tüketici fiyatları endeksi olarak ta IPCA endeksi seçilmiştir. Enflasyon hedefini ilan eden Ulusal Para Konseyi, Maliye Bakanı (başkan), Planlama ve Bütçe Bakanı ile Brezilya Merkez Bankası Başkanı'ndan oluşmakta ve Kurul'un sekretaryası Brezilya Merkez Bankası tarafından yürütülmektedir.²²³

²²³ Zafer Yükseler, "IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi (Brezilya Deneyimi ve Türkiye için Dersler)" Tartışma Tebliği, Türk Ekonomi Kurumu, Temmuz 2005, s.5

Brezilya Merkez Bankası bünyesinde 20 Haziran 1996 tarihinde oluşturulan Para Politikası Komitesi (COPOM), para politikasını ve kısa vadeli faiz oranlarını (Selic Rate) belirlemekle sorumludur. Para Politikası Komitesi, Merkez Bankası Başkanı ve yedi başkan yardımcısından oluşmaktadır. 2000 yılından beri düzenli olarak ayda bir yapılan COPOM toplantıları iki gün sürmekte ve birinci gün toplantıya altı bölüm başkanı da oy hakkı olmaksızın katılmaktadır. Bunlar, araştırma, ekonomi, uluslararası rezerv işlemleri, açık piyasa işlemleri, bankacılık işlemleri ve yatırımcı ilişkileri bölümü başkanlarıdır. Toplantının ikinci gününe, sadece COPOM üyeleri ile araştırma bölümü başkanı katılmakta ve yapılan tartışmalar sonucunda faiz kararı oylama ile belirlenmektedir.

Ayda bir yapılan ve iki gün süren toplantılarda, enflasyon gelişmeleri, enflasyon projeksiyonları, üretim, işgücü piyasası, kredi faizleri, ödemeler dengesi ve para piyasalarındaki gelişmeler değerlendirilmekte, Selic faiz oranı ve yönüne ilişkin kararlar alınmaktadır. Toplantıdan sekiz gün sonra, komitede yapılan değerlendirmeler ile ilgili teknik ve detaylı özet tutanak Merkez Bankası internet sayfasında yayınlanmaktadır. Ayrıca, COPOM tutanak özetleri, üç ayda bir yayımlanan para politikası raporu ekinde de verilmektedir. Para Politikası Komitesi, aynı zamanda enflasyon hedeflemesi sistemini yürütmek ve enflasyon raporlarını hazırlamakla sorumlu bulunmaktadır. Enflasyon raporları 1999 yılı Eylül ayından itibaren yayımlanmaya başlanmıştır. Bu raporlar, enflasyon projeksiyonları yanı sıra ekonomideki çeşitli alanlara ilişkin değerlendirmeleri de içermektedir.

Ulusal Para Konseyi (CMN) tarafından, üç yıllık bir dönem için yıllık enflasyon hedefleri ve band genişliği kamuoyuna açıklanmaktadır. 1999 yılı Haziran ayında, 1999-2001 dönemine ilişkin enflasyon hedefi, CMN tarafından düşen bir trend şeklinde belirlenmiş ve band genişliği ± 2 puan olarak ilan edilmiştir. 2002 ve 2003 yılı enflasyon hedefleri belirlenirken de aynı eğilim ve band genişliği korunmuştur. Ancak, 2001-2002 yıllarında karşılaşılan dışsal şok nedeniyle, 2003 yılı enflasyon hedefi yukarı doğru revize edilmiş, band genişliği ise ± 2 puandan ± 2.5 puana yükseltilmiştir. 2002 enflasyon hedefinin aşılması ve enflasyondaki olumsuz gelişmenin devam etmesi nedeniyle, Ocak 2003 tarihinde Merkez Bankası Başkanı tarafından Maliye Bakanına gönderilen açık mektupla, sırasıyla, % 4.0 (± 2.5) ve % 3.75 (± 2.5) olan 2003 ve 2004 yılı enflasyonları % 8.5 ve % 5.5'e yükseltilmiş, band uygulaması ise kaldırılmıştır. Haziran 2003 tarihinde CMN kararıyla 2004 yılı enflasyon hedefi korunmuş, 2005 yılı hedefi belirlenmiş ve ± 2.5 puanlık band uygulaması tekrar başlatılmıştır.

Bu kararlar tekrar getirilen band uygulaması sonucunda, 2004 yılı enflasyon hedefi fiilen yükseltilmiştir. CMN, Haziran 2004 tarihindeki kararıyla 2006 yılı enflasyon hedefini tespit etmiş ve band genişliğini +/- 2 puana tekrar indirmiştir. 1999-2004 dönemindeki hedef ve gerçekleştirmeler incelendiğinde, 2001, 2002 ve 2003 yıllarında enflasyon hedefinin üst limitinin aşıldığı, 2004 yılında ise tekrar band uygulamasına dönülmesinin etkisiyle hedefin tutturulabildiği görülmektedir. Özellikle, 2003 yılı hedefi iki kez revize edilmesine karşın, enflasyon hedefi tutturulamamıştır²²⁴

Enflasyon hedeflemesi sisteminin kurumsal yapısı, piyasalarla iletişim yöntemleri, hedeflerin belirlenmesi, bu hedeflere ulaşılması için kullanılan araçlar ve karşılaşılan sorunlara ilişkin değerlendirmeleri şu şekilde özetleyebiliriz;

- Enflasyon hedeflemesi sistemi, Merkez Bankası ile piyasalar arasındaki iletişimi güçlendirmiş, para politikasının şeffaflığını ile hesap verilebilirliğini önemli ölçüde artırmıştır. Bu amaca yönelik olarak, Ulusal Para Konseyi (CMN) ileriye yönelik enflasyon hedeflerini açıklamış, Para Politikası Komitesi (COPOM) aylık düzenli toplantılar yapmış, toplantılara ilişkin değerlendirme ve özet tutanaklar yayınlanmış, faiz kararları oylama suretiyle belirlenmiş, ekonomideki gelişmelerin değerlendirildiği ve üçer aylık dönemler itibariyle enflasyon projeksiyonlarının yer aldığı para politikası raporları yayınlanmaya başlamıştır. Ayrıca, enflasyon hedefinin aşılması durumunda, Merkez Bankası Başkanı tarafından Maliye Bakanı'na açık mektup yazılması uygulaması getirilmiş ve enflasyonun aşılma nedenleri ile alınacak önlemlerin belirtildiği mektuplar, kamuoyuna da açıklanmıştır.

- 1999-2000 döneminde, enflasyon hedefleri gerçekleştirilmiş, enflasyonist bekleyişler gerilemiş ve Merkez Bankası kredibilitesi artmıştır. Ancak, 2001 yılı ortalarından itibaren, dışsal faktörlerin de etkisiyle döviz kurundaki artış enflasyon performansını olumsuz etkilemiştir. 2002 yılında sermaye girişlerindeki ani yavaşlama (sudden stop) döviz kurlarındaki artışı tekrar hızlandırmış, enflasyonist bekleyişler ve enflasyon yükselmiştir.

- 2001-2003 döneminde, enflasyon hedefleri, revize edilmesine rağmen, sürekli aşılmıştır. Hedefin aşılması nedeniyle, Merkez Bankası Başkanı tarafından Maliye Bakanı'na açık mektup gönderilmiş ve enflasyondaki yükselmenin gerekçeleri ile alınacak önlemler konusunda bilgi verilmiştir. Bu dönemde, enflasyon hedefleri sürekli revize edilmiş, COPOM farklı yönde sık, sık faiz kararları almış ve enflasyon projeksiyonları ile gerçekleştirmeler arasında büyük farklılaşmalar ortaya çıkmıştır.

²²⁴ Zafer Yükseler, a.g.m.,s.6-7

• Sermaye girişlerindeki ani yavaşlama sonucunda döviz kurlarındaki yükselme yönetilen fiyat artışlarını ve enflasyonu hızlandırmış ve finansal piyasalardaki belirsizlikleri artırmıştır. Bu ortamda, COPOM'un faiz kararlarında, enflasyonun gelecek dönemdeki trendinden çok (forward-looking inflation targeting framework), kısa vadedeki mevcut eğiliminin etkili olduğu görülmektedir. Enflasyondaki kısa vadeli dalgalanmaya bağlı olarak, COPOM'un farklı yönde sık, sık faiz kararları alarak, ekonomideki belirsizliklere katkıda bulunduğu düşünülmektedir.²²⁵

• COPOM faiz kararlarında, gelecek dönem enflasyon trendi yerine mevcut enflasyon eğiliminin etkili olmasının bir diğer temel nedeni de, IMF programı çerçevesinde oluşturulan enflasyon konsültasyon yöntemidir. Niyet mektubunda belirlenen dönemler itibarıyla gerçekleşen 12 aylık enflasyonun konsültasyon bandlarını aşması durumunda, Merkez Bankası'nın veya hükümetin gerekli önlemleri alması şartı bulunmaktadır. Bu durum, ileriye yönelik enflasyon değerlendirmesi yerine mevcut enflasyon trendinin faiz kararlarında etkili olmasına neden olmaktadır.

• Enflasyon hedefleme sisteminin uygulandığı tüm dönem boyunca, özellikle 2001-2003 döneminde, döviz kurundaki volatilitenin enflasyonist bekleyişleri etkilemesi nedeniyle, enflasyonist süreçte ve faiz kararlarında önemli bir etken olduğu görülmektedir. Brezilya'da, enflasyon hedefleme sisteminin uygulandığı dönemde, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi (exchange rate pass-through), Real Planı'nın uygulandığı döneme göre azalmış, ancak enflasyondaki değişkenliğin temel unsuru olmaya devam etmiştir.

• 2002-2003 döneminde, döviz kurundaki volatilitenin enflasyonda yaratacağı belirsizliği önlemek amacıyla döviz arz ve talebini etkilemek için, kısa vadeli faizlerin yanı sıra miktar ayarlamasına yönelik tedbirler de alınmıştır. Bu önlemlerin başlıcaları, konsolide kamu kesimi faiz dışı fazlasının artırılması, zorunlu karşılıkların yükseltilmesi, net döviz açık pozisyonlarının daraltılması ve Merkez Bankasının döviz piyasasına doğrudan müdahaleleridir. Brezilya deneyimi, kriz anında, enflasyon hedeflemesi sistemi çerçevesinde bile, sadece kısa vadeli faizlerin kullanılmasının yeterli olamayacağını, diğer politika araçlarının da kullanılması gerektiğini göstermektedir.²²⁶

²²⁵ Zafer Yükseler, a.g.m.,s.34

²²⁶ Zafer Yükseler, a.g.m.,s.35

- Brezilya'da, Ulusal Para Konseyi, her yılın Haziran ayında gelecek iki yıla ilişkin enflasyon hedefini açıklamaktadır. Para politikası raporlarında da gelecek iki yıla ilişkin üçer aylık dönemler itibariyle enflasyon projeksiyonu verilmektedir. Ancak, parasal aktarım mekanizması, potansiyel üretim ve üretim açığına ilişkin belirsizlikler uzun dönem hedef ve projeksiyonların güvenilirliğini azaltmaktadır. Özellikle, ekonomik istikrarsızlığın yaşandığı dönemlerde, uzun dönemli hedef ve projeksiyonların sürekli değiştirilmek zorunda kalınması, Merkez Bankası kredibilitesini de olumsuz etkilemektedir.

- Para politikası raporlarında ve niyet mektuplarında yer alan değerlendirmeler incelendiğinde, döviz kurlarında artış ve finansal piyasalarda istikrarsızlık gözlemlendiği dönemlerde, bu olumsuz gelişmelerin genellikle dışsal şoklardan kaynaklandığı ifade edilmektedir. Enerji fiyatlarındaki yükselme, Arjantin Krizi, 11 Eylül terör saldırısı, Irak savaşı, seçim dönemi belirsizliği ve sanayileşmiş ülkelerin hisse senedi piyasalarındaki gerilemeler, ülkeye sermaye girişlerini etkilemesi nedeniyle olumsuz dışsal şoklar olarak değerlendirilmekte ve bu dönemlerde para politikasının etkinliğinin azaldığı belirtilmektedir. Ancak, döviz kurlarında değerlendirme ve finansal piyasalarda istikrar olduğu dönemler de, bu sonucun güçlü para ve maliye politikalarından kaynaklandığı ve ülkeye sermaye girişlerinin olduğu ifade edilmektedir. Ticaret hadlerinin lehe dönmesi, uluslararası likiditenin bolluğu, uluslararası piyasalarda faiz oranlarının düşmesi ve sanayileşmiş ülkelerin hisse senedi piyasalarındaki canlanma, olumlu dışsal şok olarak değerlendirilmemektedir. Özetle, olumsuz dışsal şoklar ön plana çıkarılırken, olumlu dışsal şoklar görmemezlikten gelinmektedir.

- Niyet mektupları incelendiğinde, sık, sık enflasyon konsültasyon bandlarının aşılması ve hedeflerin revize edilmesine karşın, IMF'nin Brezilya'ya karşı daha ılımlı yaklaştığı görülmektedir. Bu durum, genelde, yukarıda da belirtildiği gibi, konsültasyon bandlarının aşılması ve hedeflerin revize edilmesinin dışsal şokların sonucunda olduğu değerlendirmesinden kaynaklanmaktadır. Bir diğer unsur da, Brezilya'nın 2003 Eylül ayından itibaren IMF kredisi kullanmaması ve IMF anlaşmasının 2004 yılı ortasında ihtiyati niteliğe (precautary arrangement) dönüştürülmesidir. Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesi, Brezilya'da Merkez Bankası ile piyasalar arasındaki iletişimi güçlendirmiş, para politikasının şeffaflığını artırmış ve krizler sırasında enflasyonun kontrolden çıkmasını önlemiştir. Ayrıca, dışsal olumsuz şoklar ve piyasalarda güven bunalımının gözlemlendiği

dönemlerde, enflasyon hedeflemesi sisteminin ciddi sorunlarla karşılaşabileceğini, kısa vadeli faizlerin etkinliğinin sınırlı olduğunu ve iddialı projeksiyon ve yorumlardan kaçınılması gerektiğini de göstermiştir.²²⁷

4.8.3. Şili

Şili, 1990 sonrasında gelişmiş ülkelerle birlikte enflasyon hedeflemesi rejimine geçen gelişmekte olan ekonomilerden bir tanesidir. Şili Merkez Bankası 1984 ve 1999 yılları arasında enflasyon hedefleme stratejisi ile birlikte döviz kuru hedeflemesi de uygulamıştır. Borsadaki baskıya karşı, banka döviz kuru bandını ve kurallarını düzenledi. 1990'lar boyunca enflasyon hedeflemesi Şili'nin nominal çıpa sisteminde baskın oldu. Bu yüzden döviz kuru hedeflemesi ile enflasyon hedeflemesi arasında çatışma ortaya çıktı. Banka sonuç olarak enflasyon hedeflemesine ağırlık vermeye karar verdi. 1990'ların sonlarına kadar enflasyonu % 20'lere düşürebilmek için banka komitesi tarafından enflasyon hedeflemesi stratejisi aktif bir buluş olarak kullanıldı.²²⁸

Şili'de de para politikasının işleyişinin anlaşılması açısından finansal sistemin özelliklerine dikkat çekilmesinde yarar vardır. Diğer gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığında Şili daha liberal ve gelişmiş bir finansal sisteme sahip bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmeden önce enflasyon makul bir düzeye çekilmiştir. Enflasyon hedefi ilk olarak 1990 yılında, Merkez Bankası'nın bağımsızlığının sağlanması yönünde yeni Kanun'un yayımlanmasının ardından Eylül ayında ilan edilmiştir. Şili Merkez Bankası enflasyonu düşürmek için kademeli bir yol izlemiştir. Şöyle ki 1991 yılı için yüzde 20'nin üzerinde bir hedef belirlenmiş, bu hedef 1999 yılı sonunda yüzde 3,5'e düşürülmüştür. Merkez Bankası belirlediği hedefini gerçekleştirerek, enflasyon oranını 1990'lardaki yüzde 27,3'lük seviyesinden 1999'da 2,3'e çekmeyi başarmış ve programın güvenirliliğini de ispatlamıştır.²²⁹

Şili'nin enflasyon hedeflemesi rejimi ile ilgili deneyimi oldukça başarılı sayılmaktadır. 1991-1997 yılında üretimdeki büyümeye ortalama yüzde 8

²²⁷ Zafer Yükseler, a.g.m.,s.36

²²⁸ Klaus Schmidt-Hebbel, Alejandro Werner, " **Inflation Targeting in Brezilya, Chile and Mexico. Performance, Credibility and The Exchange Rate**", Central Bank of Chile Working Papers, July 2002, no:171, s.3

²²⁹ Melike Alparslan ve P. Ataman Erdönmez:a.g.m. ,s.20

civarında seyretmiştir. Sadece 1998 yılında üretimdeki büyüme yüzde 3,4'e, Asya ve Rusya Krizlerinin etkisiyle de 1999'un ilk yarısında da -2,9'a düşmüştür. 2000 yılından sonra ise büyüme hızı artmaya devam etmiştir. 1998 yılında Şili Merkez Bankası gevşek bir para politikasının uygulanmasını istememiştir. Merkez Bankası döviz kurunun, ticaretle ilgili şokların olumsuz etkisinden kurtarmak için değer kaybetmesine göz yummuştur. Bunun yerine Şili Merkez Bankası faiz oranlarını artırmış, hatta döviz kuru bandı daraltılmıştır. Aslında sonradan bu kararların bir hata olduğu anlaşılmıştır. Enflasyon hedefi belirlenenin altında kalmış ve ekonomi 15 yıldan beri ilk kez durgunluk dönemine girmiştir. Bunun üzerine Merkez Bankasına yöneltilen eleştiriler artmıştır. Ancak 1999'da bu durum faiz oranlarının düşmesine ve ulusal para birimi pezonun değer kaybetmesine izin verilerek tersine dönüşmüştür. 2000 yılı için enflasyon oranının yüzde 3 civarında gerçekleşmesi beklenmektedir. Şili'nin enflasyon hedeflemesi rejimi ile ilgili deneyimi genel olarak başarılıdır. Bu başarıda sadece Merkez Bankasının tutarlı politikası değil, aynı zamanda büyük mali açıkların olmaması ve mali sektörün sıkı denetim ve düzenlemelere tabi tutulması büyük rol oynamıştır. Diğer önemli bir unsur ise enflasyon hedeflerinin zaman içinde kademeli olarak sıkılaştırılmış olmasıdır.²³⁰

Şili Merkez Bankası 1998 yılına kadar birbirini takip eden her yılın eylül ayında sabit bir oran olarak enflasyon hedeflerini yıllık olarak ilan etti. 2001 yılı için banka %2-4 arasında bir hedef belirledi.²³¹

5. TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİ

5.1. Türkiye'de Enflasyon Olgusunun Tarihsel Gelişimi ve Önlenemeyen Yükselişi

Basitçe, fiyatlar genel düzeyinin sürekli biçimde artması olarak tanımlanan enflasyon, belirsizliğe yol açarak sağlıklı ekonomik kararlar alınmasını önleyen ve dolayısıyla ekonominin sürekli ve yeterli düzeyde büyüme tutturmasına engel olan, gelir dağılımını bozan, sosyal dokuyu tahrip eden, yıkıcı bir sorundur.

Dolayısıyla Türkiye'nin birinci sınıf ülke olması ve dünya ekonomileri içinde güçlü bir yere gelmesinin ön şartı da enflasyondan kurtulmaktan geçmektedir. Ayrıca üye olmaya çalıştığımız Avrupa Birliği de tam

²³⁰ Melike Alparslan ve P. Ataman Erdönmez:a.g.m. ,s.20

²³¹ Klaus Schmidt-Hebbel, Alejandro Werner,a.g.m.,s.4

üyelik yolunda Maastrich kriterleri çerçevesinde enflasyonla ilgili olarak, üye olmak isteyen ülkenin enflasyon oranının Avrupa Birliği'nin en düşük enflasyonlu iki üye ülkesinin ortalamasının 1.5 puanını aşmayacak şekilde olması gerektiğini belirtmektedir. Bunun anlamı Türkiye de yıllık enflasyonun % 3 civarına düşürülmesi gerektiğidir.

Tablo-9:1939-2001 Döneminde Türkiye'de TÜFE ve TEFE Oranları

YILLAR	TÜFE	TEFE	YILLAR	TÜFE	TEFE
1939	2.0	4.8	1971	16.5	15.9
1940	9.6	22.7	1972	13.7	18.0
1941	19.7	40.7	1973	16.0	20.5
1942	68.0	92.1	1974	18.6	29.9
1943	44.1	74.0	1975	19.8	10.1
1944	2.7	-22.8	1976	16.4	15.6
1945	3.6	-54.1	1977	28.0	24.1
1946	-1.0	104.4	1978	47.2	52.6
1947	-1.5	1.1	1979	56.8	63.9
1948	2.4	7.5	1980	115.6	107.2
1949	8.1	8.0	1981	33.9	36.8
1950	-4.4	-10.2	1982	21.9	25.2
1951	0.2	6.2	1983	31.4	30.6
1952	5.1	1.0	1984	48.4	52.0
1953	3.8	2.9	1985	45.0	40.0
1954	9.5	10.3	1986	34.6	26.7
1955	12.2	7.6	1987	38.9	39.0
1956	9.9	16.5	1988	73.7	70.5
1957	11.9	18.9	1989	63.3	63.9
1958	15.8	14.8	1990	60.3	52.3
1959	24.4	19.8	1991	63.8	55.4
1960	5.2	5.4	1992	72.3	62.1
1961	1.6	2.7	1993	66.1	58.4
1962	3.4	5.7	1994	106.3	120.6
1963	7.9	4.3	1995	93.6	88.5
1964	1.2	1.2	1996	79.8	84.9
1965	5.8	8.1	1997	99.1	91.0
1966	5.7	4.8	1998	69.7	54.3
1967	8.3	7.6	1999	68.8	62.9
1968	3.7	3.2	2000	39.0	32.7
1969	7.8	7.2	2001	68.5	88.6
1970	8.1	6.7			

Türkiye ekonomisinde enflasyon olgusunun tarihsel gelişimine bakıldığında cumhuriyetin ilanından 1970'li yılların sonlarına kadar fiyat

artışlarının birkaç istisna yıl dışında enflasyonist nitelikte olmadığı görülmektedir. Bu dönemde Türkiye ekonomisinde fiyat artışlarının çift haneli rakamlara ulaştığı istisna yıllar 1942 ve 1943 yılları olmuştur. Bu yıllarda ikinci dünya savaşı dış bir şok olarak enflasyon yaratmış ve yıllık enflasyon tüketici fiyatlarıyla sırasıyla %68 ve %44 olarak gerçekleşmiştir. 1954-1959 yılları arasında da kötü iklim koşulları nedeniyle tarımsal üretimdeki düşüş fiyat artışlarına yol açmış ve 1959 yılında enflasyon %24'ler seviyesine tırmanmıştır. İzleyen yıllarda fiyat artışlarının kontrol altına alındığı görülmektedir. 1970'li yılların ilk yarısında petrol fiyatlarının hızla artması dünya ekonomilerini ve bu arada Türkiye ekonomisini de bunalıma sürüklemeye başlamıştır. Dış gelişmelerin etkisiyle giderek artan fiyatlar çift haneli rakamlara ulaşmış ve ekonomide enflasyonun artık kalıcı olduğu inancı toplumda yerleşerek fiyat artışları kendi kendini besler hale gelmiştir.²³²

Birinci Planlı Kalkınma Dönemi (1962-1970)'nde ilk defa fiyatların denetiminden bahsedilmiştir. Fiyat artışları bu yıllarda kontrol altına alınmıştır. Yani planlı kalkınmanın ilk döneminde enflasyon konusunda dikkatli davranılmıştır.

1973 de Ham petrolün varil fiyatının 2.74 \$'dan 11.65 \$'a yükselmesi dünya genelinde petrol krizinin doğmasına yol açmıştır. Ayrıca bu yıllarda Türkiye'nin Kıbrıs adasına meşru müdahalesi ABD'nin tepkisine yol açmış ve ülkemize silah ambargosu uygulanmaya başlamıştır. Dünya bunalımının ve uygulanan ambargonun etkisiyle Türkiye, giderek artan bir enflasyon sorunuyla karşı karşıya kalmıştır. KİT ürünlerine yapılan zamlar, para arzındaki yükselişin devam etmesi ve petrol krizinin gecikmeli etkisiyle 1978 yılında enflasyon %58'e yükselmiştir.

Giderek artan enflasyonu dizginlemek için 24 Ocak 1980 kararları alınmıştır. Bu kararlarla çok yüksek oranlı devalüasyon yapılmış, faiz hadleri yükseltilmiş ve KİT ürünlerine tekrar zam yapılmıştır. 24 Ocak kararları sonrasında enflasyon 1980 yılında %107'ye yükselmiştir.

1979-1983 yıllarını kapsayan dördüncü plan döneminin ilk iki yılında enflasyon kontrolden çıkmış, 24 Ocak 1980'de yürürlüğe konan istikrar tedbirlerine rağmen ekonomi tarihimizde ilk kez 1946'da %104 olan üç rakamlı enflasyon 1980'de %107 olmuştur. 1980-1983 yılları arasında yürürlüğe konan ve IMF ile imzalanan stand-by anlaşması çerçevesinde belirlenen önlemlerin başlıca şöyledir²³³ ;

²³² Şeref Kalaycı, a.g.m. ,s.272-273

²³³ E. Tokgöz, "Türkiye'nin İktisadi Gelişme Tarihi (1914-1999)" İmaj Yayınevi,1999, 5.Basm, s.171-175

- Para arzının kısılması ve serbest faize geçilmesi,
- Türk Lirasının yüksek oranda devalüe edilmesi,
- Kamu harcamalarının kısılması, bütçe açığının küçültülmesi,
- KİT ürünlerine açıklarını kapatmaları için zam yapma yetkisinin verilmesi,
- Sübvansiyonların asgariye indirilmesi ve fiyat kontrollerinin azaltılması,
- Esnek kur, günlük döviz kuru uygulamasına geçilmesi,
- Yabancı sermaye girişini hızlandıracak önlemlerin alınması.

1980-1983 yılları arasında yani Askeri müdahale yıllarında anarşik olaylar ülke gündemini işgal etmiş ve enflasyon da büyüme hızı da düşmüştür. 1983 yılında yeniden demokrasiye dönülmesiyle enflasyon %52 seviyelerine kadar tırmanmıştır. Enflasyondaki bu yükselişte artan talebin ve maliyetlerin etkisi vardır. Yani bu dönemde maliyet ve talep enflasyonu bir arada görülmektedir.

1984-1990 Arasında ÖZAL'lı ya da ANAP'lı yıllar olarak tanımlanan bu dönemde ekonomide ciddi yapısal değişiklikler gerçekleşmiştir. Özelikle üretim yerine ticaretin teşvik edilmesi sonucu ülkenin üretim güçleri zayıflamıştır. Bu yıllarda Türkiye enflasyonla büyümeyi tercih etmiştir. Büyüme hızının yüksek olması enflasyondan ödün verilmesine neden olmuştur. Dış borçlarda ve kamu harcamalarında meydana gelen artışlar neticesinde enflasyon %80'lere fırlamıştır.

1991 de Dönemin Irak lideri Saddam Hüseyin'in Kuveyt'i işgal etmesi sonucu patlak veren 1. Körfez Savaşı Türkiye'yi olumsuz etkilemiştir. Daha sonraları çok tartışma yaratacak olan Kerkük-Yumurtalık petrol boru hattının kapatılması, ülke ekonomisi üzerinde ileride de devam edecek olan büyük bir baskı yaratmıştır. Enflasyon hızla yükselirken büyüme hızı yavaşlamıştır. Bu dönemde dış gelişmelerin ve iç siyasal çekişmelerin ekonominin önüne geçmesi sonucu Türkiye 1994 yılında bir ekonomik krizle karşı karşıya kalmıştır. Kriz neticesinde tarihe 5 Nisan kararları olarak geçen bazı ekonomik düzenlemelerin yer aldığı paket, 5 Nisan 1994'te dönemin başbakanı Tansu Çiller tarafından kamuoyuna duyurulmuştur. 5 Nisan kararları ile birlikte enflasyon, hızlı bir şekilde üç haneli rakamlara yükselmiştir.

1997-1999 arasında iktidara gelen ANAP-DSP-DTP'den oluşan koalisyon hükümeti %90'larda seyreden enflasyon rakamlarını %60'lara kadar çekmeyi başarmıştır.

1999 yılında hükümetin ekonomi politikasını maliye, gelir, para ve kur politikalarının istikrarlı bir şekilde uygulanması ve enflasyonda 1998 yılında sağlanan düşüşün kalıcı hale getirilmesi oluşturmuştur. 1999 yılında Toptan Eşya Fiyatları Endeksi'nin 12 aylık artış hızının %35, yıllık ortalama artış hızının ise %44,4 seviyesinde olması hedeflenmiştir. 17 Ağustos 1999 ve 12 Kasım 1999 tarihlerinde yaşanan deprem felaketinin olumsuz etkileri, kamu açıklarındaki genişleme ve özellikle Aralık ayında kamu malları fiyatlarında meydana gelen artışa bağlı olarak enflasyondaki artış hızlanmıştır. 1998 yılında %54,3 olan TEFE fiyatları artış hızı 1999 yılında belirlenen hedeflerin üzerine çıkarak %62,9 olarak gerçekleşmiştir. 12 aylık ortalamalara göre ise 1998 yılında %71,8 olan TEFE artış hızı 1999 yılında %53,1'e gerilemiştir. Tüketici fiyatlarında 1998 yılında %69,7 olan artış hızı 1999 yılında 0,9 puan düşerek %68,8 olmuştur. 12 aylık ortalamalara göre ise 1998 yılında %84,6 olan tüketici fiyatları artış hızı 1999 yılında 19,7 puan düşerek %64,9'a gerilemiştir.²³⁴

1999-2002 Arasında İktidara gelen DSP-MHP-ANAP'tan oluşan yeni koalisyon hükümeti, yüksek seyreden enflasyonla mücadele için IMF (Uluslararası Para Fonu) ile masaya oturmuş ve üç yıllık stand-by anlaşması imzalamıştır.

Sürmekte olan kronik ve yüksek enflasyonu üç yıllık bir sürenin sonunda tek haneli rakamlara indirmek, 2000 yılı başında uygulamaya konulan makroekonomik istikrar programının temel amacı olarak açıklanmıştır. 2000 yılı sonunda programda öngörülen hedefler TÜFE'de 14 puan, TEFE'de ise 12,7 puan aşılmakla birlikte, enflasyonla mücadelede önemli bir aşama kaydedilmiş ve enflasyon oranları son 14 yılın en düşük seviyesine inmiştir. Toptan eşya fiyatları artış hızı %32,7 ve tüketici fiyatları artış hızı %39 düzeyinde gerçekleşmiştir.

2000 yılında yıllık enflasyon %30'lara kadar gerilemesine rağmen üst üste yaşanan iki kriz enflasyon rakamlarının tekrar yükselmesine neden olmuştur. 2001 yılında %86 olan enflasyon, 2002 yılında talepteki gerilemenin etkisiyle %30,8'e gerilemiştir. Bu düşüşte IMF ile yapılan anlaşmanın uzatılmasının da katkısı vardır.

Türkiye'de 1970'lerin sonundan yakın dönemlere kadar devam eden yüksek enflasyon oranlarının nedenlerini şöyle sıralayabiliriz;

- Kamu sektörünün yüksek seviyedeki bütçe açıkları,

²³⁴ TOBB, Ekonomik Rapor 99 55. Genel Kurul, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Mayıs-2000, s.59-62

- Kamu sektörünün bütçe açıklarının monetizasyonu,
- Güneydoğu Anadolu Projesi gibi çeşitli hükümet yatırımları için gerekli altyapını yüksek seviyelerde olması,
- Jeopolitik nedenlerle birlikte askeri harcamaların yüksek olması,
- Her genel seçim öncesi uygulanan popülist politikalarından dolayı enflasyonist baskıya neden olan politik istikrarsızlık,
- Ekonomik ajanların sürekli enflasyonist beklentilerin içerisinde olması,
- İthalat girdilerinin fiyatlarındaki artış yoluyla döviz kurlarındaki değişikliklerin enflasyonist etkileri,
- Özellikle ham petrol gibi önemli ithalat girdilerinin dünya fiyatlarındaki artışlar,
- Ülkedeki özel sektör tarafından girdi olarak kullanılan kamu sektörü üretimlerinin düzenlenmiş fiyatlarındaki artışlar,
- Faiz oranlarındaki artış sonucu ortaya çıkan dışlama etkisi ve kamu sektörün yurtiçi sermaye piyasalarından borçlanmaya başlaması.²³⁵

5.2. Dönemler İtibariyle Türkiye’de Uygulanan Para Politikası Stratejileri

5.2.1. Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi

Enflasyonla mücadele etmek isteyen merkez bankası döviz kurlarının sabitleyerek güvenilirlik sağlayabilir. İşçiler ve firma yöneticilerinin enflasyonun seyri hakkında düşük beklentilere sahip olması sağlanabilirse bu iktisadi birimler ücret ve fiyatları ona göre ayarlarlar. Sonuç ülkenin düşük enflasyon oranına sahip olmasıdır. Ancak beklentiler değişmemesi olasılığı her zaman vardır.

Türkiye’de 2000 yılı başından itibaren üç yılı kapsayan ve enflasyonu tek haneli rakamlara indirgemeyi hedefleyen bir program uygulamaya konmuş ve uygulamanın ikinci yılı başında dalgalı kur rejimine geçilmiştir.²³⁶

Üç yıl sürdürülmesi konusunda görüş birliğine varılan bu anlaşmanın temel amacı;

²³⁵ A. Kibritçioğlu, (2001) “Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation” University of Illinois at Urbana-Champaign, Office of Research Working Paper No. 01-01152001, s.43-44

²³⁶ Ferya Kadioğlu, Zelal Koton, Gülbin Şahinbeyoğlu, “Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri Türkiye 2000”, Merkez Bankası Araştırma Makaleleri, Temmuz, 2001,s. 1

- tüketici enflasyonunu, yapısal reformlarla desteklenen, birbirleriyle tutarlı, güçlü, itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, gelir, para ve kur politikalarının eş güdümlü olarak uygulanması ile 2000 yılı sonunda %25, 2001 yılı sonunda %12 ve 2002 yılında %7' ye indirmek,

- reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek,
- ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak
- ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamaktır.

Enflasyonu Düşürme Programı'nın üç temel unsuru şöyledir;

- sıkı bir maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlanın artırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlanması birinci temel unsur oluşturmaktadır,

- ikinci temel unsur enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikasıdır,
- bu unsurların enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesine yapacağı katkıyı desteklemek ve ekonomik birimlere uzun vadeli bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve para politikası uygulaması, programın üçüncü temel unsurunu oluşturmaktadır.

Ekonomi tarihi süresince, bir çok gelişmekte olan ülkenin, yüksek ve yapışkan enflasyonla mücadele amacıyla uyguladığı programların en önemli parçası, döviz kurlarına ilişkin geleceğe yönelik önceden yapılan açıklamalar olmuştur. Önceden açıklanan döviz kurları ekonomik süreci birçok kanallar aracılığıyla etkileyebilecektir. Bunlar şu biçimde özetlenebilir: enflasyonu en az maliyetle aşağı çekebilmenin altında toplumun enflasyonist bekleyişlerini aşağı seviyelere indirebilmek yatmaktadır.²³⁷

Sürekli ve yüksek enflasyon yaşanan ülkelerin enflasyonla girdikleri mücadelelerinde yaşadıkları en büyük sorunlarından biri geçmiş enflasyonun, gelecekteki enflasyonu belirlemesidir. Enflasyondan korunmak amacıyla yapılan, geçmiş enflasyona endeksli her türlü sözleşme (ücret, kira,v.b.) enflasyonun aşağı çekilmesinde bir katılık yaratmaktadır. Enflasyonda yaşanan atalet olarak isimlendirebileceğimiz bu durum, uygulanacak programı olan güvenle yakından ilgilidir.²³⁸

Dolayısıyla enflasyonun en az maliyetle aşağı indirilebilmesi için, geçmişe yönelik endeksleme alışkanlığının terk edilmesi gerekmektedir. Önceden açıklanan kur, buna bu büyük desteği verecektir. Fiyat oluşumu

²³⁷ Levent Çinko, a.g.e. ,s.175-177

²³⁸ Gazi Erçel, T.C. Merkez Bankası, "2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı Kur ve Para Politikası Uygulaması", Basın Toplantısı, 9 Aralık 1999,s.3

ve ücret taleplerinde eski alışkanlığın sürdürülmesi üretimin ve istihdamın daralmasına yol açacaktır. Programa olan güven ne kadar fazla ve sürekli olursa ve program toplumun her kesimi tarafından ne kadar çok benimsenirse maliyet en aza indirilirken, enflasyonla mücadelede başarı o derece yüksek olacaktır. Orta- uzun vadede döviz kurlarına ilişkin sistemdeki belirsizliğin azaltılmasının hem mal piyasalarında hem de mali piyasalarda etkileri olacaktır.

Açıklanan kur sepeti ve yurt dışı enflasyon, uluslararası ticarete konu malların fiyatlarını belirleyecektir. Bu nedenle TEFE içerisinde %55 ağırlığa sahip olan ve çoğunlukla dış ticaret konu malların üretildiği özel imalat sanayinde faaliyet gösteren firmalar rekabetin artacağı bir dönemin başladığını hemen fark edeceklerdir. Bu nedenle firmaların fiyat ve ücret artışlarını belirlerken hedeflenen enflasyonu göz önüne almalarının önemli açıkça ortaya çıkacaktır. Özellikle TÜFE içerisinde dış ticarete konu olmayan hizmet gruplarının yoğunlukla bulunması ve bu sektörlerin fiyatlandırma davranışlarında geriye doğru endekslemenin gözlenmesi, programa olan güvenin önemini bir kez daha ön plana çıkarmaktadır.

Enflasyonu Düşürme Programının ilk ana unsuru sıkı maliye politikası ile faiz dışı bütçe fazlasında iyileşme kaydedilmesi, yapısal reformlarla bu iyileşmenin kalıcı kılınması ve özelleştirmeye hız kazandırmasıdır. Bu çerçevede, 1999 yılı sonunda GSMH'nin %2 si düzeyinde açık veren toplam kamu kesimi faiz dışı dengesinin 2000 yılında GSMH'nin %2,2 oranında fazla vermesi, 2001 ve 2002 yıllarında bu oranın %3,7' ye yükselmesi öngörülmektedir. Depremle ilgili harcamalar hariç tutulduğunda öngörülen mali iyileşme önemli oranda artmaktadır. Kamu kesiminde öngörülen iyileşmenin kalıcı kılınması ise hedeflenen yapısal reformlara dayanmaktadır. Yapısal reformlar; kamu yönetimi ve şeffaflık, vergi reformu, sosyal güvenlik ve tarımsal destekleme, özelleştirme, sermaye piyasası ile bankacılık sisteminin denetimi ve gözetimi konularını içeren kapsamlı bir uygulamayı gerektirmektedir.²³⁹

Programın ikinci temel unsuru hedeflenen enflasyona paralel yürütülen gelirler politikasıdır. Bu çerçevede, 2000 yılı için kamu kesimi maaş artışları ve askeri ücret artışları hedef enflasyon oranında ayarlanmış ve 2001 ve 2002 yıllarında bu uygulamanın devam etmesi öngörülmüştür. Diğer taraftan, tarımsal destekleme fiyatları enflasyon hedefi ile uyumlu

²³⁹ Ferya Kadioğlu, Zela Koton, Gülbin Şahinbeyoğlu, a.g.m., s.2

olarak belirlenmiştir. Programın üçüncü uygulaması esasen, para ve döviz kuru politikalarının belirsizlikleri azaltarak ekonomik birimlere uzun vadeli bakış açısı kazandırması oluşturmaktadır.²⁴⁰

Merkez bankasının uygulayacağı döviz kuru politikasının özellikleri şunlardır;

- döviz kur sepetinin bir yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde, günlük olarak açıklanması

- kur sepetinin 1ABD Doları +0,77EURO olarak devam ettirilmesidir.

Bugüne kadar döviz kuru sepeti olarak alınmıştır. Bu uygulamaya program döneminde de devam edilecektir.

2000-2002 döneminde uygulanacak olan döviz kuru politikası iki ana döneme ayrılmaktadır: ilk 18 aylık dönemde merkez bankası tarafından uygulanan kur politikası enflasyon hedefine yönelik günlük kur ayarlaması esasına dayanmıştır. 1ABD Doları +0,77EURO olarak takip edilen kur sepeti artış oranı günlük bazda bir yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde açıklanmış ve tüm işlemler önceden belirlenmiş değerler üzerinden yapılmıştır. Bu kapsamda kur sepeti günlük artış oranları yıllık % 20 oranında hedeflenen TEFE artış oranına göre ayarlanmış ve günlük değerleri ilan edilmiştir. Çeyrekler itibariyle Türk Lirasının kur sepeti karşısındaki değer kaybı 2000 yılının ilk üç ayında aylık %2,1, ikinci üç ayında %1,7, üçüncü üç ayında %1,3 ve dördüncü üç ayında %1 olması öngörülmüştür. İlk dönem döviz kuru politikası uygulamasında, merkez bankası her üç aylık dönem sonunda, ilk dokuz aylık dönem için ilan edilen sepet kur artış değerleri aynı kalmak koşuluyla ilave üç ay için yeni hedef değerleri ilan etmiştir. Bu çerçevede ilan edilen kur artış değerleri 2001 yılı ilk üç ayı için aylık %0,9 olarak belirlenmiş, takip eden aylarda da bu oran %0,85 olarak ilan edilmiştir.

Döviz kuru politikasının ikinci alt dönemi olan Temmuz 2001-Aralık 2002 tarihleri arasında bu uygulamanın sona ereceği ve kademeli olarak genişleyen bant sistemine geçileceği önceden taahhüt edilmiştir. Bu uygulamada sepet kuru artış hızı belirlenen bant değeri içinde hareket etmesi sağlanacak kurun bant değeri içindeki hareketlerine müdahale edilmeyecektir. Bant genişliği Temmuz 2001'den 31 Aralık 2002'e kadar kademeli olarak %7,5'e, 30 Haziran 2002'ye kadar %15'e ve Aralık 2002'ye kadar %22,5'e hedeflenmiştir.²⁴¹

²⁴⁰ Ferya Kadioğlu, Zelal Koton, Gülbin Şahinbeyoğlu, a.g.m., s.3

²⁴¹ Ferya Kadioğlu, Zelal Koton, Gülbin Şahinbeyoğlu, a.g.m., s.5

Teoriye uygun olarak döviz kuru hedeflemesinden beklenen, toplumda oluşmuş enflasyon beklentisini kırmaktır. Ancak ilginçtir ki özel kesimde ücret artışlarının 2000 yılı içerisinde %25 ile sınırlandırılması istenirken özel kesim geçmiş enflasyonu baz alarak ücret artışlarını %60-70 seviyelerinde gerçekleştirmiştir²⁴². Bu durum programa güven olmadığının bir göstergesidir. Yani döviz kuru hedefleme stratejisi Türkiye için enflasyon beklentilerin kırmayı başaramamıştır.

Döviz kuru hedefleme stratejisinin uygulandığı ülkelerde görülen diğer bir aksaklık iktisadi birimlerin açık pozisyonlarını artmasıdır. Türkiye’de 2000 Eylül ayı sonunda açık döviz pozisyonu programda belirlenen değerinin tam on katına çıkmıştır. Döviz kuru hedefleme stratejisinin başarısı ülkenin siyasi durumu ile yakından ilgilidir. Türkiye gibi enflasyonla mücadelede döviz kuru hedefleme stratejisini uygulayan Meksika’da siyasi olaylar programın güvenilirliğini azaltarak programdan vazgeçilmesinde büyük ölçüde rol almıştır.²⁴³

5.2.2. Parasal Hedefleme Stratejisi

1970 ve 1980’li yıllarda gerek uygulaması ve denetiminin kolay olması gerekse, ulusal ekonomide oluşacak şoklara cevap verebilme imkânının uygulayıcılara vermesi münasebetiyle parasal hedefleme stratejisi merkez bankalarınca nominal çıpa olarak kullanılmaya başlanmıştır.²⁴⁴

Parasal hedefleme stratejisi ile Merkez Bankası; Merkez Bankası parası, Parasal taban, Rezerv para, M2Y, Merkez Bankası Bilanço Büyüklüğü gibi değişkenler arasından enflasyonla yakın ilişkiye sahip olanları seçerek, bunlarla ilgili büyüklükler belirleyip bunları üçer aylık veya yıllık dönemler itibariyle gerçekleştirmeye çalışır.

Türkiye’de ise gerçek anlamda parasal hedeflemeye ilk kez 1990 yılında geçilmiştir. 1990 yılında TCMB, enflasyona ilişkin bir taahhüt altına girmeden sadece merkez bankası bilançosunu kontrol altına almak amacıyla bir parasal program ilan etmiştir. Bu programda toplam bilanço büyüklüğü, toplam iç yükümlülükler, toplam iç varlıklar ve merkez bankası parası üzerine bazı hedefler konulmuştur. Ancak, gerek 1990 yılında

²⁴² Ercan Uygur, “Krizden Krize Türkiye 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, Türkiye Ekonomi Kurumu, 2001, s.12.

²⁴³ Burak Babacan, a.g.m. ,s.3

²⁴⁴ Şeref Kalaycı, a.g.m. ,s.280

Irak'ın Kuveyt'i işgali ve bunun sonucunda ortaya çıkan Körfez savaşı nedeniyle askeri harcamaların yükselmesi, gerekse de 1991 yılında yapılan seçimler nedeniyle seçim ekonomisinin uygulanması sonucunda parasal hedefler tutturulamamış ve bunun sonucunda enflasyon yükselmiştir. İşte bu nedenle TCMB, 1992 yılında orta vadeli hedefler çerçevesinde yeni bir parasal program ilan etmiştir. Ancak, bu hedeflere de özellikle kamu harcamalarının kontrol altına alınamaması ve buna paralel olarak kamuya açılan kısa vadeli avanslar nedeniyle ulaşılamamış ve enflasyonda artış meydana gelmiştir.²⁴⁵

TCMB, 1998 yılında yeniden bir parasal program ilan etmiştir. Ancak, 1998 yılındaki parasal programda, diğer programlardan farklı olarak sadece rezerv para artışları için bir hedef tespit edilmiştir. Yine, aynı yıl Hazine ile Merkez Bankası arasında yapılan bir protokol ile parasal hedeflerin üçer aylık olarak ilan edilmesi kararlaştırılmıştır. Öte yandan, 1998 yılında ilan edilen parasal program ile merkez bankasının hazineye kısa vadeli avans açma işlevine de son verilmiştir. Ancak, 1998 yılında yaşanan Rusya krizi nedeniyle iç piyasada faiz oranları yükselmiş, bu ise ulusal paraya olan talebi artırmıştır. Ulusal para talebindeki artış ise, rezerv para artışları ile ilgili olarak yapılan hedeflerin tutturulamamasına neden olmuştur.²⁴⁶

Merkez Bankasının 2002 yılı için hedeflediği parasal büyüklük, emisyon, Türk Lirası cinsinden zorunlu karşılıklar ve serbest mevduat toplamından oluşan parasal tabandır. 2002 yılı için parasal tabanın, nominal milli gelir büyüme hızı kadar artması hedeflenmektedir-2002 yılı sonunda para tabanı bir yıl öncesinin aynı dönemine göre % 40 oranında yükselecektir-. Ayrıca para tabanı enflasyona karşı daha güçlü bir çıpa atmak amacıyla IMF' ye verilen niyet mektubunda bir performans kriterine dönüşürülmüştür. Parasal hedefleme ile Merkez Bankasının amacı para arz fazlası yaratılmayacağına ekonomik birimleri ikna etmektir.

Fakat, gerek parasal büyüklükler ile nominal gelir arasındaki ilişkiyi yüksek bir doğrulukla tahmin etmenin güçlüğünden, gerekse paranın dolaşım hızının yüksekliğinden dolayı hedeflenen parasal büyüklük ile hedeflenen enflasyon arasındaki ilişkiyi tutturmanın güç olduğu görülmüştür. 1970 ve 1980'li yıllarda gündemde olan parasal hedefleme stratejisinin

²⁴⁵ Mehtap Kesriyeli, a.g.e. ,s.21-24

²⁴⁶ Tahir Büyükkın ve C. Erarslan, a.g.m. ,s.23

başarılı sonuçlar vermediğinin görülmesi bu stratejinin terk edilmesi sonucunu doğurmuştur. Ayrıca 1980'li yılların sonuna doğru geliştirilen yeni mali araçlar ve finansal liberalizasyon sonucu parasal hedefleme stratejisi başarılması zor bir uygulama haline gelmiştir.²⁴⁷

5.3. Türkiye’de Enflasyon Hedefleme Stratejisine Geçiş Süreci

Enflasyon hedeflemesi, gerek gelişmiş ülkelerde gerekse gelişmekte olan ülkelerde başarısı kanıtlanmış ve giderek artan sayıda ülke tarafından uygulanan bir para politikası rejimidir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB), 2002 yılı başında para politikasının genel çerçevesine ilişkin yaptığı duyuruda, para politikasında nihai hedefin enflasyon hedeflemesine geçmek olduğunu, ancak gerekli ön koşullar tamamlanmadan enflasyon hedeflemesine geçilmesinin rejimin güvenilirliğini daha başlamadan sarsacağını ve bu nedenle enflasyon hedeflemesine geçiş için, para politikasının etkinliğini kısıtlayan unsurların zayıflamasının beklenene kadar “örtük enflasyon hedeflemesi” uygulanacağı belirtilmişti. Bu doğrultuda Hükümet ile birlikte enflasyon hedefleri saptanmıştır. Kısa vadeli faiz oranları enflasyonla mücadelede etkin olarak kullanılırken, para tabanı da ek bir çıpa olarak belirlenerek, enflasyon hedeflerinin güvenilirliğinin artırılması amaçlanmıştır. Uygulanan bu politika; Merkez Bankası’nın bağımsızlığı yolunda atılan adımlar, mali disiplin ve süregelen yapısal düzenlemelerin de katkısıyla, fiyat istikrarı yolunda önemi yadsınamaz kazanımları da beraberinde getirmiştir.

Geçen süre zarfında, dalgalı kur rejimine uyum artmış ve enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için elverişli bir ortam oluşmasına yönelik önemli mesafeler alınmıştır: Enflasyon hedeflerinin tümüne ulaşılmış, güvenilirlik artmış, enflasyon bekleyişleri hedeflere yakınsamıştır. Kamu borç stokunun çevrilebilirliğine ilişkin tartışmalar geçmişte ekonomideki gündem maddeleri arasında ilk sıralarda yer alırken bugün artık bu yerini kaybetmiştir. Mali disiplinin sürekliliği konusundaki kaygılar büyük ölçüde hafiflemiştir. Finansal piyasaların derinliği artmaya başlamış, finansal kesimin kırılabilirliği azalmıştır.²⁴⁸

²⁴⁷ Şeref Kalaycı, a.g.m. ,s.275-280

²⁴⁸ TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası” , Aralık, 2005, Sayı:2005-56,s.1

Ekonomik istikrarda alınan mesafeler ters dolarizasyon sürecinin başlamasını sağlamış, zaman zaman kesintiye uğrasa ve alınması gereken daha mesafe olsa da, portföy tercihlerinde Türk parası cinsinden yatırımların ağırlığı artmaya başlamıştır. Yine bu süreçte, Türk lirasından altı sıfır atılarak Yeni Türk Lirası'na geçilmiştir. Para reformu olarak adlandırığımız bu adım, elde edilen kazanımların kalıcılığına duyduğumuz güvenin bir göstergesi olmuştur. Orta vadeli programın açıklanması, Avrupa Birliği ile tam üyelik amaçlı müzakere sürecinin başlaması ve Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yapılan anlaşmayla birlikte temel makroekonomik değişkenlerin öngörülebilirliği daha da artmaya başlamıştır. 2001-2005 döneminde, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi açısından ön koşullardan bir diğeri olan para politikasında kurumsal alt yapının iyileştirilmesi konusunda da çok önemli adımlar atılmıştır. Bu süreç içinde Merkez Bankası, kurumsal çerçevesini etkinleştirmiş, iletişim politikasını daha net ortaya koymuş, bilgi setini genişletmiş ve enflasyon öngörü yöntemlerini geliştirmiştir. Ayrıca geçen zaman içinde, Merkez Bankası bağımsızlığı konusunda uygulama anlamında önemli mesafe alınmış; bu gelişme, kronik enflasyonist sürece tekrar dönülmeyeceği konusundaki bekleyişleri de güçlendirmiştir.

Bütün bu gelişmeler, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi için ön koşulların büyük oranda oluştuğuna ve doğru zamanın yaklaşmakta olduğuna işaret etmiştir. Gerek Türkiye İstatistik Kurumu'nun yayımladığı fiyat endekslerinde yapmış olduğu değişiklikler, gerekse gerçekleştirilen para reformu nedeniyle, Merkez Bankası, 2005 yılında da enflasyon hedeflemesi rejimine geçmemiş, ancak bu dönemi enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için son hazırlık dönemi olarak ilan etmiştir. Bu hazırlık döneminde para politikasının daha da kurumsallaşması yönünde atılan adımlar, para politikası stratejisi uygulamasını enflasyon hedeflemesi rejimine bir kademe daha yaklaştırmıştır. Söz konusu dönemde, Para Politikası Kurulu toplantıları önceden belirlenen ve kamuoyuna ilan edilen tarih ve saatte yapılmaya ve faiz kararları bu toplantılardan sonra ve toplantıdaki görüşler de dikkate alınarak takip eden işgünü saat 9.00'da açıklanmaya başlanmıştır. Kararların ardından ise, Para Politikası Kurulu üyelerinin de görüşlerini içeren ve kararın gerekçesi niteliğinde bir metin gecikmeksizin yayımlanmaya başlanmıştır. Bu metinler sadece mevcut kararı gerekçelendirmekle sınırlı kalmamış, faiz oranlarına ilişkin kararların gelecekte izleyeceği seyre ilişkin sinyaller de vermiştir. Yine bu dönemde kurum içinde organizasyon yapısı yenilenmiş ve para politikasına ilişkin görev

tanımları netleştirilmiştir. Sonuç olarak, son dört yıllık dönemde özellikle de son bir yıl içinde para politikasının öngörülebilirliği belirgin bir ölçüde artmış, kurumsal altyapı ve şeffaflık konusunda önemli gelişmeler yaşanmıştır.²⁴⁹

5.4. Türkiye’de Merkez Bankası Bağımsızlığı

Özellikle 1970’lerden sonra, fiyat istikrarını ve dolayısıyla ekonomik istikrarı sağlama konusunda daha etkin bir rol üstlenen merkez bankalarının sahip olması gereken yapısal özellikler ile ilgili olarak iktisat literatüründe üzerinde büyük oranda görüş birliği sağlanmış bazı kavramlar mevcuttur. Bu çerçevede, merkez bankalarının kurumsal tasarımlarında ön plana çıkan birinci konu, fiyat istikrarını temel amaç edinen bir merkez bankasının bağımsız olması gerektiğidir. Eğer fiyat istikrarı toplumun her kesiminin yararına ise ve eğer uzun dönemde refahın ve sosyal adaletin ön şartı ise, gündelik yıpranmanın uzağında kalacak ve dikkati dağılmadan bu hedefi izleyecek bağımsız bir kurum yaratmak toplum açısından bir ihtiyaçtır. Bu ihtiyacın karşılığı ise tam anlamıyla bağımsız bir merkez bankasıdır.

Bu çerçevede, ekonominin bütününe istikrarı için önkoşul olan fiyat istikrarını sağlamak ve korumak amacıyla olan merkez bankası, bu amacı takip edebilmek için öncelikli olarak yasal bir bağımsızlığa sahip olmalıdır. Amacı açık ve zımni olarak yasalarla belirlenmiş ki bu öncelikli olarak fiyat istikrarıdır, bağımsız bir merkez bankası, siyasi iktidarların kısa vadeli amaçları uğruna ellerindeki güçleri gelişigüzel kullanmalarının önünde en büyük engeldir. Merkez bankası bağımsızlığının bir diğer getirisi ise, amacı belirli ve net olan bir merkez bankasının toplumda yaratacağı güven duygusudur. Bu açıdan, fiyat istikrarını nihai amaç olarak belirlemiş ve gündelik politik kaygılardan uzak bağımsız bir kurum, bu amaçta ulaşmada en büyük güvencedir.²⁵⁰

Para politikasının etkinliğini sağlayacak önemli bir unsur olan “bağımsızlık” konusu, genelde merkez bankasının hedef bağımsızlığı ve araç bağımsızlığı olarak incelenmektedir. Bağımsızlık ölçümü için yasal ve benzeri göstergelerin de dikkate alınması gerekmektedir. Bağımsızlık arttıkça enflasyon düzeyinin ve varyansının düştüğü ve bağımsızlık ve

²⁴⁹ TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası” TCMB, Aralık, 2005, Sayı:2005-56,s.2

²⁵⁰ TCMB, “Yıllık Rapor” ,2002a ,s.16

sorumluluk arasında paralellik beklenirken ters bir ilişki olduğu gözlenmiştir. Diğer bir deyişle, merkez bankasının hedef bağımsızlığı azaldıkça, hükümetler merkez bankası ile yaptıkları kontratlarla, hedefi ve ilgili koşulları belirlemekte ve daha fazla hesap verme veya sorumlu duruma gelmektedirler.

Merkez bankasının bağımsız bir para politikası uygulayıcısı olması enflasyon hedeflemesi çatısının en temel koşuludur. Gerçekte tam anlamıyla bağımsız bir merkez bankası bulunmamasına rağmen burada sözü edilen operasyonel bağımsızlıktır. Operasyonel bağımsızlık, merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşmak amacı ile elindeki tüm enstrümanları serbestçe kullanabilmesi anlamına gelmektedir.²⁵¹

Merkez Bankası bağımsızlığı, para politikası uygulamalarında hesap verilebilirliğin ve şeffaflığın artırılmasını gerektirmektedir. Hesap verilebilirlik, hükümetin ve kamuoyunun atanmış para politikası otoritesinin performansını denetleme ve kontrol etmesini içermektedir. Merkez Bankası bağımsızlığı, kurumun para politikasının amaçları konusunda kamuoyunu kesin ve anlaşılır şekilde bilgilendirmesini gerektirdiğinden, politika uygulamaları şeffaf olmalıdır. Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ile merkez bankası bağımsızlığı, para politikasının amacına yardımcı olacak ve kamuoyunun geleceğe yönelik enflasyon beklentilerini azaltacak şekilde etkin kredibiliteye sahip olacaktır.²⁵²

Uzun vadeli çıkarları açısından merkez bankasının toplumca güven duyulan bir kurum olması aynı zamanda enflasyon bekleyişlerinin de daha hızlı düşmesini sağlayacaktır. Enflasyon bekleyişlerinin hedeflerle hızlı bir şekilde uyum sağlaması sonucunda enflasyonun kendisi de hedeflere o kadar hızlı ulaşacaktır. Bu sürecin sonucu, enflasyonu yüksek seviyelerden düşürmenin ve uzun vadede fiyat istikrarına ulaşmanın kısa vadedeki maliyetinin daha az olmasıdır.²⁵³

TCMB'nin 2006 yılında geçtiği enflasyon hedefleme stratejisinin uygulanabilmesi için iki temel ön koşulun yerine getirilmesi gerekmektedir.

²⁵¹ B. Usta, (2003), "Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği" www.tcmb.gov.tr 2003, s.16-17

²⁵² H. Altıntaş ve S. Taban, "Gelişmekte Olan Ülkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı: Karşılaşılan Güçlükler ve Sınırlamalar" Uludağ Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, 20021, Cilt: 21, Sayı: 2, 2002, s.30

²⁵³ TCMB, "Yıllık Rapor" ,2002a ,s.17

Bunlar, merkez bankasının araç bağımsızlığına sahip olması ve enflasyon hedefi yanında başka bir nominal çıpaya ilişkin katı bir taahhüdün olmasıdır. Yeni merkez bankası kanunu, TCMB'ye araç bağımsızlığını vererek, enflasyon hedefleme stratejisinin ilk şartının yerine getirilmesini sağlamıştır.

T.C. Merkez Bankası Kanunu'nun 4. maddesinin son fıkrasında Banka'nın bağımsızlığı "Banka, Kanun ile kendisine verilen yetkileri kendi sorumluluğu altında müstakil (bağımsız) olarak kullanır." şeklinde ifade edilmek suretiyle yasal olarak güvence altına alınmıştır. Bankanın hükümetle olan ilişkisi ise Kanun'un 41. maddesinde "Banka, Hükümetin mali ve ekonomik istişare organıdır. Bu sıfatla Banka, para ve kredi politikası konusunda Hükümetçe incelenmesi istenilecek hususlar hakkında mütalaa beyan eder" şeklinde tanımlanmıştır.

Temel amacın bu şekilde, fiyat istikrarını sağlamak olduğu ifade edilirken, "fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler" şeklindeki hüküm aynı zamanda bankanın araç bağımsızlığının da olduğunu göstermektedir.

Ayrıca T.C. Merkez Bankasının Hazine ile olan ilişkilerinin siyasi otoritenin senyoraj yapma eğilimini sınırlandırmak yönünde 1994 yılında yeniden düzenlendiği görülmektedir (TCMB Kanunu, Madde 51). Buna göre Hazinesin Merkez Bankasından kullanabileceği avans miktarı "cari yıl bütçe ödenekleri toplamının bir önceki yıl mali yıl genel bütçe ödeneklerini aşan kısmın" belli bir yüzdesi ile sınırlandırılmıştır. Buna göre, T.C. Merkez Bankası'nın Hazine'ye açtığı kısa vadeli avanslar için 1994 yılına kadar olan % 15 oranındaki azami sınırın Nisan 1994'de getirilen değişiklikle kademeli olarak indirilmesi öngörülmüştür. Buna göre, söz konusu oran 1996 yılı için %10, 1997 yılı için %6, 1998 yılı ve müteakip yıllar için % 3 olarak belirlenmiştir.²⁵⁴

Ayrıca, Hazine ve T.C. Merkez Bankası arasında 1997 yılında Merkez Bankası para politikasının etkinliğinin artırılmasını ve bekleyişlerin olumlu yönde etkilenmesini sağlamak amacıyla bir Protokol imzalamışlardır. Protokol'e göre, Merkez Bankası'nca para programının etkinlikle uygulanmasını sağlamak üzere Hazine, kısa vadeli avans da dahil olmak üzere her türlü parasal ilişkisini Merkez Bankası'yla uyumlu olarak ve para programını bozmayacak şekilde, Merkez Bankası'nı önceden bilgilendirmek suretiyle kullanacaktır.

²⁵⁴ TCMB, "T.C.M.B.Kanunu (Nisan)", 1997, Madde 50

Hukuki açıdan bakıldığında Merkez Bankasının para politikasının yürütülmesi için gerekli yetki ve görev tanımı ile operasyonel bağımsızlığa sahip olduğu görülmektedir. Diğer yandan, Hazine ile Merkez Bankası ilişkileri 1994 yılından itibaren sınırlandırılmıştır. Ancak, her ek bütçe yapılması durumunda kullanılabilecek avans miktarının önlenmesi yönünde bir düzenleme yapılması mümkün görülmektedir. Ayrıca, Protokol ile düzenlenen Hazine ve T.C. Merkez Bankası ilişkisinin yasal dayanağa kavuşturulması ve Yeni Zelanda uygulamasında olduğu gibi siyasi karar alıcıların enflasyona ilişkin taahhütlerinin merkez bankasına aktarılmasını teminen Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan düzenlemelerin Türkiye'de de yapılması gibi öneriler de getirilmektedir.²⁵⁵

Mali baskınlığın varlığına işaret eden kriterler ve Türkiye'nin içinde yaşadığı enflasyonist ortam, ancak bazı şartların değişmesi halinde enflasyon hedeflemesi politikalarının Türkiye'de uygulanmasının mümkün olduğu sonucunu ortaya çıkartmaktadır. Bununla beraber, enflasyon hedefleme politikalarının uygulanması için mali baskınlığın giderildiği varsayımı altında belirlenecek hedeflere uygun para politikası uygulamakla yükümlü olacak Merkez Bankasının konumu ve serbestlik derecesi incelendiğinde T.C. Merkez Bankasının, enflasyon hedeflemesi dönemine başladığında İngiltere Merkez Bankasının konumuna göre daha yüksek oranda bir serbestiye sahip olduğu görülmektedir. Buna göre, İngiltere Merkez Bankası, faiz oranlarının belirlenmesi ve döviz piyasalarına müdahale gibi operasyonel açıdan bir merkez bankasının sahip olması gereken araçları ancak Mayıs 1997'de kazanmıştır. Bununla karşılaştırıldığında, T.C. Merkez Bankasının operasyonel bağımsızlığını çok daha önceden elde ettiği görülmektedir.²⁵⁶

Türkiye'de merkez bankasının bağımsızlığına yönelik ileri adımlar 2001 yılından itibaren atılmıştır. 5 Mayıs 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4651 sayılı kanunla 1970 tarih ve 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu'nun 14 maddesinde değişiklik yapılmış, 7 maddesi yürürlükten kaldırılmış ve yeni bir madde eklenmiştir. Yasal değişikliğin temel amacı, merkez bankasının para politikası uygulaması konusundaki bağımsızlığının güçlendirilmesidir. Yapılan ampirik çalışmalarda, merkez bankalarının bağımsızlığı ile enflasyon arasında doğrudan bir ilişki olduğu saptanmıştır.

²⁵⁵ Melike Alparslan ve P. Ataman Erdönmez, a.g.m. ,s.28

²⁵⁶ N.Kamuran Malatyalı, a.g.e. ,s. 60-61

Bu çerçevede yeni Merkez Bankası Kanunu ile getirilen temel değişiklikler şu şekilde özetlenebilir²⁵⁷ ;

- Bir bağımsızlık ölçütü olarak, bankanın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve bankanın para politikasının belirlenmesinde ve uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır. Banka araç bağımsızlığını kazanırken, enflasyon hedefini hükümetle birlikte belirleme görev ve yetkisiyle donatılmıştır.

- Araç bağımsızlığının bir sonucu olarak, kamuoyuna karşı hesap verebilirlik ve şeffaflık ilkelerinin de en üst düzeyde gerçekleştirilmesi benimsenmiştir.

- Fiyat istikrarının gerçekleştirilmesinde etkinlik sağlanması amacıyla, dünyadaki uygulamalar da göz önüne alınarak Para Politikası Kurulu oluşturulmuştur.

- Bağımsızlığın sağlanması kapsamında hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans verilmesi ve kredi açılması yasaklanmıştır.

- Son borç verme mercii sıfatıyla ödeme sisteminde aksamalara sebep olabilecek geçici likidite sıkışıklıklarını ve finansal piyasaların etkin bir şekilde çalışmasını engelleyebilecek teknik kaynaklı ödeme sorunlarını gidermek amacıyla, merkez bankasına sisteme, teminat karşılığında gün içi veya gün sonu kredi sağlama imkânı getirilmiştir.

- Finansal sistemde istikrarı sağlama görev ve yetkisi kapsamında bankaya, mali sistemin alt yapısının güçlendirilmesi ve mali sistemin taşıdığı risklerin belirlenmesi amacıyla, sistemi izleme ve değerlendirmeler yapma, mali sistemdeki risklerin sektörün geneline yayılmasını önlemek için gerekli tedbirleri alma yetkileri verilmiştir.

- Başkanın görev süresine paralel olarak, başkan yardımcılarının görev süreleri 3 yıldan 5 yıla çıkarılmıştır. Ayrıca, başkanda olduğu gibi başkan yardımcılarının sürelerinin bitiminden evvel değiştirilmelerinin mümkün olmadığı hükmü getirilerek, görev güvencesi sağlanmıştır.

- Bankanın, istatistikî bilgilerin toplanmasında, kamu kurum ve kuruluşları, Hazine Müsteşarlığı, Devlet İstatistik Enstitüsü, diğer ülkelerin istatistikî bilgi toplamaya yetkili makamları ve uluslararası kuruluşlarla işbirliği yapması benimsenmiştir.

²⁵⁷ TCMB, "Yıllık Rapor", 2001b, s.111-114

5.5. Örtük Enflasyon Hedeflemesi (2002-2005)

2001 yılında para politikası, enflasyon hedeflemesine geçilmesinin önkoşulları sağlanıncaya kadar, para tabanının nominal çıpa olarak belirlendiği bir parasal hedefleme çerçevesinde yürütülmüştür. Kriz yönetiminin zorluklarına rağmen, öngörülen hedefler tutturulmuştur. Para programında nominal çıpa olarak belirlenen para tabanının, 2002 yılında enflasyon hedefi ve büyüme tahmini ile tutarlı olarak % 40 oranında artması öngörülmüştür. Böylece ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin etkileneceği amaçlanmıştır. Bilindiği gibi, para ikamesinin güçlü ve finansal yeniliklerin yaygın olduğu bir ortamda paranın dolaşım hızı istikrarlı olmamakta, dolayısıyla para tabanı tahmini güçleşmektedir.²⁵⁸

2001 Şubat ayında yaşanan krizi takip eden dönemde, kurlarda yüksek hareketlilik gözlenmiş; Ağustos ayından itibaren ise söz konusu hareketlilik azalmıştır. 11 Eylül olayları sonrasında kurlarda geçici nitelikte bir hareketlilik yaşanmış; 2001 yılının son çeyreğinde ve 2002 yılının ilk aylarında ise hareketlilik büyük ölçüde azalmıştır. 2001 yılı Ekim ayının ortalarından itibaren olumluya dönen bekleyişler, kur üzerindeki baskıyı büyük ölçüde hafifleterek, kurda belirgin bir azalışa yol açmıştır. Ancak, 2002 yılı Şubat ayı başında açıklanan Ocak ayı enflasyon rakamlarının beklenilenden yüksek çıkmış olması ve Irak'a yönelik olası bir operasyonun yarattığı tedirginlik sonucu kurlar üzerinde yukarıya doğru bir baskı oluşmuştur. 2002 Şubat ayı ortalarından ise söz konusu olumsuz gelişmelerin etkisi hafiflemiştir. Ayrıca, bu dönemde IMF'den sağlanan dış finansman kaynağı döviz piyasalarında rahatlatma sağlamıştır. 2002 yılı başından itibaren döviz piyasalarını etkileyen bir diğer gelişme ise Avrupa Birliği para birimi Euro'nun fiziksel olarak tedavüle çıkmasıdır.²⁵⁹

2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat aylarında yaşanan mali krizlerin ardından "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" uygulamaya konulmuştur. Programın temel amaçları, bankacılık sektörüne ilişkin tedbirlerin süratle alınarak mali piyasalardaki belirsizliğin azaltılması, buna bağlı olarak faiz oranları ile döviz kurlarında istikrarın sağlanması, iktisadi etkinliği sağlayacak yapısal reformların gerçekleştirilmesi, makroekonomik politikaların enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanılması, sürdürülebilir büyüme ortamının temin edilmesi olarak belirtilmiştir. Bu çerçevede, kamu

²⁵⁸ TCMB, "Para Politikası Raporu", 2002b,s.18-19

²⁵⁹ TCMB, "Para Politikası Raporu", 2002b,s.23

kesiminin artan borç yükünün sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulması amacıyla maliye politikası daha da sıkılaştırılmış, para politikasında merkez bankasının kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi artırılmış ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir.²⁶⁰

Tablo-10: 2002-2005 Döneminde Hedef ve Gerçekleşmeler

	2002	2003	2004	2005
hedef	35	20	12	8
gerçekleşme	29.7	18.4	9.32	7.72

2002 yılında makroekonomik hedeflerle uyumlu bir parasal genişlemenin ötesine geçmemek ve geçilmeyeceğine ekonomik birimleri ikna etmek amacıyla parasal hedefleme politikası uygulanmıştır. Diğer bir deyişle, ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek amacıyla merkez bankası bilanço kalemi olan para tabanının artışı hedef değişken olarak belirlenmiş ve programın nominal çıpası olmuştur. 2002 yılı sonunda bu büyüklüğün yılsonu enflasyon hedefi ve büyüme hızı öngörüsü paralelinde artacağı taahhüt edilmiş ve performans kriteri olarak kabul edilmiştir. Parasal hedeflemeye ek olarak, merkez bankası nihai hedefi olan fiyat istikrarı ile tutarlı bir enflasyon hedeflemesine resmi olarak geçmeden örtük enflasyon hedeflemesi politikası izleyeceğini, gelecekte enflasyonun alabileceği değerleri dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidebileceğini belirtmiştir.

2002 yılı sonunda tüketici fiyatları enflasyonu % 29,7, toptan eşya fiyatları enflasyonu ise % 30,8 oranında gerçekleşmiştir. Bu gerçekleştirmeler, tüketici fiyatları enflasyonu için son 20 yılın, toptan eşya fiyatları enflasyonu için ise son 16 yılın en düşük rakamlarıdır. Uygulanan makroekonomik politikalar ve gerçekleştirilen yapısal reformlar programın inandırıcılığını artırmış, enflasyon bekleyişlerini düşürerek enflasyonla mücadeledeki kazanımda belirleyici olmuştur. Bunun yanı sıra, iç talep enflasyonu etkileyemeyecek bir düzeyde kalmıştır. Diğer taraftan dalgalı kur rejimi uygulanmasının ve iç talep yetersizliğinin kur hareketlerinin fiyatlara yansımalarının boyut ve hızını azalttığı gözlenmiştir.²⁶¹

²⁶⁰ TCMB, "Yıllık Rapor" ,2002c ,s.13

²⁶¹ TCMB, "Yıllık Rapor" ,2002c ,s.14-18

2001 yılındaki ekonomik daralmanın ardından Türkiye ekonomisi, 2002 yılında yeniden büyüme sürecine girmiştir. 2002 yılının ikinci yarısında yaşanan siyasi belirsizlikler ve Kasım ayında gerçekleşen erken seçime rağmen, büyüme hızı beklentilerin oldukça üstüne çıkarak % 7,8'e ulaşmış, tüketici fiyatları artış hızı ise yılsonu hedefinin altında gerçekleşerek % 29,7'ye gerilemiştir. 2003 yılı ekonomik programının temel amaçları enflasyonla mücadele, borç yükünün azaltılması ve sürdürülebilir hızlı büyüme olarak belirlenmiştir.²⁶²

2001 yılı Şubat ayında yaşanan krizin ardından yürürlüğe konulan ve 2002 yılı başında 2002–2004 dönemini kapsayacak şekilde revize edilen “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile para ve kur politikasına yeni bir çerçeve çizilmiştir. Buna göre, gelecek dönem enflasyonuna odaklanan ve “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak nitelendirilen bir politika izlenmeye başlanmıştır. Bu politika uyarınca, merkez bankası dalgalı kur rejimi altında bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını enflasyonla mücadelede temel politika aracı olarak kullanmakta, diğer yandan IMF ile yürütülmekte olan program çerçevesinde, parasal performans kriterleri ile gösterge niteliğindeki hedefleri gözetmektedir. Bu çerçeve 2003 yılında da korunmuş, 2003 yılı için belirlenen tüm kriter ve hedeflere ulaşılmıştır.²⁶³

2001 yılı başında uygulamaya konulan istikrar programı ile TEFE ve TÜFE enflasyonunun üç yıllık bir sürede % 12 düzeyine ve daha sonrada tek haneli düzeylere indirilmesi hedeflenmiştir. Uygulanan para politikası, maliye politikası ve yapısal reformların etkisiyle 2002 ve 2003 yıllarında enflasyonla mücadelede istenilenden daha yüksek başarılar elde edilmiş, enflasyon oranları hedeflenen düzeylerin de altında gerçekleşmiştir. İstikrar programı çerçevesinde 2004 yılında TEFE ve TÜFE enflasyonunun % 12 olması öngörülmüştür. Yıl içinde para ve maliye politikalarının kararlılıkla uygulanmaya devam edilmesi, gerçekleştirilen yasal düzenlemeler, fiyat istikrarının gerçekleştirileceğine ilişkin artan güven ortamı, iç talepte fiyatları zorlayacak bir baskı oluşmaması, verimlilik ve yatırımlarda meydana gelen artışların ekonominin üretim düzeyini yükseltmesi, izlenmekte olan dalgalı döviz kuruna bağlı olarak kur geçişenliğinin azalması, Türk Lirası'nın istikrar kazanması, enerji fiyatları ve birim ücretler gibi maliyet koşullarındaki olumlu gelişme, fiyatlama politikasının

²⁶² TCMB, “Yıllık Rapor”, 2003 ,s.15

²⁶³ TCMB, “Yıllık Rapor”, 2003 ,s.75

hedeflenen enflasyona göre belirlenmesi ve bazı sektör ve tüketim grubu fiyat artışlarının önemli miktarda gerilemesi enflasyonun düşürülmesine olumlu katkı sağlamıştır. 2002 yılında enflasyonda başlayan düşme, 2003 yılının ardından 2004 yılında da devam etmiştir. Yıllık bazda fiyat artışları TEFE’de Şubat ayında % 9,1 ile 1970 yılından bu yana, TÜFE’de ise Mayıs ayında % 8,9 ile 1983 yılından bu yana ilk kez tek haneli seviyeye inmiştir.²⁶⁴

2004 yılında da tüketici fiyatları enflasyonu % 10’un altına gerilemiştir. TCMB, dalgalı kur rejimi çerçevesinde, 2004 yılında gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası izlemiştir. Bu hedefe ulaşmak için, kısa vadeli faiz oranları temel politika aracı olarak kullanılmıştır. Ayrıca, TCMB temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak mali piyasalardaki istikrarın devam etmesi yönünde de gerekli önlemleri almıştır. Bu çerçevede, IMF ile yapılan stand-by anlaşması çerçevesinde, uygulanmakta olan ekonomik programla uyumlu olarak, daraltıcı nitelikteki parasal performans ile parasal gösterge hedeflerine ulaşmak için gerekli politikalar TCMB tarafından yürütülmüştür. TCMB, 2002 ve 2003 yıllarında olduğu gibi hükümet ile ortak belirlenen enflasyon hedefine ulaşmak üzere, 2004 yılında da “örtük enflasyon hedeflemesi” politikası çerçevesinde para politikasını oluşturmuştur.²⁶⁵

2002 yılında başlayan enflasyondaki düşüş eğilimi, 2004 yılında hızlanarak devam etmiş böylelikle üst üste üçüncü kez yılsonu enflasyon hedefine ulaşılmıştır. 2004 yılı Aralık ayında, TÜFE enflasyonu % 9,32’ye gerileyerek, yılsonu için belirlenen % 12’lik enflasyon hedefinin altında kalmıştır. TEFE yıllık fiyat artış hızı ise % 13,84 oranında gerçekleşmiştir. Dalgalı kur rejimi sonucunda, kurlarda görülen yukarı-aşağı yönlü hareketler, kur hareketlerinin kısa sürede fiyatlara endekslendiği mekanizmayı zayıflatmıştır. Sonuç olarak 2004 yılında ekonomik programın kararlılıkla uygulanmasına karşın, uluslararası emtia piyasalarında gözlenen dalgalanmaların etkisiyle enflasyonda artış gözlenmiş ve toptan eşya enflasyonunun dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur.²⁶⁶

TCMB, 2 Ocak 2004 tarihli “2004 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi” duyurusunda belirtildiği gibi, 2004 yılında da dalgalı kur rejimi

²⁶⁴ TOBB, “**Ekonomik Rapor 2004 60. Genel Kurul**” Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Mayıs-2005,s.60

²⁶⁵ TCMB, “**Yıllık Rapor**”,2003,s.15-16

²⁶⁶ TCMB, “**Yıllık Rapor**”,2003,s.63-73

altında örtük enflasyon hedeflemesine devam etmiştir. Bu çerçevede, TCMB, bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını, enflasyonla mücadelede temel politika aracı olarak kullanmaya devam etmiş, diğer taraftan IMF ile yürütülmekte olan program çerçevesinde, parasal performans kriterleriyle gösterge niteliğindeki hedefleri yakından takip etmiştir.²⁶⁷

Enflasyondaki düşüş, 2005 yılında geçtiğimiz dört yıla kıyasla yavaşlamakla birlikte devam etmiştir. Söz konusu yavaşlamaya rağmen; para politikasının ihtiyatlı duruşu, bütçe disiplininin sürmesi ve gerçekleşen enflasyonun hedefle uyumlu olması sonucu enflasyon beklentileri olumlu seyrini korumuştur. Bunun yanında yapısal reformlardaki ilerlemeler, bütçede üç yıllık planlamaya geçilmesi, orta vadeli programın kararlılıkla sürdürülmesi, Avrupa Birliğine tam üyeliğe yönelik müzakerelerinin başlaması, gerçekleştirilen para reformu ve finansal istikrarın güçlenmesi gibi gelişmeler risk primini düşürerek Yeni Türk lirası yatırım araçlarına olan talebi artırmıştır. Bu gelişmeler sonrasında ekonomi genelinde vadeler uzamaya başlamış, orta ve uzun vadeli reel faizlerdeki kademeli düşüş devam etmiş ve Yeni Türk lirasının güçlü konumu sürmüştür. Diğer yandan mali disiplinin sürmesi ve faizlerin düşmesi Hazine'nin borçlanma ihtiyacını azaltmış, bu da kredi arzını destekleyen bir unsur olmuştur.

Bütün bu gelişmeler, Merkez Bankasının politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını 2005 yılının ilk yarısında kademeli olarak indirebilmesine olanak tanımıştır. Bununla birlikte, 2005 yılının ikinci yarısından itibaren 2006 yılsonu enflasyonuna odaklanmaya başlayan Merkez Bankası, enflasyondaki düşüş sürecini yavaşlatan faktörlere dikkat çekerek temkin düzeyini artırmıştır. 2005 yılsonu itibarıyla TÜFE enflasyonu % 7,72'ye ulaşarak, 2005 yılı için belirlenen % 8 oranındaki hedefin altında kalmıştır.²⁶⁸

Sonuç olarak son otuz yıllık uzun dönem boyunca, fiyat istikrarının temel amaç olarak benimsenmeyerek gündelik politikalara bırakıldığı ve fiyat istikrarının sağlanabilmesi için gerekli yapısal düzenlemelerin de göz ardı edildiği bir gerçektir. Yaşanan bu kronik enflasyon döneminde, gerek Merkez Bankası'nın bağımsızlığı gerekse yapısal düzenlemelerin gerçekleştirilememiş olması birçok sorunu da beraberinde getirmiştir. Söz konusu dönemlerde, kısa vadede getirisi olan ancak fiyat istikrarı ile çelişen ve dolayısıyla uzun vadede nihai amaç olan ekonomik istikrara zarar veren uygulamalar, Merkez Bankası'ndan farklı öncelikleri gözetmesinin istenmesi, enflasyondaki tırmanışın ve sürekliliğin yolunu açmıştır.²⁶⁹

²⁶⁷ TCMB, "Yıllık Rapor", 2003, s.75

²⁶⁸ TCMB, "Enflasyon Raporu 2006-I", s.1-5

²⁶⁹ Cuma Bozkurt, a.g.e. ,s.159

5.6. Açık (Doğrudan) Enflasyon Hedefleme Stratejisi

Merkez bankalarının birincil ve öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Enflasyon hedeflemesi ise, fiyat istikrarına ulaşılabilmesi amacıyla uygulanan ve gidererek yaygınlaşan bir para politikası stratejisidir. Akademik yazında birçok farklı tanım bulunsa da, uygulamalara bakıldığında enflasyon hedeflemesi rejimini diğer rejimlerden ayıran iki ana unsurun bulunduğu görülmektedir²⁷⁰:

- Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankaları, enflasyon hedeflerini rakamsal olarak açıklamakta, bu hedeflere ulaşmayı taahhüt etmekte ve açıklanan hedeflere ulaşamaması durumunda kamuoyuna hesap vermekle yükümlü olmaktadır.

- Para politikası kararlarının ekonomiyi etkilemesi belli bir süre gerektirdiğinden, merkez bankaları bugünkü enflasyonu değil gelecekteki enflasyonu kontrol edebilmekte, bu amaçla belirli zaman aralıklarıyla enflasyon tahminleri oluşturmakta ve bu tahminleri kamuoyu ile paylaşmaktadırlar. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejimi çoğu zaman “enflasyon tahmini hedeflemesi” olarak da adlandırılabilir. Bu doğrultuda, öngörülerin enflasyon hedefi ile tutarlılığı ve hedeften sapma konusundaki riskler kamuoyuna anlatılmaktadır.

Açık hedeflerin saptanması, merkez bankasının hedefe yaklaşmasını daha da kolaylaştırarak mali sorumluluğunun gelişmesine yardımcı olacaktır. Mali sorumluluk ve hedeflerden sapmaların açıklanması ihtiyacı, kamuoyunun para politikası kararlarına ilişkin gerekçeleri bilmeleri ve dolayısıyla daha doğru beklentilere sahip olmalarına imkân sağlayan şeffaflığı teşvik etmelidir.

Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesi rejimi konusunda 2000 yılından bu yana çalışmalarını sürdürmektedir. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin ana çerçevesi oluşturulurken, bu rejimi uygulayan 20’yi aşkın gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin deneyimlerinden faydalanılmıştır. İncelenen ülke örnekleri, tarihsel, kültürel, ekonomik ve siyasal farklılıklar nedeniyle, “her ülkeye uygun tek ve en iyi uygulama” olmadığını göstermiştir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde genel yapı oluşturulurken Türkiye’ye özgü bir modelin oluşturulması gerektiği göz önüne alınmıştır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2006 yılında para politikası kurumsallaşma süreci çerçevesinde enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamasına geçmiştir. Bu rejim ile birlikte, son yıllardaki “düşen enflasyon”

²⁷⁰

TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, Aralık, 2005, Sayı:2005-56, 2005,s.3

sürecinden “fiyat istikrarı” sürecine doğru ilerlenmesi planlanmaktadır. Bu kapsamda, önümüzdeki dönemde para politikasının genel çerçevesinde, enflasyon hedefleri ve bu hedeflere ulaşmak için izlenilecek politikalar konusunda giderek artan bir açıklık ve hesap verme söz konusu olacaktır.²⁷¹

5.6.1. Türkiye’de Enflasyon Hedefinin Oluşturulma Süreci

Kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilirliği ve iletişim açısından avantajları göz önüne alınırken, enflasyon hedefi “nokta hedef” olarak belirlenmiştir. Toplumun her kesimi tarafından kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olduğu için, enflasyon hedefinin Tüketici Fiyat Endeksi üzerinden tanımlanması tercih edilmiştir. Bu doğrultuda, hedeflenen değişken 2003 temel yıllık Tüketici Fiyat Endeksi’nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yılsonu enflasyon oranıdır. 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulamasına geçildiği göz önüne alındığında, üç yıllık bir hedef patikasının açıklanmasının, enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığını ve diğer makroekonomik projeksiyonlarla uyumunu artıracığı düşünülmektedir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejiminin bu ilk aşamasında hedefler üç yıllık olarak ilan edilmektedir. Katılım Öncesi Ekonomik Program ve üç yıllık bütçe planlarıyla uyumlu olarak, 2006, 2007 ve 2008 için yıl sonu hedefleri sırasıyla % 5, % 4 ve % 4 olarak belirlenmiştir.

Tüketici Fiyat Endeksi gibi kapsamlı bir endekisle ölçüldüğünden, enflasyon, para politikasının denetimi dışındaki unsurlardan kaynaklanan oynaklıklar gösterebilecektir. Petrol fiyatlarındaki gelişmeler, uluslararası likidite koşulları ile küresel risk algılamasındaki değişimler, dolaylı vergi ve kamu fiyat ayarlamaları, islenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülemeyen hareketler gibi unsurlar, enflasyonda zaman zaman dalgalanmalar yaratabilecektir. Bütün bu unsurlara ekonomideki veri ve model belirsizliği de eklenince, nokta hedef söz konusu olduğunda enflasyon gerçekleşmesinin hedefle birebir aynı olma olasılığının son derece düşük olduğu açıktır. İşte bu nedenle, Merkez Bankası’nın, enflasyonun belirlenen nokta hedeflerden en ufak bir sapma dahi göstermeyeceği taahhüdünü vermesi mümkün değildir.²⁷²

Ancak bu durum hesap vermeme anlamına gelmemelidir. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasında, enflasyonun herhangi bir dönem içinde hedeften belirgin olarak sapması durumunda, Merkez Bankası söz konusu

²⁷¹ TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası” TCMB, Aralık, 2005, Sayı:2005-56,s.3-4

²⁷² TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası” , Aralık, 2005, Sayı:2005-56,s.4-6

gelişmenin nedenlerini yayımladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna açıklayacaktır. Bu bağlamda, Merkez Bankası yayımlayacağı raporlar aracılığıyla kamuoyuna sürekli olarak hesap vermek durumunda olacaktır. Ancak yine de, enflasyon gerçekleştirmelerinin hedeften aşırı sapma gösterdiği durumlarda, Merkez Bankası'nın bu durumu kamuoyuna açıklayacağı ayrı bir mekanizma oluşturması önem taşımaktadır. Zira Merkez Bankası Kanunu'nun 42. maddesinde, "Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşılamaması ya da ulaşılamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar." hükmü yer almaktadır. Söz konusu madde, hesap verebilirliği sağladığından, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde titizlikle uygulanacaktır.

Bu noktada yanıtlanması gereken temel soru, bu mekanizmanın nasıl oluşturulacağıdır. Nokta hedefin tam olarak tutturulması olasılığı hemen hemen sıfırdır. Bu durumda, hedeften ondalık hatta yüzdelik rakamlarla ifade edilebilecek bir sapma durumunda bile hesap verme gündeme gelecek midir? Ne büyüklükte bir sapma bu tür bir açıklama yapılmasını gerektirmektedir? Açıktır ki, bu düzeyin büyüklüğü önemlidir, ancak, bu düzeyin nasıl algılanacağı çok daha önemlidir. Sapma düzeyinin belirlenmesi, bizi bir "belirsizlik aralığı"nın ifade edilmesi anlamına gelmektedir. Kritik olan nokta, bu aralığın hiç bir şekilde enflasyon hedefi aralığı olarak algılanmamasının gerekliliğidir.

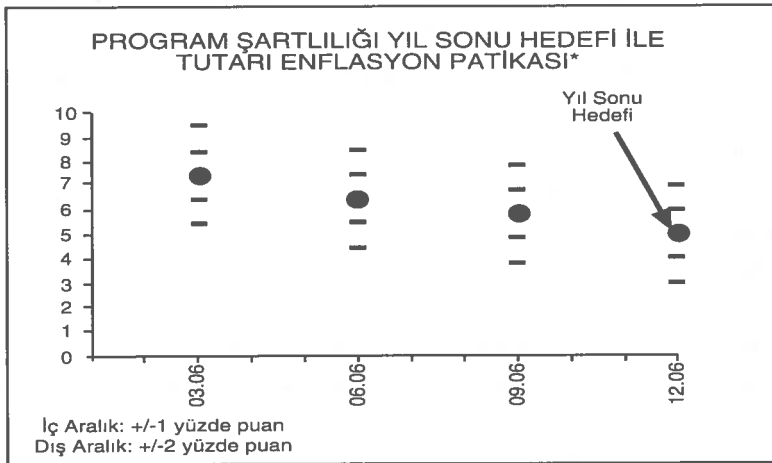
Hedef etrafında bir aralık oluşturulması, enflasyon hedeflemesi uygulayan ve nokta hedef ilan eden merkez bankalarının büyük bir çoğunluğu tarafından tercih edilen bir uygulamadır. Merkez bankalarının nokta hedef etrafında bir aralık oluşturmaları, para politikasının normalin üzerinde gevşetileceği anlamına gelmemektedir. Tekrar vurgulamak gerekirse, belirsizlik aralığı herhangi bir hedef olarak algılanmamalıdır; 2006 yılında açıklanan aralık hedeften her iki yönde "aşırı sapma" eşikleri için sadece gösterge niteliği taşımaktadır ve Merkez Bankası iletişim politikasını kolaylaştıracak bir unsurdur. Büyük dışsal şokların oluşmadığı ana senaryo altında, Merkez Bankası'nın amacının nokta hedefe mümkün olduğunca yakın olmak olduğu ve dolayısıyla % 5 hedefinden yukarı ve aşağı yönlü sapmaların Bankaca eşit ölçülerde değerlendirileceğinin kamuoyuna son derece iyi anlaşılması gerekmektedir. Ayrıca, önümüzdeki yıllarda fiyat istikrarına daha da yaklaşılması sonucu belirsizlik aralığının daralmasının söz konusu olabileceği de ekonomik birimlerce not edilmelidir.²⁷³

²⁷³ TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası", Aralık, 2005, Sayı:2005-56, s.6-7

2006 yılı başında enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte, "IMF programı şartlılığı" kapsamında; Net Uluslararası Rezervler performans kriteri olmayı sürdürecektir, ancak Para Tabanı performans kriterinin ve Net İç Varlıklar gösterge hedefinin yerlerini "enflasyon gözden geçirme kriterleri" alacaktır. Bu doğrultuda, 2006 yılından itibaren, program çerçevesinde IMF ile gözden geçirmelerde kullanılmak üzere her yılın başında yılsonu hedefi ile tutarlı bir patika oluşturulacaktır. 2005 yılının sonu itibariyle 2006 yılı Mart, Haziran, Eylül ve Aralık ayı sonları için yılsonu hedefi ile tutarlı enflasyon rakamları hesaplanmış ve bu rakamlar Niyet Mektubunda yer almıştır. IMF ile yapılan program çerçevesinde, gözden geçirmelerde kullanılmak üzere hazırlanan üç aylık itibariyle 2006 yılsonu hedefi ile tutarlı enflasyon patikası aşağıdaki şekilde gösterilmektedir. Söz konusu patika oluşturulurken baz etkisi ve mevsimsellik gibi unsurlar göz önüne alınmıştır.

Grafik'ten de görüleceği gibi, hedefle tutarlı patikanın etrafında gözden geçirme kriterleri oluşturulmuştur. Her üç aylık dönemler itibariyle, hedefle tutarlı patikanın bir puan ya da daha fazla altında kalınması veya üzerine çıkılması durumunda gözden geçirmelerde IMF teknik elemanları ile görüşmelerde bulunulması söz konusu olacaktır. Böyle bir durumun ortaya çıkması halinde, Merkez Bankası sapmanın nedenlerini yayımladığı dönemsel raporlar aracılığıyla kamuoyuna açıklayacaktır.²⁷⁴

Şekil -2: Enflasyon Patikasının Görünümü



Kaynak: TCMB(2005).

²⁷⁴ TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası", Aralık, 2005, Sayı:2005-56,s.11-12

Hedefle tutarlı patikanın 2 puan ya da daha fazla altında kalınması veya üzerine çıkılması durumunda ise, söz konusu program şartlılığının ihlal edilmesi anlamına geleceğinden, program esasları dahilinde alınması gereken önlemler açıklanacaktır. Bu uygulama aynı zamanda “Merkez Bankası’nın hedefle uyumlu patikanın iki puan altında veya üzerinde olması durumunda ayrı bir metin hazırlayarak bu durumun nedenleri ve alınması gereken önlemleri kamuoyuna açıklaması ve Hükümete yazılı olarak bildirmesi” ilkesi ile uyumludur. Böylece program şartlılığının olası bir ihlalinde kamuoyuna yapılacak olan açıklama IMF’ye de sunulacak ve bu konudaki şeffaflık tesis edilmiş olacaktır.

Burada vurgulanması gereken ve son derece kritik bir husus bulunmaktadır. Yukarıda çerçevesi açıklanan program şartlılığı, para politikasının üç aylık dönemlere odaklanması anlamına gelmemektedir. Program dahilinde oluşturulan patika, enflasyonun yıl içinde izleyeceği seyrin hedeflerle tutarlılığının değerlendirilmesi bakımından görece bir önem taşıyacaktır. Merkez Bankası, para politikası kararlarında orta vadeli yaklaşımını devam ettirecektir. Örneğin, 2006 yılı Ocak ayı itibarıyla, hedefle tutarlı patikadan Mart ayında önemli bir sapma olacağının öngörülmesi halinde, enflasyon görünümü orta vadeli hedeflerle tutarlı ise, bu durum kamuoyuna açıklanacak ve para politikası tepki vermeyecektir.

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle beraber, para politikasının temel iletişim aracı üç ayda bir yayımlanacak olan Enflasyon Raporu olacaktır. Rapor’un 2006 yılı yayım tarihleri Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarının son haftası olarak belirlenmiştir. Enflasyon Raporu’nda enflasyon ve genel makroekonomik gelişmeler kapsamlı olarak ele alınacaktır. Rapor’daki en büyük yenilik, Merkez Bankası’nın enflasyon öngörülerinin yayımlanması olacaktır. Geçmiş Rapor’da yer alan öngörülerde bir değişiklik durumunda ise güncel öngörülerin bir önceki döneme oranla neden farklılaştığına ilişkin bilgi verilecektir. Ayrıca Rapor’da enflasyonu etkileyen unsurların genel değerlendirmesi eşliğinde gelecekte uygulanabilecek politikalar ilişkin sinyaller de yer alacaktır. Böylelikle, enflasyon hedeflemesi rejiminin gerektirdiği şeffaflık ve hesap verebilirlik alanlarında önemli bir adım daha atılmış olacaktır.²⁷⁵

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasında Enflasyon Raporu’nun yanı sıra Para Politikası Kurulu toplantı özetleri de iletişim politikasının

²⁷⁵ TCMB, “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”, Aralık, 2005, Sayı:2005-56,s.12-13

önemli araçlarından biri olacaktır. Bugüne kadar benzer bir işlevi üstlenen aylık Enflasyon ve Görünüm Raporu yerini ikili bir raporlama sistemine bırakacaktır. Para politikası kararının hemen ardından, karar ile birlikte kararın gerekçesini özetleyen kısa bir metin yayımlanacaktır. Para Politikası Kurulu'nun değerlendirmelerini ve enflasyon görünümüne yönelik duruşunu özetleyen metin ise toplantı tarihinden sonra 5 iş günü içinde yayımlanacaktır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde iletişim politikası kapsamında kullanılacak bir diğer önemli araç ise, basın toplantıları ve sunumları olacaktır. Merkez Bankası, zaman zaman enflasyon hedeflemesi rejiminin genel çerçevesini, üniversiteler ve sivil toplum örgütlerindeki sunumlar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşacaktır. İletişim politikasının bir diğer ayağı, Merkez Bankası'nın yayımladığı teknik raporlar, aktarım mekanizmasının daha iyi anlaşılmasına yönelik notlar ve enflasyon tahminlerinde kullanılan yöntemlere ilişkin sunuşlar olacaktır.

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiğinde, Para Politikası Kurulu para politikası kararlarında "tavsiye veren" konumdan "karar alıcı" konuma geçmiştir. Olağanüstü koşullar hariç, Para Politikası Kurulu, 2001'den bu yana olduğu gibi, bundan sonra da Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kanunu gereği aylık olarak toplanmaya devam edecektir. Önümüzdeki dönemde enflasyon projeksiyonlarının yenilenmesi ve Enflasyon Raporu'nun yayımlanması ise milli gelir rakamlarının açıklanmasını takiben yılda dört defa gerçekleştirilecektir. Dolayısı ile, yıl içindeki on iki Para Politikası Kurulu toplantısından dördü Enflasyon Raporu'nun yayımlanması ile aynı döneme gelecektir.

Önceden açıklanan bir enflasyon hedefi, sadece, para politikasının denetimi dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması durumunda değişecektir. Bu durumda, yeni hedef Yasa gereği yine Hükümet ile beraber saptanacaktır. Geçici şoklar ise, enflasyon hedeflerini değil, enflasyon tahminlerini değiştirecektir. Örneğin, dolaylı vergilerin bir defaya özgü ayarlanması o dönemde enflasyonu hedeften uzaklaştırırsa dahi, bir yıl sonrasının enflasyon tahminleri üzerindeki etkisi çok kısıtlı olacağından hedefin değiştirilmesi söz konusu olmayacaktır; bunun yerine, kısa vadeli tahminler değiştirilecektir. Böylesi bir durumda, ekonomik birimler için referans olması gereken değer kısa vadede enflasyon tahminleri, orta vadede ise enflasyon hedefi olacaktır.²⁷⁶

²⁷⁶ TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası", Aralık, 2005, Sayı:2005-56,s.10-13

Hiç şüphesiz, para politikası ve enflasyon öngörülerinin oluşturulma aşamasında, dışsal şoklardan veya ekonominin sürekli bir değişim içinde olmasından kaynaklanan bir çok belirsizlik bulunmaktadır. Söz konusu belirsizlik dünyadaki bütün ekonomiler için geçerli olup, Türkiye gibi yapısal dönüşüm yaşanan ekonomilerde daha da yüksek olmaktadır. Bütün bu olası şokların ve belirsizliklerin enflasyon öngörülerine yansması kaçınılmazdır. Bu bağlamda, öngörülerin Merkez Bankası'nın enflasyona bakışını Rapor'un çıktığı dönem itibarıyla yansıtacağı, dolayısıyla iki Rapor dönemi arasında ortaya çıkabilecek sürpriz gelişmelerin ve alınacak her türlü yeni bilginin enflasyon öngörülerini değiştirebileceği hususunun kamuoyu tarafından anlaşılması son derece önemlidir. Burada dikkat edilmesi gereken, öngörülerde değişiklik olması değil, değişikliğin nedenlerinin Enflasyon Raporu aracılığıyla kamuoyuna açıklıkla anlatılacak olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, Merkez Bankası'nın sürekli bir hesap verme durumu söz konusu olacaktır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde iletişim politikası kapsamında kullanılacak bir diğer önemli araç ise, basın toplantıları ve sunumlar olacaktır. Merkez Bankası, zaman zaman enflasyon hedeflemesi rejiminin genel çerçevesini, üniversiteler ve sivil toplum örgütlerindeki sunumlar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşacaktır.²⁷⁷

5.7. Enflasyon Hedefleme Stratejisinin Sonucu

Enflasyondaki düşüş 2005 yılında, geçtiğimiz dört yıla kıyasla yavaşlamakla birlikte devam etmiştir. Söz konusu yavaşlamaya rağmen; para politikasının ihtiyatlı duruşu, bütçe disiplininin sürmesi ve gerçekleşen enflasyonun hedefle uyumlu olması sonucu enflasyon beklentileri olumlu seyrini korumuştur. Bunun yanında yapısal reformlardaki ilerlemeler, bütçede üç yıllık planlamaya geçilmesi, orta vadeli programın kararlılıkla sürdürülmesi, Avrupa Birliğine tam üyeliğe yönelik müzakerelerinin başlaması, gerçekleştirilen para reformu ve finansal istikrarın güçlenmesi gibi gelişmeler risk primini düşürerek Yeni Türk lirası yatırım araçlarına olan talebi artırmıştır. Bu gelişmeler sonrasında ekonomi genelinde vadeler uzamaya başlamış, orta ve uzun vadeli reel faizlerdeki kademeli düşüş devam etmiş ve Yeni Türk lirasının güçlü konumu sürmüştür. Diğer yandan mali disiplinin sürmesi ve faizlerin düşmesi Hazine'nin borçlanma ihtiyacını azaltmış, bu da kredi arzını destekleyen bir unsur olmuştur.

²⁷⁷ TCMB, "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası", Aralık, 2005, Sayı:2005-56,s.14

Faizlerin düşmesi, vadelerin uzaması, borçlanma olanaklarının artması, göreceli fiyat etkisi ve artan güven nedeniyle, 2005 yılında dayanıklı tüketim ve yatırım harcamaları hızlı bir artış göstermiştir. Ancak, bir önceki yıldan farklı olarak, kamu harcamalarının yanı sıra inşaat sektöründeki gelişmeler doğrultusunda, bu dönemde ekonomik faaliyetteki canlanmanın sektörel olarak daha geniş bir tabana yayılmış olması dikkat çekmektedir. Yukarıdaki gelişmeler sonrasında artan tüketim ve yatırım talebi ve ithal malların göreceli fiyatlarının düşük kalması sonucu, yatırım ve tüketim malları ithalatındaki hızlı artışlar devam etmiştir. Ekonomik faaliyetteki canlanma sürecinin ve dünya hammadde fiyatlarındaki hızlı artışların etkisiyle ara malı ithalatı da yüksek oranlarda artmıştır. Dünya ekonomisindeki güçlü büyümenin sürmesi, artan dışa açıklık ve verimlilik artışları ihracatı destekleyen unsurlar olmuştur. Ancak yukarıda sıralanan nedenlerle ithalat daha hızlı artmış ve cari işlemler açığı yükselmiştir. Doğrudan yabancı yatırımlarda kaydedilen performans, uzun vadeli kredi kullanımındaki artış eğilimi ve bütçe disiplininin sürmesi, beklentilerde bu kanaldan doğabilecek bozulmaları kontrol altında tutmuştur.²⁷⁸

Tüketim talebindeki canlanma, tarım dışı iş gücü talebindeki hızlı artış eğiliminin sürmesi ve hizmet enflasyonundaki katılık 2005 yılında enflasyondaki düşüş sürecinin yavaşlamasına neden olan başlıca unsurlar olarak sıralanabilir. Bunların yanında, aynı dönemde ithal ham madde fiyatlarının enflasyon üzerindeki olumsuz etkisi de devam etmiştir. Özellikle petrol fiyatlarındaki öngörülemez artışlar, yıllık enflasyondaki düşüşün zaman zaman duraksamasına neden olmuştur. Ancak, bu dönemde Yeni Türk lirasının güçlü konumunun sürmesi petrol fiyatlarının olumsuz etkilerini sınırlamış, verimlilik artışlarının devam etmesi ise birim iş gücü maliyetlerinin enflasyona verdiği katkının azalarak da olsa sürmesini sağlamıştır. Bütün bu gelişmeler, Merkez Bankasının politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını 2005 yılının ilk yarısında kademeli olarak indirebilmesine olanak tanımıştır. Bununla birlikte, 2005 yılının ikinci yarısından itibaren 2006 yılsonu enflasyonuna odaklanmaya başlayan Merkez Bankası, enflasyondaki düşüş sürecini yavaşlatan faktörlere dikkat çekerek temkin düzeyini artırmıştır.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) 2006 yılı Ocak ayında enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. Enflasyon hedeflemesinde temel iletişim araçlarının başında Enflasyon Raporu gelmektedir.

²⁷⁸ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2006-I,s.2

TCMB, bu rapor aracılığıyla, enflasyonu etkileyen unsurlara bakışını ve enflasyon görünümüne ilişkin değerlendirmelerini sunmaktadır. Rapor'da aynı zamanda şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkeleri kapsamında enflasyon tahminleri ve hedefe ulaşılabilmesi için öngörülen politikalar da kamuoyu ile paylaşılmaktadır. Enflasyondaki düşüş yılın ilk çeyreğinde duraksama göstermiş ve yıllık enflasyon Mart ayı sonu itibarıyla % 8,16 düzeyi ile hedefle uyumlu patikanın bir miktar üzerinde gerçekleşmiştir. Bu duraksamada, 2005 yılının ilk aylarında fiyat artışlarının tarihsel olarak çok düşük düzeylerde gerçekleşmesi etkili olmuştur. Ancak enflasyonun yılın ilk çeyreğinde hedefle uyumlu patikanın üzerinde gerçekleşmesinin tek nedeni baz etkisi değildir. Alkollü içecekler-tütün, enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarının bu dönemde yüksek oranlı artışlar göstermesi de bu gelişmede etkili olmuştur. Söz konusu ürünler dışlanarak elde edilen endeksin artış hızı incelendiğinde, enflasyonun ana eğiliminin aşağı yönlü olduğu ve söz konusu endekste ilk üç aylık artışın geçtiğimiz yılın aynı dönemine oranla daha düşük olduğu görülmektedir. Bir diğer deyişle, enflasyonun temel eğilimindeki düşüş devam etmektedir.²⁷⁹

Tablo-11: 2006 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası Ve Belirsizlik Aralığı

	Mart 2006	Haziran 2006	Eylül 2006	Aralık 2006
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	9,4	8,5	7,8	7
Hedefle tutarlı Patika	7,4	6,5	5,8	5
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	5,4	4,5	3,8	3
Gerçekleşmeler	8,16	10,12	10,55	9,65

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor 2006

Ocak ayındaki Enflasyon Raporu'nda, yılın ilk çeyreğinde enflasyondaki düşüş sürecinin duraksayacağı ancak olumsuz bir dışsal gelişme olmaması durumunda yılın ikinci çeyreğinden itibaren enflasyonun tekrar aşağı yönlü eğilim izleyeceği öngörülmüştü. Mart ayında tekstil, hazır giyim ve deri sektöründe KDV oranının % 18'den 8'e düşürülmesi enflasyonun ikinci çeyrekte tekrar düşüş eğilimine gireceği öngörüsünü güçlendiren bir gelişme olurken, yakın dönemde petrol fiyatlarının hızlı artışlar göstermesi söz konusu öngörünün temkinle ele alınma gerekliliğini gündeme getirmiştir.

²⁷⁹ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2006-II, s.1

Yıllık enflasyon Haziran 2006 itibarıyla hedefle tutarlı patikanın etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının üst sınırını aşarak % 10,12 olmuştur. Hedefin belirgin olarak aşılmasında öne çıkan unsurların daha iyi anlaşılması açısından yılın ilk yarısındaki enflasyon gelişmelerinin Ocak-Nisan ve Mayıs-Haziran olmak üzere iki ayrı dönemde ele alınması faydalı olacaktır. Ocak-Nisan döneminde enflasyondaki yükselişte petrol ve altın fiyatları ile işlenmemiş gıda ürünleri fiyatlarındaki yüksek artışlar etkili olmuştur. Söz konusu arz şokları yıllık enflasyondaki düşüş sürecini kesintiye uğratsa da orta vadeli olumlu eğilimi değiştirmemiştir. Para Politikası Kurulu (Kurul), Ocak ayı Enflasyon Raporu'nda ortaya konulan politika perspektifi ile uyumlu hareket ederek, Nisan ayı toplantısında politika faiz oranlarını 0,25 puan düşürmüştür.²⁸⁰

Mayıs ve Haziran ayı enflasyonu üzerinde ise arz yönlü diğer unsurların yanı sıra döviz kuru gelişmeleri etkili olmuştur. Mayıs ayından itibaren küresel likidite koşullarındaki bozulmayla birlikte risk algılamaları da farklılaşmaya başlamıştır. Bir başka ifadeyle, TCMB enflasyon raporlarında dile getirilmiş olan önemli bir risk gerçekleşmiştir. Bu gelişmelerin, bölgesel risk algılamalarının yükselmekte olduğu ve yurt dışı yerleşiklerin portföylerindeki kısa vadeli Yeni Türk lirası (YTL) varlıkların yüksek seyrettiği bir döneme denk gelmesi mali piyasalardaki dalgalanmaları hızlandırmıştır. Sonuç olarak risk primi hızlı bir şekilde yükselmiş ve YTL ABD doları karşısında kısa sürede % 20'den fazla değer kaybetmiştir. Döviz kuru hareketleri, ithal içeriği yüksek mallar aracılığıyla (birincil etkiler) kısa sürede tüketici fiyatlarına yansımaya başlamıştır. Döviz kuru gelişmelerinin enflasyon üzerindeki etkisi iki ayda 1,5 puana ulaşmıştır.²⁸¹

Enflasyon üzerinde arz yönlü şokların etkili olduğu bir dönemde aynı zamanda yerli paranın hızla değer kaybetmesi, orta ve uzun vadeli enflasyon beklentilerindeki bozulmayı ve dolayısıyla ikincil etkilerin oluşma riskini beraberinde getirmiş ve mali piyasalardaki oynaklığı artırmıştır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB)'nın bu gelişmelere tepkisi güçlü bir parasal sıkılaştırma şeklinde olmuştur. Haziran ayı içinde politika faizleri toplam 400 baz puan artırılmıştır. TCMB bu süreçte sadece borçlanma faizini artırmakla sınırlı kalmamış aynı zamanda gecelik piyasadaki likidite fazlasını da YTL depo ihaleleri ve döviz satış yöntemleriyle kademeli olarak azaltma yoluna gitmiştir. Ayrıca, borç verme faiz oranları toplamda

²⁸⁰ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2006-III, s.1

²⁸¹ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2006-III, s.1

600 baz puan yükseltilerek piyasadaki fazla likiditenin yönetimi etkinleştirilmiştir. Alınan bu tedbirler, TCMB'nin orta vadeli taahhütlerinin arkasında durduğunu net bir şekilde göstermiş ve mali piyasalardaki oynaklığın azalmasına katkıda bulunmuştur. Söz konusu tedbirler önümüzdeki dönemde enflasyon üstündeki baskıyı azaltacaktır. Bununla birlikte, 20 Temmuz 2006 tarihinde yapılan Para Politikası Kurulu toplantısında, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların devam ettiği ve bekleyişlerin orta vadeli hedeflerle henüz uyumlu olmadığına dikkat çekilerek enflasyona ilişkin temkinli olma gereğinin sürdüğü değerlendirilmesi yapılmıştır. Kurul, 2007 yılsonu enflasyon hedefine odaklanmış olduğundan, bütün bu unsurları göz önüne alarak ölçülü bir parasal sıkılaştırmanın gerektiğini ifade etmiştir.²⁸²

2006 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla yıllık tüketici fiyat enflasyonu % 10,55 olarak gerçekleşmiştir. 2006 yılında enflasyonun yükselişe geçmesinde, daha önce de ifade edildiği gibi, uluslararası petrol ve altın fiyatlarındaki olumsuz seyrin yanı sıra, tütün ve işlenmemiş gıda ürünleri enflasyonundaki hızlı artış ve küresel likidite koşullarındaki bozulmadan kaynaklanan sermaye çıkışları gibi arz şokları etkili olmuştur. Anılan şokların birikimli etkileri yıllık enflasyon oranının yüksek düzeylerde seyretmesine yol açmaktadır. Döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi, yıllık enflasyon oranının yüksek düzeyde gerçekleşmesinde rol oynayan unsurların başında gelmektedir. Yılın ikinci çeyreğinde mali piyasalarda yaşanan dalgalanmalardan bu yana, Yeni Türk lirası (YTL) döviz sepeti karşısında nominal olarak yaklaşık % 15 oranında değer kaybetmiştir.

2006 yılının son döneminde yaşanan gelişmeler, enflasyonun görünümünde kısmi bir iyileşmeye yol açmıştır. Enflasyondaki yükselişte öne çıkan unsurlardan işlenmemiş gıda fiyatlarındaki hızlı artış eğiliminin sürmesine karşın, petrol, altın ve diğer emtia fiyatları, Temmuz ayı Enflasyon Raporu'ndaki ana senaryoyu oluşturan varsayımlara kıyasla daha olumlu bir seyir izlemiştir. Ayrıca, Yeni Türk lirasının güçlenme eğilimi de enflasyonun kısa vadeli görünümündeki iyileşmeye katkıda bulunmuştur. Yurt içi özel kesim talebindeki yavaşlama sinyalleri ise daha belirgin hale gelmiştir. Bu gelişmeler ışığında, Kurul, politika faiz oranlarını Ağustos ve Eylül aylarında sabit tutmakla birlikte sıkılaşma olasılığının henüz tam olarak ortadan kalkmadığını ifade etmiştir. Ancak, diğer yandan kamu harcamalarındaki artış eğilimi ve gelirler politikasının enflasyon hedefi ile tam olarak uyumlu olmaması, orta vadeli enflasyon görünümü açısından olumsuz

²⁸² TCMB, "Enflasyon Raporu", 2006-III,s.2

gelişmeler olarak dikkat çekmektedir. Bunun yanında, petrol fiyatlarında geçmiş dönemde gözlenen birikimli artışların doğalgaz ve elektrik fiyatlarına belli bir gecikmeyle yansması, enerji fiyatlarının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı olumsuz katkının önümüzdeki dönemde de süreceğine işaret etmektedir. Bu çerçevede, orta vadeli enflasyon bekleyişlerindeki görece iyileşmeye rağmen, Ekim ayında da faizlerin değiştirilmemesine karar verilerek para politikasının sıkı duruşu korunmuştur. Kurul, orta vadeli enflasyon beklentilerinin henüz hedeflerle uyumlu olmaması, hizmet fiyatlarına ilişkin yeni risklerin ortaya çıkmış olması ve küresel ekonomideki belirsizliklerin devam etmesi gibi unsurların orta vadeli perspektifte ihtiyatlı olma gereğini de beraberinde getirdiği değerlendirmesini yapmıştır.

Haziran ayı içinde alınan politika tedbirlerinin enflasyon üzerindeki etkisinin 2007 yılının ilk çeyreğinden itibaren belirginleşmesi beklenmektedir. Mevcut göstergeler, başta dayanıklı mallar ve konut olmak üzere, faiz oranlarına duyarlı mal gruplarına yönelik yurt içi talepte belirgin bir yavaşlamaya işaret etmektedir. Ancak, gerek yarı-dayanıklı ve dayanıksız mal gruplarına yönelik talepte ciddi bir yavaşlama sinyali alınmaması, gerekse net dış talebin 2006 yılının ilk yarısına kıyasla görece güçlü seyretmesi nedeniyle, toplam talepteki yavaşlamanın sınırlı kalacağı tahmin edilmektedir. Temmuz ve Ağustos aylarına ilişkin sanayi üretimi ve Temmuz-Eylül dönemi kapasite kullanım oranlarının mevsimsellikten arındırılmış verileri yılın ikinci çeyreğine kıyasla daha düşük düzeylerde seyretse de, söz konusu yavaşlamanın ekonomik faaliyetlerde ciddi bir daralmaya işaret etmediği düşünülmektedir.²⁸³

Enflasyon yılın son çeyreğinde kademeli olarak düşerek, TCMB'nin Temmuz ve Ekim Enflasyon Rapor'larındaki öngörülleri ile uyumlu bir seyir izlemiş ve yılsonunda % 9,65 olarak gerçekleşmiştir. Yılın son çeyreğinde, 2005 yılının ikinci yarısından itibaren oldukça yüksek oranda artışlar gözlenen işlenmemiş gıda fiyatlarının yıllık bazda belirgin bir gerileme eğilimine girmesi ve döviz kurunun gecikmeli etkilerinin yavaşlaması, enflasyonun seyrinde belirleyici olmuştur. Mayıs ve Haziran aylarındaki döviz kuru hareketlerinin, 2006 yılı enflasyonu üzerindeki birikimli etkisi, Temmuz ayındaki öngörüler ile tutarlı olarak, 3,5 puana yaklaşmıştır. Söz konusu etkinin daha önceden ortaya çıkan arz yönlü şokların yansımalarıyla birleşmesi sonucu, enflasyon yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmiştir. Enerji ve işlenmemiş gıda ürünleri fiyat artışları yılın ikinci yarısında

²⁸³ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2006-IV, s.2

yavaşlama eğilimi gösterse de yıllık artışlar yüksek gerçekleşmiştir. Bu gelişmeler sonrasında 2006 yılı sonunda enflasyon hedefin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmiştir. Son dönemde emtia fiyatlarındaki düşüş eğilimi, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki artışların yavaşlaması ve uluslararası likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler lehine seyretmesi, enflasyon açısından olumlu gelişmelerdir. Bununla birlikte Para Politikası Kurulu (Kurul), enerji ve işlenmemiş gıda fiyatları ile küresel likidite koşullarına ilişkin belirsizliklerin devam ettiğine dikkat çekmektedir.²⁸⁴

Tablo-12: 2007 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası Ve Belirsizlik Aralığı

	Mart 2006	Haziran 2006	Eylül 2006	Aralık 2006
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	9,4	8,5	7,8	7
Hedefle tutarlı Patika	7,4	6,5	5,8	5
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	5,4	4,5	3,8	3
Gerçekleşmeler	8,16	10,12	10,55	9,65

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor 2007

2007 yılının ilk çeyreğinde yıllık enflasyon % 10,86 olarak gerçekleşmiş ve hedefle uyumlu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının içinde kalmıştır. İşlenmemiş gıda fiyatlarının yüksek oranda artmaya devam etmesi, tütün ürünlerine yapılan zamlar, parasal sıkılaştırmanın enflasyon üzerindeki yansımalarının henüz belirginleşmiş olmaması ve döviz kurunun gecikmeli etkilerinin azalarak da olsa devam etmesi yıllık enflasyonun yüksek seviyelerde seyretmesine yol açmıştır. İktisadi faaliyete dair açıklanan veriler, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) Temmuz 2006 döneminden beri yayımladığı raporlarda ortaya koyduğu görünüm ile büyük ölçüde uyumludur. 2006 Haziran ayından itibaren gerçekleştirilen parasal sıkılaştırma sonrasında özel kesim talebinde belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir. Tüketim ve yatırım malları başta olmak üzere ithalat artışının yavaşlaması ve ihracatın güçlü performansına devam etmesiyle, net ihracat büyümeye önemli oranda katkıda bulunarak iç talepteki yavaşlamanın büyüme üzerindeki yavaşlatıcı etkisini önemli oranda telafi etmiştir. Bunun yanında faiz dışı kamu harcamalarındaki artışlar da büyüme hızındaki yavaşlamayı sınırlayan bir diğer gelişme olmuştur.

²⁸⁴ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2007-I, s.1

Net dış talep ve kamu harcamalarından gelen desteğe rağmen özel kesim iç talebindeki belirgin yavaşlamayla ekonominin büyüme hızı son 5 yıllık ortalamanın altına inmiştir.²⁸⁵

2007 yılının ilk çeyreğinde yıllık enflasyon bir önceki çeyreğe kıyasla yükseliş göstererek % 10,86 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu yükselişe karşılık, yıllık enflasyon birinci çeyrek sonu itibarıyla hedefle uyumlu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının içinde kalmıştır. 2007 yılı ilk çeyreğinde % 2,36 oranıyla son üç yıla kıyasla daha yüksek oranda artan tüketici fiyatlarının seyrinde öne çıkan unsurlar: (i) yüksek oranda artan işlenmemiş gıda ürünleri fiyatları, (ii) tütün ürünleri fiyatlarında vergi ayarlaması kaynaklı yükselişler, (iii) Yeni Türk lirasında (YTL) yaşanan değer kaybının gecikmeli etkilerinin yavaşlayarak da olsa yılın ilk çeyreğinde sürmesi olarak sıralanabilir. Yıllık tüketici enflasyonunda ilk çeyrekte gözlenen yükselişin geçici olduğu düşünülmekte ve 2006 yılında yaşanan döviz kuru şokunun fiyatlar üzerindeki etkisinin zayıflamasıyla önümüzdeki aylardan itibaren enflasyonun kademeli bir düşüş eğilimine gireceği tahmin edilmektedir.²⁸⁶

Yılın ilk üç ayındaki enflasyon gerçekleşmeleri değerlendirildiğinde, yıllık enflasyonun yükselmesinde işlenmemiş gıda fiyatları ile “enerji ve işlenmemiş gıda dışı mal grubu” fiyatlarındaki gelişmelerin etkili olduğu görülmektedir. İlk çeyrekte hizmet fiyatları artış hızında geçen yılın aynı dönemine kıyasla sınırlı bir iyileşme olurken enerji fiyatlarının ilk üç aylık artışı 2006 yılının aynı dönemine kıyasla gerilemiştir. İşlenmemiş gıda fiyatlarının artış hızı, yılın ilk çeyreğinde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla belirgin oranda yükselmiş ve söz konusu grup fiyat gelişmeleri ilk çeyrek tüketici enflasyonunun yükselmesinde belirleyici olan unsurların başında gelmiştir. Ocak ayında, özellikle sera mahsulü sebze ürünleri fiyatlarında, artan ihracat imkânlarının da etkisi ile oldukça yüksek fiyat artışları gözlenmiştir. Şubat ve Mart aylarında söz konusu sebze ürünlerinde kısmi bir düzeltme hareketi gözlenmiş olmakla birlikte, gerek Ocak ayından gelen birikimli etkiler gerekse yılın ilk çeyreğinde meyve fiyatlarında gözlenen belirgin hızlanma eğiliminin etkisiyle, işlenmemiş gıda ürünleri fiyatları ilk çeyrek artışı % 11,74 oranına ulaşmıştır. Bu grupta göze çarpan en önemli gelişme, 2005 ve 2006 yılları ilk çeyreklerinde sırasıyla % 0,76

²⁸⁵ TCMB, “Enflasyon Raporu”, 2007-II,s.1

²⁸⁶ TCMB, “Enflasyon Raporu”, 2007-II,s.17

ile 0,96 oranlarında artan meyve fiyatlarının, 2007 yılının ilk çeyreğinde % 24,02 oranında artmasıdır. 2006 yılı son çeyreğinde yavaşlama eğilimi sergileyen sebze ve meyve fiyatlarının, 2007 yılının ilk çeyreğinde mevsimsel eğiliminin üzerinde artış göstererek tekrar hızlanması, işlenmemiş gıda fiyatlarına ilişkin risklerin önemini koruduğuna işaret etmektedir.²⁸⁷

Enerji fiyatları yılın ilk çeyreğinde önceki yıllara kıyasla görece olarak daha olumlu bir seyir izlemiştir. Yılın ilk iki ayında düşük bir oranda artış gösteren enerji grubu fiyatları, Mart ayında uluslararası petrol fiyatlarındaki gelişmelere paralel olarak, akaryakıt fiyatlarındaki yüksek oranlı artışların etkisi ile % 1,1 oranında artmıştır. Konut grubuna yönelik enerji kalemleri de ilk çeyrekte, fiyatı belediyelerce belirlenen ve belirgin artışların gözlemlendiği şebeke suyu kalemi dışında olumlu bir seyir izlemiş ve 2006 yılının aynı dönemine kıyasla daha düşük bir oranda artmıştır. Enerji ve işlenmemiş gıda dışı mal grubu fiyatlarında ilk çeyrekte gözlenen gerileme bir önceki yılın aynı döneminin altında kalmış ve bu grupta yıllık enflasyon 2006 yılsonuna kıyasla 2,1 puan artarak % 9,01'e yükselmiştir. Bu gelişmede, tütün ürünleri, dayanıklı mal, giyim ve ayakkabı grubu ile işlenmiş gıda fiyat gelişmeleri etkili olmuştur.²⁸⁸

2006 yılı içinde ortaya çıkan arz yönlü şokların oluşturduğu yüksek baz etkisinin ortadan kalkması ve Mayıs sonrasında meydana gelen döviz kurundaki değer kaybının fiyatlar üzerindeki etkisinin zayıflaması ile birlikte yılın ikinci çeyreğinden itibaren enflasyondaki düşüşün belirginleşeceği tahmin edilmektedir. Hizmet sektöründe geçmiş enflasyona endekli fiyatlandırma davranışının yaygın olması hizmet enflasyonundaki katılığın en önemli nedenlerinden biridir. Bunun yanında verimlilik artışlarının görece olarak düşük seyretmesi ve ücret artışlarına duyarlılığının fazla olması da hizmet enflasyonunun yüksek seyretmesinde önemli olmaktadır. Yılın geri kalan bölümünde, YTL'de geçtiğimiz yıl gözlenen değer kaybının yıllık enflasyon üzerindeki etkisinin ortadan kalkması ve yurt içi talebin yavaş seyretmesine bağlı olarak hizmet enflasyonunun bir ölçüde azalması beklenmektedir. Ancak, ücret artışlarının etkilerinin yıl boyunca süreceği, petrol fiyatlarının önemli bir düşüş göstermeyeceği ve konut sektöründeki yapısal unsurların varlığını sürdüreceği öngörüsü altında, 2007 yılı içinde hizmet enflasyonundaki düşüşün sınırlı olacağı tahmin edilmektedir.²⁸⁹

²⁸⁷ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2007-II,s.18

²⁸⁸ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2007-II,s.19

²⁸⁹ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2007-II,s.59

Ocak ayının ortalarından başlayarak yükselme eğilimine giren petrol fiyatlarındaki yükseliş eğilimi, temel olarak kış koşullarının getirdiği talep artışından kaynaklanmıştır. OPEC ülkelerinin, 1 Şubat itibarıyla yürürlüğe giren yeni üretim kotalarına uyum sağlamak için üretimlerini kısmaları da bu fiyat artışlarını beslemiştir. Bu çerçevede, Ocak ayı Enflasyon Raporunda 55 ABD doları olarak varsayılan ham petrol varil fiyatı, Nisan ayı raporunda 60 ABD doları seviyesine çekilmiştir. Petrol fiyatlarının seyrine ilişkin net bir öngöründe bulunmanın güçlüğünden dolayı, tahminler üretilirken ham petrol fiyatlarının 60 ABD doları seviyesinde yatay bir seyir izleyeceği bir çerçeve çizilmiştir. Mayıs-Haziran 2006 döneminde yaşanan finansal dalgalanma sonrasında küresel likidite koşullarında meydana gelen değişimin beklenenden daha kısa süreli olması nedeniyle Ocak 2007 Enflasyon Raporu döneminde tahminler yapılırken risk priminin önemli bir değişim göstermeyeceği varsayılmıştı. Ocak ayından bu yana bu varsayımın belirgin olarak değişmesine yol açacak önemli bir gelişme yaşanmadığından risk primine ilişkin TCMB varsayımları Ocak 2007 Enflasyon Raporundaki şekli ile korunmuştur.²⁹⁰

2006 Haziran ayından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırmanın etkileriyle iç talep önemli ölçüde yavaşlarken, güçlü dış taleple net ihracatın büyümeye katkısı yükselmiştir. Bu çerçevede, toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği destek artmış ve özellikle hizmetlerdeki ile dayanıklı tüketim mallarındaki fiyat artışlarının yavaşlamasıyla 2007 yılının ikinci çeyreğinde enflasyondaki düşüş eğilimi belirginleşmiştir. Petrol fiyatlarının yükselmesine ve işlenmemiş gıda fiyatlarının beklenen aşağı yönlü düzeltmeyi yapmamasına rağmen, enflasyon son üç ayda toplam 2,26 puan düşerek yüzde 8,60 seviyesine gerilemiş ve hedefle uyumlu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının içinde kalmıştır. 2007 yılının ilk yarısında toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği destek sürmüştür. Bu dönemde iç talep, dayanıklı tüketim ve makine-teçhizat yatırım harcamaları kaynaklı olarak yavaşlamaya devam etmiştir. Güçlü dış talep, verimlilik kazanımları ve ihracat fiyatlarındaki artışlar ihracattaki büyümeyi desteklemiştir. Faiz dışı kamu harcamaları ise yüksek artışını sürdürmüştür. Dış talep ve kamu harcamalarındaki artışa rağmen iç talebin belirgin biçimde yavaşlaması nedeniyle toplam talepteki büyüme sınırlı kalmıştır. Bu gelişmeler sonucunda,

²⁹⁰ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2007-II, s.59

mevsimsellikten arındırılmış verilere göre Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) 2007 yılının ilk çeyreğinde bir önceki döneme göre yüzde 0,4 gibi düşük bir oranda artmıştır.²⁹¹

Para Politikası Kurulu (Kurul), Nisan ayı Enflasyon Raporu'nda belirtilen politika duruşunu korumuştur. Bu doğrultuda Kurul, ikinci çeyrekte politika faizlerini sabit tutarken, Temmuz ayı toplantısında kısa vadeli faiz oranlarında öngörülen ölçülü indirim sürecinin yılın son çeyreğinde başlayabileceği değerlendirmesinde bulunmuştur. Son üç ayda petrol fiyatlarının yukarı yönlü hareketlenmesiyle petrol fiyatlarına ilişkin varsayım 60 ABD dolarından 65 ABD dolarına yükseltilmiştir. Söz konusu değişiklik yılsonu enflasyon tahminlerinin bir miktar yukarı güncellenmesine neden olmuş, ancak orta vadeli görünümü etkilememiştir.²⁹²

Yılın üçüncü çeyreğinde uluslararası kredi piyasalarında risk algılamalarının bozulma eğilimi göstermesi ve bu durumun ekonominin geneline yayılabileceğine ilişkin kaygıların artması finansal piyasalarda dalgalanmaya yol açmıştır. Gelişmiş ülke merkez bankalarının bu gelişmelere tepki olarak likidite imkânlarını genişletmeleri ve para politikası duruşlarını gevşetmeleri sorunun derinleşeceğine dair endişeleri azaltmış ve Eylül ayının ortasından itibaren uluslararası likidite koşullarında ve küresel risk iştahında iyileşme gözlenmiştir. Bu doğrultuda Yeni Türk lirası (YTL) güçlenme eğilimini yılın üçüncü çeyreğinde de sürdürmüş ve emtia fiyatlarındaki yükselişlere rağmen yurt içi üretim maliyetlerinde önemli bir artış gözlenmemiştir.²⁹³

Yıllık tüketici enflasyonu 2007 yılının üçüncü çeyreğinde yüzde 7,12'ye gerilemiştir. Yılın ikinci çeyreğinden itibaren belirginleşen enflasyondaki düşüş eğilimi üçüncü çeyrekte de sürmüştür. Üçüncü çeyrekte tüketici fiyatları yüzde 0,31 ile 2003 bazlı endekste en düşük çeyreklik artışı göstermiştir. Gıda fiyatlarının geçmiş yılların üzerinde artmaya devam etmesine rağmen güçlü parasal sıkılaştırmanın özellikle hizmet ve dayanıklı tüketim malları fiyatları üzerindeki etkileriyle enflasyondaki düşüş eğilimi devam etmiş ve üçüncü çeyrek itibarıyla yıllık enflasyon belirsizlik aralığının içinde kalmıştır.

²⁹¹ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2007-III, sy.1

²⁹² TCMB, "Enflasyon Raporu", 2007-III, sy.2

²⁹³ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2007-IV, sy.1

Yılın ilk dokuz aylık bölümünde hizmet fiyatları artışı önceki yıllara kıyasla önemli ölçüde yavaşlamıştır. Bu dönemde enerji fiyatları da geçmiş yıllara kıyasla daha düşük bir oranda artarken, işlenmemiş gıda fiyatlarında süregelen yüksek artışlar güçlenerek devam etmiştir. Enerji ve işlenmemiş gıda ürünleri dışında kalan malların fiyatlarının dokuz aylık artışı, işlenmiş gıda ürünleri fiyatlarındaki yüksek artışlara rağmen, geçen yılki seviyesinin altında kalmıştır.

Son aylarda yıllık enflasyonda görülen belirgin düşüş eğiliminin orta vadeli enflasyon beklentilerine yansımaları sınırlı kalmıştır. Yılın başında yüzde 6,84 seviyesinde olan gelecek 12 aylık enflasyon beklentileri, Ekim ayı itibarıyla yüzde 5,96 seviyesine gerilerken, 24 aylık enflasyon beklentilerindeki iyileşme daha sınırlı kalmıştır.²⁹⁴

2006 Haziran ayından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırma 2007 yılında temel enflasyon göstergelerinde belirgin bir düşüş sağlamıştır. Özellikle hizmet sektörü fiyatlarının yıllık artış oranının 2007 yılı boyunca 3,6 puan gerilemesi enflasyondaki belirgin yavaşlamayı teyid etmiştir. Bununla birlikte, petrol, gıda ve yönetilen/yönlendirilen mal fiyatlarındaki gelişmeler gibi para politikasının etki alanı dışında kalan unsurlar enflasyondaki düşüşü sınırlamış ve enflasyon 2007 yılının sonunda yüzde 8,39 olarak gerçekleşerek belirsizlik aralığının üst sınırı olan yüzde 6 seviyesini aşmıştır. Gıda, enerji ve tütün ürünleri hariç Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)'nin yıllık artış oranı ise yüzde 4,8 olmuştur.²⁹⁵

Gıda fiyatlarındaki gelişmeler 2007 yılında enflasyondaki düşüşü yavaşlatan temel unsur olmuştur. Türkiye'de 2007 yılında yaşanan kuraklık sonrası tarım ürünleri rekoltesinde görülen düşüşler arz yönlü bir şok oluşturmuştur. Bazı gıda ürünlerinin alternatif yakıt üretiminde kullanılması, dünyada artan gıda talebi ve tarımsal emtia fiyatlarındaki yükselişler gibi uluslararası gelişmeler de dış ticaret kanalıyla yurt içi gıda fiyatlarını olumsuz etkilemiştir. Söz konusu unsurlar sadece (taze sebze ve meyve gibi) işlenmemiş gıda fiyatlarını değil aynı zamanda (ekmek, tahıl ve süt ürünleri gibi) işlenmiş gıda fiyatlarını da olumsuz etkilemiştir. Bu doğrultuda, gıda fiyatlarının yıllık artış oranı yüksek seyrini koruyarak yıl sonu itibarıyla yüzde 12 olarak gerçekleşmiş ve yıllık enflasyonun 3,4 puanı gıda fiyatlarından kaynaklanmıştır. Türkiye'de enflasyon 2006 yılı sonundaki

²⁹⁴ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2007-IV, sy.29

²⁹⁵ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2008-I, sy.1

yüzde 9,7 seviyesinden 2007 yılı sonunda yüzde 8,4 düzeyine düşerken, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin ortalama enflasyonu aynı dönemde yüzde 3,4'ten yüzde 5.1 düzeyine yükselmiştir.

2007 yılında tüketici fiyatları yıllık artış oranı yüzde 8,39 olarak gerçekleşmiştir. Tüketici fiyatları yılın son çeyreğinde gözlenen yüksek artışlar sonucunda Aralık ayı itibarıyla hedefle uyumlu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının dışında kalmıştır. Yılın son çeyreğinde enflasyonda gözlenen bu artışta, işlenmiş gıda ürünleri ve yönetilen/yönlendirilen ürünlerdeki yüksek oranlı fiyat artışları etkili olmuştur. Ayrıca, uluslararası petrol fiyatlarında gözlenen keskin yükseliş ile artan enerji fiyatları da enflasyonun yukarı yönlü seyrinde belirleyici olan bir diğer etken olmuştur.²⁹⁶

2007 yılı genelinde mal grubu enflasyonu bir önceki yıldaki yüksek seyrini korurken, hizmet grubu enflasyonunun önceki yıllara kıyasla önemli bir oranda iyileşme gösterdiği görülmektedir. 2007 yılında gıda fiyatları, dünya genelinde olduğu gibi, ülkemizde de enflasyonun yükselmesinde belirleyici olmuş, büyük ölçüde kuraklığa bağlı arz gelişmeleri sonucunda işlenmiş ve işlenmemiş gıda fiyatlarında yüksek oranlı artışlar gözlenmiştir. Enerji fiyatları da 2007 yılında geçmiş yıllara kıyasla daha yüksek oranda artmıştır. Bunlara ek olarak, tütün ürünleri fiyatlarında yıl içerisinde iki kez vergi ayarlaması yapılması tüketici fiyatlarını artıran bir diğer gelişme olarak ortaya çıkmıştır. Bu gelişmelerle, gıda, enerji ve tütün gruplarının tüketici fiyatları yıllık artışına yaptığı katkı özellikle yılın ikinci yarısından itibaren belirgin oranda artış göstermiştir. Yılın ilk yarısında söz konusu gruptaki fiyat gelişmeleri yıllık enflasyonun yaklaşık yarısını oluştururken, bu oran yılsonu itibarıyla yüzde 70'lere yükselmiştir. Diğer taraftan, hizmet grubu enflasyonu son üç yılda izlediği yatay seyrin ardından 2007 yılında belirgin bir iyileşme göstermiştir. Özetle, 2007 yılında hedefle uyumlu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının dışında kalan tüketici enflasyonunda gıda, enerji ve tütün gruplarındaki yüksek fiyat artışları belirleyici olmuş, bu gruplar dışında kalan tüketici enflasyonunda belirgin bir yavaşlama gözlenmiştir.

Petrol, tarım ürünleri ve diğer emtiaların fiyatlarındaki yükseliş eğilimi sadece ülkemizde değil, dünya genelinde enflasyon üzerinde yukarı yönlü bir baskı oluşturmaktadır. ABD ve Euro bölgesinde 2007 yılının son

²⁹⁶ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2008-I, sy.27

çeyreğinde, enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer gelişmekte olan ülkelerde ise 2007 yılının ikinci yarısında enflasyon yukarı yönlü bir eğilim sergilemiştir. Türkiye'nin, Kasım ayında yönetilen fiyatlarda gözlenen yüksek oranlı artışa rağmen, enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla 2007 yılı boyunca enflasyon konusunda daha iyi bir performans sergilediği gözlenmektedir.²⁹⁷

Tablo-13: 2008 Yılında Hedefle Uyumlu Enflasyon Patikası Ve Belirsizlik Aralığı

	Mart 2008	Haziran 2008	Eylül 2008	Aralık 2008
Belirsizlik Aralığı Üst Sınırı	9,1	8,5	8,3	6,0
Hedefle tutarlı Patika	7,1	6,5	6,3	4,0
Belirsizlik Aralığı Alt Sınırı	5,1	4,5	4,3	2,0
Gerçekleşmeler	9,15	10,61	11,10	10,10

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor 2008

2008 yılının ilk çeyreğinde gıda, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki gelişmeler enflasyonu olumsuz etkilemeye devam etmiştir. Bu dönemde petrol fiyatları hızlı artışını sürdürerek ortalama 100 ABD doları civarında gerçekleşmiş, gıda fiyatlarının yıllık artış oranı ise Mart ayı itibarıyla yüzde 13,4 düzeyine ulaşmıştır. Bunun yanında, küresel belirsizliklere paralel olarak risk iştahının azalmaya devam etmesi finansal piyasalardaki oynaklığı artırmıştır. Yeni Türk lirasında bu gelişmelere paralel olarak görülen değer kaybı Mart ayı enflasyonu üzerinde kısmen etkili olmuştur. Böylece enflasyon yılın ilk çeyreğinin sonunda yüzde 9,15 seviyesine yükselmiş ve yüzde 9,1 olan belirsizlik aralığının üst sınırını aşmıştır.

Mart ayı itibarıyla yıllık enflasyonun 6,13 puanı enerji ve gıda kalemlerindeki fiyat artışlarından kaynaklanmıştır. Geçtiğimiz iki çeyrek boyunca, temel mal ve hizmet gruplarının enflasyonunda önemli bir değişim gözlenmezken enflasyonun seyri gıda, enerji ve tütün fiyatları gibi büyük ölçüde para politikasının kontrolü dışındaki kalemler tarafından belirlenmiştir. 2008 yılının ilk çeyreğinin sonunda gıda, enerji ve tütün ürünleri hariç TÜFE'nin yıllık artış oranı yüzde 4,8 olarak gerçekleşmiştir.²⁹⁸

²⁹⁷ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2008-I, sy.28

²⁹⁸ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2008-II, sy.1

Enflasyonun sadece ülkemizde değil diğer ülkelerde de yükselmekte olduğu görülmektedir. Ham petrol, gıda ve diğer emtia fiyatlarındaki artışlar küresel enflasyon üzerinde baskı oluşturmaktadır. Gelişmiş ülkelerde enflasyonun 2007 yılının son çeyreğinden itibaren yükselişe geçtiği, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde ise 2007 yılı Temmuz ayından itibaren yukarı yönlü bir eğilimin başladığı gözlenmektedir. Türkiye’de enflasyon, 2008 yılının ilk çeyreğinde yüzde 9,2 düzeyi ile 2006 yılı sonundaki yüzde 9,7 seviyesinin altında gerçekleşirken, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin ortalama enflasyonu aynı dönemde yüzde 3,4’ten yüzde 6,1 seviyesine yükselmiştir.²⁹⁹

Gıda, petrol ve diğer emtia fiyatlarındaki gelişmeler bütün dünyada olduğu gibi ülkemizde de enflasyon üzerinde baskı oluşturmakta ve enflasyon tahminlerinin yukarı yönlü güncellenmesine neden olmaktadır. Diğer bir ifadeyle, tahminlerimizdeki sapmalar büyük ölçüde para politikasının kontrolü dışındaki öngörülemeyen gelişmelerle açıklanabilmektedir. Örneğin, 2006 yılı Ekim Enflasyon Raporu’nda Merkez Bankası enflasyonun 2008 yılının ilk çeyreğinin sonunda yüzde 4 düzeyine yakın gerçekleşeceğini tahmin ettiğini kamuoyuna duyurmuştu. Söz konusu tahmin üretilirken, o günkü koşullar dikkate alınarak petrol fiyatlarının 60 ABD doları civarında seyretmeye devam edeceği, gıda fiyatlarının ise kademeli bir düzeltme yaparak orta vadede genel enflasyon eğilimine yaklaşacağı varsayılmıştı. Ancak, geçen süre zarfında petrol fiyatları hızla artmaya devam ederek 2008 yılının ilk çeyreğinde yaklaşık 100 ABD doları civarında gerçekleşmiş, gıda fiyatlarının yıllık artış oranı ise Mart ayında yüzde 13,4 düzeyine ulaşmıştır.³⁰⁰

2008 yılının ikinci çeyreğinde gıda, enerji ve diğer emtia fiyatlarındaki artışların enflasyon üzerinde oluşturduğu yukarı yönlü baskı artarak devam etmiştir. Haziran ayı itibarıyla 10,61 düzeyinde gerçekleşen yıllık enflasyonun 6,8 puanı gıda ve enerji fiyatlarının doğrudan etkilerinden kaynaklanmıştır. Yılın ilk yarısındaki artış yüzde 6 ile son beş yılın en yüksek seviyesine çıkmıştır. Gıda ve enerji fiyatlarındaki hızlı artışın hem doğrudan etkileri hem de hizmet fiyatları üzerindeki dolaylı yansımaları yıllık enflasyondaki artışın temel belirleyicisi olmayı sürdürmektedir. Buna ek olarak, yılın ilk dört ayında Yeni Türk lirasında gözlenen değer kaybının

²⁹⁹ TCMB, “Enflasyon Raporu”, 2008-II, sy.2

³⁰⁰ TCMB, “Enflasyon Raporu”, 2008-II, sy.83

gecikmeli etkileri de ikinci çeyrekte enflasyondaki artışta rol oynamıştır. Gıda, enerji, tütün ürünleri ve altın fiyatlarındaki gelişmelerin yıllık enflasyona yaptıkları katkı yılın ikinci çeyreğinde artmaya devam etmiştir. Hizmetler ile temel mal fiyatlarının yıllık enflasyona katkısı ise daha ziyade baz etkisinden kaynaklanan bir yükseliş göstermiştir. Haziran ayı itibarıyla yıllık enflasyonun yüzde 64'ünü gıda ve enerji fiyat artışları oluşturmuştur.³⁰¹

Yılın üçüncü çeyreğinde, gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin gelişmeler enflasyonun temel belirleyicisi olmaya devam etmiştir. Eylül ayında küresel finans piyasalarındaki sorunların derinleşmesiyle enerji ve diğer emtia fiyatları belirgin bir düşüş eğilimine girmiş, ancak gecikmeli etkiler enflasyonu yüksek seviyelerde tutmaya devam etmiştir. Eylül ayı itibarıyla yüzde 11,10 düzeyinde gerçekleşen yıllık enflasyonun yaklaşık 7 puanı gıda ve enerji fiyatlarının doğrudan etkilerinden kaynaklanmıştır.³⁰²

2008 yılının üçüncü çeyreği itibarıyla yıllık enflasyon yüzde 11,13 olmuştur. Yılın üçüncü çeyreğinde tüketici fiyatları yüzde 0,78 ile önceki yıl ortalamalarına kıyasla daha düşük bir oranda artmıştır. Bununla birlikte, ilk iki çeyrekteki yüksek artışlar nedeniyle yılın ilk dokuz ayındaki birikimli fiyat artışı yüzde 6,83 ile son beş yıla kıyasla daha yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir. Yılın üçüncü çeyreğinde gıda fiyatlarında belirgin bir yavaşlama gözlenirken, enerji fiyatlarındaki artışlar sürmüştür. Hizmet fiyatları ise gıda ve enerji fiyatlarındaki birikimli artışların yansımaları ile yükselmiştir. Gıda, enerji, tütün ürünleri ve altın fiyatlarının yıllık enflasyona yaptıkları katkı Temmuz ayında en yüksek seviyesine ulaştıktan sonra son iki ayda kademeli olarak gerilemiştir. Diğer taraftan, hizmetler ile temel mal fiyatlarının yıllık enflasyona katkısı, baz etkisi ve arz şoklarının gecikmeli yansımaları ile bu çeyrekte yükselmiştir.³⁰³

2008 yılının son çeyreğinde küresel iktisadi faaliyetlerdeki sert yavaşlama ve emtia fiyatlarındaki keskin düşüşlerle enflasyon görünümünü etkileyen unsurlarda belirgin bir aşağı yönlü hareket gözlenmiştir. İthalat fiyatlarındaki düşüş ve toplam talepteki zayıflama, Ekim Enflasyon Raporu'nda yer alan varsayımlara kıyasla daha belirgin olmuştur. Bu gelişmeler sonucunda 2008 yılında enflasyon yüzde 10,10 olarak gerçekleşmiş ve yüzde 11,10 olan yılsonu tahmininin altında kalmıştır.

³⁰¹ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2008-III, sy.27

³⁰² TCMB, "Enflasyon Raporu", 2008-IV, sy.1

³⁰³ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2008-IV, sy.23

Son yıllarda dayanıklı tüketim ve sermaye mallarının payının gide-
rek artması nedeniyle, ihracatımız küresel konjonktürdeki değişimlere kar-
şı geçmiş dönemlere kıyasla daha duyarlı bir yapı sergilemektedir. Ana ti-
caret ortaklarımızın ekonomilerinde gözlenen sert yavaşlama ve buna
bağlı olarak ihracatın hızla daralması, 2008 yılının son çeyreğinde toplam
talebin keskin bir şekilde yavaşlamasının temel nedenlerinden biri olmuş-
tur. Son aylarda, dış talebin yanında iç talepte de belirgin bir yavaşlama
gözlenmiştir. Üçüncü çeyrek Gayri Safi Yurt İçi Hasıla (GSYİH) verileri iç
talebin arka arkaya üç çeyrek daraldığını göstermektedir. Son çeyreğe
ilişkin göstergeler ise iç talepteki daralmanın daha da belirginleştiğine işa-
ret etmektedir.³⁰⁴

2008 yıl sonu tüketici enflasyonu yüzde 10,10 olmuştur. Tüketici fi-
yatları son çeyrekte yüzde 3,03 oranında yükselirken, bu artışın 2,6 puan-
ını gıda ve enerji kalemlerinde gözlenen yüksek oranlı artışlarla Ekim ayın-
da gerçekleşmiştir. Yılın son iki ayında ise, petrol ve diğer emtia fiyatların-
daki gerilemeler ile toplam talep koşullarındaki zayıflamanın etkisi tüketici
enflasyonu üzerinde daha da belirginleşmiş ve aylık fiyat değişimleri en-
deks tarihindeki en düşük seviyelerde gerçekleşmiştir. Ayrıca, döviz ku-
rundaki artışın tüketici fiyatları üzerindeki kısa dönemli etkisi gerek iktisa-
di faaliyetlerdeki belirgin yavaşlama gerekse ithalat fiyatlarındaki gerileme ile
geçmiş yıllara kıyasla daha sınırlı olmuştur. Gıda ve enerji kalemlerinin
yıllık enflasyona yaptığı katkı yılın son çeyreğinde kademeli olarak gerile-
se de, yıl genelinde yüksek bir seviyede gerçekleşmiştir. Son çeyrekte,
malİYETlerdeki azalma ve iç talepteki yavaşlamaya bağlı olarak hizmet fi-
yatlarının yıllık enflasyona yaptığı katkıda düşüş gözlenirken, temel mal fi-
yatlarının katkısında belirgin bir değişim olmamıştır.³⁰⁵

Gıda fiyatlarının artış hızı, 2007 yılındaki kuraklığa bağlı arz kaybı-
nın gecikmeli yansımaları ile yılın ilk yarısında yükselmiş, ikinci yarıda ise
olumlu üretim ve dış fiyat gelişmeleriyle belirgin bir yavaşlama göstermiş-
tir. Yıl genelinde bakıldığında, grup fiyatları son iki yıldaki yüksek seyrini
2008 yılında da devam ettirerek enflasyonun yüksek seyrinde belirleyici
olmayı sürdürmüştür. Enerji grubunda ise özellikle akaryakıt ile elektrik fi-
yatlarındaki yükselişler nedeniyle önceki yıllara kıyasla oldukça yüksek ar-
tışlar gözlenmiştir. Böylelikle, gıda ve enerji gruplarının yıllık tüketici enf-
lasyonuna yaptığı oransal katkı önceki yıl ortalamalarının üzerine çıkarak

³⁰⁴ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2009-I, sy.5

³⁰⁵ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2009-I, sy.21

yüzde 62 seviyesine ulaşmıştır. Gıda ve enerji dışı mal grubu yıllık enflasyonu, TL'deki değer kaybına rağmen iktisadi faaliyetlerdeki yavaşlamanın belirginleşmesi ile önceki yıl ortalamalarının altında gerçekleşmiştir. Hizmet enflasyonu ise ilk üç çeyrekte arz yönlü şokların ikincil etkileriyle yükselişe geçtikten sonra son çeyrekte toplam talep koşullarındaki zayıflamayla birlikte yavaşlama eğilimi göstermiş, buna rağmen grubun yıllık enflasyona katkısı geçtiğimiz yıla kıyasla daha yüksek gerçekleşmiştir.³⁰⁶

5.8. Beklentiler ve Gelecek

Tablo-14:TCMB Raporlarına Göre Enflasyon Öngörülleri

	2009	2010	2011
OCAK	(4,9-8,5) 6,7	4,9	4,0
NİSAN	(5,9-9,3) 7,6	(4,0-7,8) 5,9	5,4
TEMMUZ	(6,1-9,1) 7,6	(4,3-7,9) 6,1	5,4
EKİM	(5,4-8,2) 6,8	(4,0-7,6) 5,8	5,2

Gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin yeni risklerin ortaya çıkması, yüzde 4 olarak belirlenmiş olan enflasyon hedefine ulaşmanın öngörülenden daha uzun bir zaman alabileceğine işaret etmektedir. Bunun yanında, küresel ekonomideki belirsizliklere paralel olarak gözlenen döviz kuru gelişmeleri de enflasyondaki düşüşü sınırlama potansiyeli taşımaktadır. Bu doğrultuda, yüzde 4 olan orta vadeli enflasyon hedefine ulaşılmasının iki yılı aşkın bir zaman aldığı bir çerçevede öngörülmektedir.³⁰⁷

Fiyat istikrarına ulaşılabilmesi için basiretli bir para politikası gereklidir, fakat bu tek başına yeterli değildir. Uygulanan maliye politikaları ve yapısal reform süreci de en az para politikası kadar önem taşımaktadır. Enflasyonun tek haneli rakamlara inmesinde maliye politikalarının katkısı büyük olmuştur. Bundan sonra da fiyat istikrarına giden yolda maliye politikalarının desteği önemli olacaktır. Özellikle mevcut konjonktürde ekonomimizin dayanıklılığını koruması için mali disiplin ve yapısal reformların devamlılığı kritik önem taşımaktadır. Bu çerçevede, Avrupa Birliği'ne

³⁰⁶ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2009-I, sy.22

³⁰⁷ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2008-II, sy.86

uyum ve yakınsama sürecinin devam etmesi ve programda öngörülen yapısal reformların hayata geçirilmesi konusundaki çabaların sürekliliği önemini korumaktadır. Özellikle, mali disiplinin kalitesini artırmaya ve verimlilik artışlarının devamlılığını sağlamaya yönelik yapısal reformlar konusundaki gelişmeler gerek makroekonomik istikrar gerekse fiyat istikrarı açısından yakından izlenmektedir.³⁰⁸

2008 Temmuz Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı tarihten bu yana geçen süre zarfında uluslararası piyasalarda olağanüstü bir hareketlilik yaşanmaktadır. Bu süreç enflasyon görünümünü birçok farklı kanaldan etkilemektedir: Son dönemde Yeni Türk lirasında gözlenen keskin değer kaybı, özellikle kısa vadede enflasyonu olumsuz etkileyecektir. İkinci olarak, iç talepte öngörülenin ötesinde bir yavaşlama olabileceğinin ortaya çıkması, toplam talebin enflasyona verdiği desteği artırmıştır. Son olarak, emtia fiyatlarında yaşanan sert düşüşler göz önüne alınarak, gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin varsayımlar aşağı yönlü güncellenmiştir.³⁰⁹

Küresel krizin derinleşmesinin ardından kredi koşullarında belirgin bir sıkılaşma ve kredi faizlerinde sert bir yükseliş gözlenmiştir. 2008 yılının son çeyreğinde tüketici kredilerinin uzunca bir süredir ilk defa daralması, finansal koşulların sıkılığını teyid etmektedir. Son dönemde yapılan faiz indirimleri finansal koşullardaki ek sıkılaşmayı kısmen bertaraf etmiştir. Nitekim, tüketici kredilerinin faizlerinde belirgin bir düşüş gözlenmektedir. Bununla birlikte, ticari kredi faizleri yüksek seviyelerde seyretmeye devam etmektedir. Önümüzdeki dönemde, azalan risk iştahının ve küresel kredi piyasalarındaki sıkılaşmanın kredi genişlemesini sınırlayacağı tahmin edilmektedir.

Küresel krizin başladığı tarih olan Eylül 2007'den bugüne dünya ekonomileri arasındaki etkileşim daha da belirgin bir hale gelmiştir. Önümüzdeki dönemde ülkemizde enflasyon ve para politikası görünümünün büyük ölçüde küresel ekonomideki gelişmeler tarafından şekilleneceği düşünülmektedir. Bu nedenle, küresel ekonomiye ilişkin varsayımlar ayrı bir önem arz etmektedir. Orta vadeli tahminler üretilirken, çeşitli uluslar arası kuruluşların tahminlerinin toplulaştırılmasıyla oluşturulan Consensus Forecasts bülteni esas alınarak, küresel ekonomide 2010 yılının başından itibaren kademeli bir toparlanma olacağı varsayılmıştır. Bu çerçevede,

³⁰⁸ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2008-II, sy.87

³⁰⁹ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2008-IV, sy.7

küresel ekonomide derinleşen sorunların ve sıkılaştan kredi koşullarının iç talebi uzunca bir süre sınırlamaya devam edeceği düşünülmektedir. Yapılan faiz indirimlerinin de etkisiyle yurt içi talepte yılın ikinci yarısında kısmi bir toparlanma görülebilecektir. Bununla birlikte, böylesine büyük çaplı bir krizin ardından iktisadi birimlerin güveninin normale dönmesinin zaman alacağı göz önüne alındığında, toparlanmanın yavaş ve kademeli olması beklenmektedir.³¹⁰

2008 yılının son çeyreğinde, enflasyonu etkileyen unsurlar açısından önemli gelişmeler ortaya çıkmıştır. Finansal kriz küresel durgunluğa dönüşürken, hem iç hem de dış talepte sert bir yavaşlama gözlenmiştir. Bu gelişmelere paralel olarak emtia fiyatları da keskin bir düşüş göstermiştir. Son dönemde küresel büyümeye ilişkin tahminler ardı ardına aşağı yönlü güncellenmekte, buna rağmen risklerin halen aşağı yönlü olduğu ifade edilmektedir. Bütün bu gelişmeler 2009 yılı sonunda enflasyonun hedefin altında gerçekleşme olasılığını artırmıştır.³¹¹

Enerji fiyatları artış hızı yılın son çeyreğinde yavaşlamış ve grup yıllık enflasyonu yüzde 19,81'e gerilemiştir. Üçüncü çeyrekte 115 dolar seviyesinde gerçekleşen ortalama ham petrol fiyatı, son çeyrekte yaklaşık 55 dolar seviyesine gerilemiştir. Petrol fiyatındaki bu azalışın etkisi yurt içi akaryakıt fiyatları üzerinde daha çabuk gözlenirken, akaryakıt dışındaki enerji kalemlerinde (elektrik ve doğalgaz) gecikmeli etkilerle yüksek fiyat artışları sürmüştür. Ayrıca, katı yakıtlar kaleminde üçüncü çeyrekte gözlenen yüksek fiyat artışları bu çeyrekte de devam etmiştir. Ham petrol fiyatlarının mevcut seyri ve maliyet bazlı fiyatlama çerçevesinde, yurt içi enerji fiyatlarının yıllık artışındaki yavaşlamanın önümüzdeki dönemde belirginleşerek süreceği tahmin edilmektedir.³¹²

Orta vadeli enflasyon beklentileri 2008 yılı ilk yarısında belirgin bir artış göstermiştir. Mayıs ayında TCMB'nin yeni hedefleri ilan etmesiyle beklentilerdeki bozulma durmuş ancak arz yönlü şokların etkileriyle enflasyonun yüksek kalması beklentilerin uzunca bir süre orta vadeli hedeflerin belirgin olarak üzerinde seyretmesine neden olmuştur. Kasım ayından itibaren ise petrol fiyatlarındaki gerileme ile talep koşullarındaki

³¹⁰ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2009-I, sy.5

³¹¹ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2009-I, sy.9

³¹² TCMB, "Enflasyon Raporu", 2009-I, sy.24

zayıflamaya paralel olarak olumlu görünüm sergileyen enflasyon gerçekleştirmelerinin de etkisiyle, beklentilerdeki iyileşme belirginleşmiştir. Ayrıca bu dönemde TCMB'nin enflasyon görünümündeki iyileşmeye dikkat çekerek faiz oranlarını hızlı bir şekilde düşürmesi ve zaman içinde açıklanan verilerin bu kararları haklı çıkarması, enflasyon beklentilerinin iyileşmesine katkıda bulunan bir diğer unsur olmuştur. Bu gelişmeler sonrasında 2009 yılı Ocak ayı itibarıyla, bir yıl ve iki yıl sonrasına ilişkin enflasyon beklentileri sırasıyla yüzde 7,46 ve 6,71 ile orta vadeli hedeflere oldukça yakın bir düzeyde gerçekleşmiştir.³¹³

Ödemeler dengesi istatistikleri, net ihracatın büyümeye olumlu katkısının 2008 yılının son çeyreğinde arttığını göstermektedir. Söz konusu eğilimin, küresel düzeyde iktisadi faaliyette ve iç talepte beklenen yavaşlamanın etkisiyle 2009 yılının ilk yarısında da sürmesi beklenmektedir. İktisadi faaliyetteki yavaşlamanın yanı sıra, petrol ve diğer emtia fiyatlarının gelmiş olduğu düşük seviyenin de katkısıyla, dış ticaret ve cari işlemler açığında 2009 yılında kayda değer bir düşüş olacağı tahmin edilmektedir.³¹⁴

Temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olmakla birlikte, Merkez Bankası son dönemlerde uluslararası kredi piyasalarında yaşanan sorunların Türk finansal sistemindeki istikrarı olumsuz etkilemesi olasılığına karşı, aktif bir politika izlemiş, özellikle döviz piyasasının etkin çalışması ve döviz likiditesinin desteklenmesine yönelik bir dizi önlem almıştır. Bu çerçevede, Merkez Bankası öncelikle 9 Ekim tarihinden itibaren kendi aracılığıyla işletilen bankalar arası Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo piyasasını yeniden açmıştır. Takip eden dönemlerde bankaların Döviz ve Efektif Piyasaları Döviz Depo Piyasasındaki işlem limitlerini önemli ölçüde arttırarak 10,8 milyar ABD dolarına yükseltmiştir. Bunun yanı sıra Merkez Bankası tarafından bankalara sağlanabilecek döviz depolarının vadesi uzatılmış ve bankaların döviz borçlanma faiz oranları düşürülmüştür. Bu önlemlere ek olarak yabancı para zorunlu karşılık oranında indirimle gidilerek bankacılık sistemine yaklaşık 2,5 milyar ABD doları ek döviz likiditesi sağlanmıştır.³¹⁵

Sonuç olarak, yakın dönemde açıklanan veriler, uluslararası kredi piyasalarındaki ve küresel ekonomideki sorunların önceki tahminlere göre daha uzun süre etkili olacağına işaret etmektedir. Bu çerçevede,

³¹³ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2009-I, sy.29

³¹⁴ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2009-I, sy.39

³¹⁵ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2009-I, sy.52

önümüzdeki dönemde, küresel ekonomideki sorunların ve kredi koşullarındaki sıkılığın yurt içi talebi öngörülenden daha uzun bir süre kısıtlayacağı düşünülmektedir. Mevcut kısa ve orta vadeli görünüm çerçevesinde, toplam talebin enflasyon üzerindeki aşağı yönlü etkisinin 2009 yılında da sürmesi beklenmektedir.³¹⁶

Yılın ilk aylarında faiz indirimlerinin yavaşlayarak sürdüğü varsayımı altında; enflasyonun, yüzde 70 olasılıkla, 2009 yılı sonunda yüzde 5,4 ile 8,2 aralığında (orta noktası yüzde 6,8), 2010 yılı sonunda ise yüzde 4 ile 7,6 aralığında (orta noktası yüzde 5,8) gerçekleşeceği tahmin edilmektedir. 2011 yılı sonunda ise enflasyonun yüzde 5,2 düzeyine düşeceği öngörülmektedir.³¹⁷

Özetle, enerji fiyatlarındaki düşüş ve toplam talebin zayıf seyri nedeniyle orta vadeli enflasyon tahminlerinde aşağı yönlü güncelleme yapılmıştır. TCMB tahminleri, son dönemde gerçekleşen faiz indirimlerine rağmen yılsonunda enflasyonun hedefin altında kalma olasılığının arttığına işaret etmektedir.³¹⁸

6- SONUÇ

1990'lı yıllarda enflasyon riskinin tehlike oluşturmaya başlaması ve para politikalarının işleyişini değiştirmeye başlaması merkez bankalarının rolünün ve para politikalarının çerçevesinin yeniden tanımlanmasını gerektirmiştir ve para politikasının asıl amacı fiyat istikrarının sağlanması ve korunması olarak algılanmaya başlamıştır. Gelecekle ilgili belirsizlikler ekonomideki ileriye yönelik olumlu gelişmeleri engellemekte ve enflasyonist bekleyişler ortaya çıkarmaktadır. Tüm bunlar fiyatları ve beklentileri istikrara kavuşturacak ve piyasalara güvenilir bilgi sağlayacak olan nominal bir çıpa ihtiyacını ortaya koymuştur.

Bütün para politikası stratejilerinin temel amacı, enflasyonu düşürmek ve kontrol altına almaktır. Diğer bir ifade ile, fiyat istikrarını kalıcı hale getirmektir. Ne var ki, gerek döviz kuru hedefleme stratejisi gerekse parasal hedefleme stratejisi, istenilen sonuçları sağlayamamıştır. Söz konusu stratejilerin en önemli eksikliği, para politikasının güvenilirliğini sağlamlaştıracak kurumsal alt yapının oluşturulması konusunda yetersiz kalmalarıdır.

³¹⁶ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2009-I, sy.70

³¹⁷ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2009-I, sy.72

³¹⁸ TCMB, "Enflasyon Raporu", 2009-I, sy.73

Politika uygulamalarının ve politika yapıcılarının güvenilirliğinin artırılması, fiyat istikrarı hedefine ulaşılması ve enflasyonist eğilimlerin kalıcı bir şekilde baskılanması açısından son derece önemlidir. Çünkü güvenilirlik, politika uygulamalarına ilişkin keyfilik kuşkusunu azaltarak, beklentilerin fiyat istikrarı hedefi ile çelişmeyecek şekilde oluşmasına katkı sağlar. Şeffaf politikalar uygulayarak politika yapıcılarının sorumluluk düzeyinin artırılması, parasal otoriteye istediği parasal aracı seçerek uygulama olanağının sağlanması, para politikası için açık, anlaşılır ve esnek bir kuralın belirlenmesi, güvenilirliğin tesisi açısından olmazsa olmaz koşullardır. Söz konusu koşulların yerine getirilmesi açısından enflasyon hedefleme stratejisinin görece olarak daha başarılı olması, bu stratejinin etkililik düzeyini artıran en önemli faktördür.

Türkiye, parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme stratejisini uygulayan; fakat bu stratejiler ile enflasyonu kontrol altına alamamış ülkelerden biridir. Bu bağlamda, Türkiye'nin önünde uygulayabileceği tek bir para politikası stratejisi kalmıştır: "enflasyon hedefleme stratejisi"dir. Enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi için ön koşulların yerine tam olarak getirilmesinin sağlanması için, Türkiye'de açık enflasyon hedefleme stratejisi uygulanmadan önce örtük enflasyon hedefleme stratejisi uygulanmıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, 2002-2005 yılları arasında yıl sonu enflasyon hedefleri açıklanmış, enflasyon ilk üç yıl üst üste belirlenen hedeflerin altında gerçekleşmiştir. Enflasyonun düşük seviyelerde istikrara kavuştuğu normal şartlar altında, gerçekleşen enflasyon rakamının sistematik olarak hedefin altında kalması olumsuz bir durum olarak değerlendirilebilir. Ancak, 2001-2005 döneminde kronik enflasyonist ortamdan tek haneli rakamlara giderken temel amaç yüksek enflasyonu düşürmek olduğundan, hedeflerin altında kalınması bekleyişleri olumsuz etkilememiş; aksine enflasyondaki düşüşün süreceğine dair algılamaları kuvvetlendirmiştir. Dolayısıyla, söz konusu dönemde enflasyonun hedeflerin altında kalması, üzerinde kalmasına oranla daha kabul edilebilir bir durum olarak değerlendirilmiştir. Bu bağlamda Merkez Bankası'nın ilan ettiği hedefler, örtük bir şekilde "üst sınır" olarak algılanmıştır.

Türkiye 2002-2005 yılları arasında uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi sisteminden sonra 2006 yılında resmen enflasyon hedeflemesi uygulamaya başlamıştır. 2006 yılı başında üç yıllık bütçe uygulamasına geçildiği göz önüne alındığında hedefler üç yıllık olarak ilan edilmektedir. 2006, 2007 ve 2008 için yılsonu hedefleri sırasıyla % 5, % 4 ve % 4 olarak belirlenmiştir. Ancak hedef, petrol ve altın fiyatları ile bütün ve işlenmemiş

gıda ürünleri fiyatlarındaki yüksek artışlar ve döviz kurundaki gelişmeler gibi nedenlerden dolayı tutturulamamış; 2006 yılsonu itibarıyla enflasyon oranı 9,65 olarak hesaplanmıştır. 2007 yılında tüketici fiyatları yıllık artış oranı yüzde 8,39 olarak gerçekleşmiştir. Tüketici fiyatları yılın son çeyreğinde gözlenen yüksek artışlar sonucunda Aralık ayı itibarıyla hedefle uyumlu patika etrafında oluşturulan belirsizlik aralığının dışında kalmıştır. 2008 yılında enflasyon yüzde 10,10 olarak gerçekleşmiş ve yüzde 11,10 olan yılsonu tahmininin altında kalmıştır.

Enflasyon hedeflemesi merkez bankasına enflasyonu düşürme konusunda sorumluluk yükleyen ve enflasyonla ilgili hedeflerin merkez bankası ve hükümet tarafından kamuoyuna açıkça ilan edildiği bir para politikası rejimidir. Merkez bankasının üstlenmiş olduğu sorumluluk, para politikasının gelecekte izleyeceği seyir ile ilgili belirsizlikleri azaltarak, merkez bankasının güvenilirliğini ve hesap verebilirliğini arttırmaktadır. Uygulamada merkez bankası genellikle parasal göstergelerden elde edilen verilerin değerlendirmesini yaparak ve enflasyon beklentilerini de göz önüne alarak para politikasının seyrine ilişkin kararını vermektedir. Bunun yanında para, kredi, faiz oranlarının vade yapısı ve varlık piyasası gibi parasal ve finansal değişkenlerle ilgili gelişmeleri de dikkate almaktadır

Merkez bankasının bağımsızlığı başarıya ulaşmak için tek başına yeterli olmamaktadır. TCMB'nin sahip olduğu bağımsızlığın fonksiyonel hale gelmesi, Türkiye'nin mali baskınlıktan kurtarılması ve güçlü bir mali sistemin kurulmasıyla enflasyon hedefleme stratejisinin ön koşullarının sağlanmış olması gerekmektedir. Ancak o zaman enflasyon hedefleme stratejisini uygulamak bir anlam ifade eder. Fakat incelememiz Türkiye'nin mali baskınlığa sahip olduğu ve istikrarlı-güçlü bir mali sistemin de var olmadığını göstermiştir. Bu nedenlerden dolayı, Türkiye'de merkez bankası bağımsızlığının yanında, enflasyon hedefleme stratejisinin diğer ön koşullarının yerine getirilmesi de önem verilmelidir. Enflasyon hedeflerinin tutturulabilmesi için sadece merkez bankası bağımsızlığı değil, bununla birlikte diğer ön koşulların sağlanmış olması gereklidir. Türkiye'de siyasi istikrarsızlıklar ekonomik istikrarla yakın ilişki içerisinde olduğundan güven bunalımının ve belirsizlik ortamının olmadığı bir durum bu yapının oluşmasını destekleyecektir. Siyasi ve ekonomik istikrarın sağlanmasıyla birlikte, istenilen hedeflerin tutturulması merkez bankasına olan güveni artırarak enflasyonist beklentileri kırarak ve mali disiplinin kararlılıkla yerine getirilmesini ve sürdürülmesini sağlayacaktır.

Türkiye enflasyon hedefleme stratejisine geçtiği 2006 yılından bu zamana kadar olan enflasyon oranları ve gelecek dönem hedeflemelerinin bize verdiği bilgiye göre Türkiye’de enflasyon hedeflemem stratejisinin çok da başarılı olduğu yönünde değildir. Kişisel kanaatime göre ülkemizde enflasyon hedefleme stratejisine geçilme konusunda acele edilmiştir. Ülke örneklerinden elde edilen deneyimlere göre enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi için öncelikle ülkelerin belli bir fiyat istikrarını elde etmiş olması gereklidir. Fiyat istikrarı elde edildikten sonra, sürdürülebilir fiyat istikrarını elde etmek için enflasyon hedefleme stratejisine geçilmelidir. Türkiye’deki uygulamaya bakıldığında ise henüz fiyat istikrarı elde edilmeden enflasyon hedeflemesine geçilmesi konusunda acele edildiği görülmektedir. Açık enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce, örtük enflasyon hedefleme dönemi uzatılarak belki fiyat istikrarının sağlanması konusunda önemli adımlar atılabilirdi. Ülkemizdeki mali baskınlık oranını düşürmeden, istikrarlı mali piyasalar elde edilmeden, merkez bankasının bağımsızlığı sağlanmadan ve fiyat istikrarı elde edilemeden bu stratejinin uygulanmaya başlatılması stratejinin başarısını olumsuz yönde etkilemiş ve bu nedenle de TCMB tarafından ilan edilen hedefler tutturulamayarak yukarı doğru sürekli güncellenmiştir.

KAYNAKÇA

- AFSAR, Bilge; “**Merkez Bankası Bağımsızlığı**”, Konya Ticaret Odası, Etüd - Araştırma Servisi, Sayı : 2006/42/71-2006/118/77-2006/128/87.
- AGENOR, P. R. (2000); “**Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting**” The World Bank, Washington, DC 20433.
- AKDIŞ, Muhammet; “**Para Politikalarının Ekonomik İstikrar Üzerindeki Etkinliği ve Türkiye**”, Afyon Kocatepe Üniversitesi Yayınları, Yayın No:2, Afyon, 1996.
- AKGÖNÜL, Hüseyin; “**Türkiye’de Para Arzının Belirlenmesi ve Fiyatlar Genel Düzeyi Arasındaki İlişkiler**”, Anadolu Üniversitesi Yayınları, Yayın No:545, Eskişehir, 1992.
- AKTAN ,Coşkun Can, U. UTKULU ve S. TOGAY; “**Nasıl Bir Para Sistemi**”, İstanbul: İMKB Yayını, 1998.
- ALMEIDA, Alvaro and GOODHART, Charles A.E. ; “**Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behavior?**”, Monetary Policy and Inflation in Spain, Ed.by.Jose Luis Malo de Monila, Fernando Gutierrez, England, Macmillan Pres Ltd., 1998

• ALPARSLAN, Melike ve P. Ataman ERDÖNMEZ; **"Enflasyon Hedeflemesi"**, Türkiye Bankalar Birliği(Bankacılık Ve Araştırma Grubu), Aralık 2000, Bankacılar Dergisi,Sayı:35.

• ALTINOK, Serdar ve ACET, Hakan; **"Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikaları Ve Türkiye'de Uygulanabilirliği"**,

• ALTINTAŞ, H., TABAN, S.; **"Gelişmekte Olan Ülkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı: Karşılaşılan Güçlükler ve Sınırlamalar"** Uludağ Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, 2002, Cilt :21, Sayı :2.

• ALTUĞ, Nuray; **"Para Politikalarında Ara Hedef Yaklaşımı ve Enflasyon Hedeflemesi"**, Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayın No:1999-11, İstanbul,1999

• AVCI, Nihal; **"Bütçe Ve Para Politikalarının Makroekonomik Etkileri"**, Devlet Bütçe Uzmanlığı Araştırma Raporu, Bütçe Ve Mali Kontrol Genel Müdürlüğü, Maliye Ve Gümrük Bakanlığı, Ankara, Ekim 1988.

• BABACAN,Burak; **"Para Politikası Stratejileri"**, Sosyal Bilimler Enstitüsü, (ders notu) <http://www.dersnotlari.net/arastirmayazilari/para-pol.htm>

• BAIN, K., HOWELLS, P. (2003); **"Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis"** Palgrave Macmillan ISBN 0-333-79255-6.

• BERNANKE, Ben S. ve MISHKIN, Frederic S. (1997), **"Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?"**, The Journal of Economic Perspectives, Vol:11, (No:2), 97-116

• BERNANKE, Ben S.; **"Inflation Targeting: Lessons From International Experience"**, New Jersey, Princeton University Pres,1999

• BOZKURT, Cuma; **"Parasal Hedefleme Stratejileri: Türkiye İçin Uygun Politika Seçimleri"**, Çukurova Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, ADANA, 2006.

• BRUNIA, Anne ve LAHDENPERA, Harri; **"Inflation Targets: Principal Issues and Practical Implementation"**, In Targeting Inflation, Andrew G. Haldane(ed), Bank of England.

• BÜYÜKAKIN, Tahir; **"Enflasyon hedefleme stratejisi Ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme"**, İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü,No:14438, İstanbul, 2001.

• BÜYÜKAKIN, Tahir ve C. ERARSLAN; **"Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi"**, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, 2004/2 : 18-37.

- CALVO, Guillermo A. ve VÉGH Carlos A. (1997), “**Inflation Stabilization and BOP Crises in De-veloping Countries**”, 1-93
 - <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecrp1.pdf>
- Czech National Bank, (1999), “**Inflation Targeting in the Czech Republic**” <http://www.cnb.cz/en/pdf/a-inf-targ.pdf>
- ÇİNKÖ, Levent; “**Türkiye’de Hazine-Merkez Bankası İlişkileri Ve Enflasyon Hedefleme Stratejisinin Analizi**”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayın No:106845, İstanbul, 2001.
 - ÇOLAKOĞLU, Bayram; “**Enflasyon Hedefleme Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği**”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi(4) 2002/2:17-31.
- DEBELLE, G. (1997); “**Inflation Targeting in Practice.**” IMF Working Paper WP/97/35, March, 1997.
- DEMİRHAN, Erdal; “**Para Politikasının Değişen Yüzü:Enflasyon Hedeflemesi**”, Türkiye Bankalar Birliği, Yayın No:231, İstanbul, 2002 .
- DEVINE, M., McCOY, D.; “**The Formulation of Monetary Policy in EMU**” Central Bank of Ireland, 1998
- EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB), (2004), “**The Monetary Policy of The ECB**” <http://www.ecb.int> (06.09.2005).
- ERÇEL, Gazi; “**Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları Ve Et-kileri**”, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara , 1996
- ERÇEL, Gazi; “**1998 Yılı Para Politikası Uygulaması**”, TCMB, Ankara, 1998(a), <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog/p1998matb1.html>
- ERÇEL, Gazi; T.C. Merkez Bankası, “**2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı Kur ve Para Politikası Uygulaması**”, Basın Toplantısı, 9 Aralık 1999
- ERÇEL, Gazi; “**Inflation Targeting Experiences**”, Prepared By: International Organizations Division Foreign Relations Department, The Central Bank Of The Republic Of Turkey, Ankara, 2000.
- ERDOĞAN, Seyfettin; “**Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme**”, Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi(9) 2005/1:34-54.
- ERKAN, Birol; “**Türkiye’de 1980 Sonrası Merkez Bankası Politikaları**”, http://www.ceterisparibus.net/banka_finans/makaleler.htm
- ERKAN, Hüsnü; “**Ekonomi Politikasının Temelleri**”, Aydın Yayınevi, 2. baskı, İzmir, 1990,

• FAUST, Jon, D.W. HENDERSON; **"Is Inflation Targeting Best-Practice Monetary Policy?"**, <http://research.stlouisfed.org/publications/review/04/07/FaustHenderson.pdf>

• FISCHER, Stanley; **"Fiyat İstikrarının Sağlanması"** Çev. Hüseyin Şen, Bankacılar Dergisi, yıl:10, sayı:31, Aralık-1999, s.107-114
http://www.canaktan.org/ekonomi/anayasal_iktisat/monetarizm/sen-fiyat-istikrari.pdf

• GAYIBOV, Mehman; **"Gelişmekte Olan Ülkelerde İzlenen Para Politikaları Ve 1980 Sonrası Türkiye'de Yapılan Para Politikası Uygulamaları"**, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, İstanbul, 2001.

• GÜNAL, Mehmet; **"Para Banka Ve Finansal Sistem"**, Yeni Dönem Yayıncılık, Ankara, 2006.

• HEBBEL, Klaus Schmidt, WERNER, Alejandro; **"Inflation Targeting in Brezilya, Chile and Mexico. Performance, Credibility and The Exchange Rate"**, Central Bank of Chile Working Papers, July 2002, no:171

• JAPAN BANK; **"On Price Stability"**, 2000
<http://www.boj.or.jp/en/seisaku/00/pb/data/k001013a.pdf> (01.03.2002).

• JUNGUN, O. (2000) ; **"Inflation Targeting: A New Monetary Policy Framework in Korea"** The Bank of Korea

• KADIOĞLU, Ferya , N.ÖZDEMİR ve G. YILMAZ; **"Inflation Targeting In Developing Countries"**, 2000, www.tcmb.gov.tr

• KADIOĞLU, Ferya, KOTON, Zelal ve ŞAHİNBEYOĞLU, Gülbin, **"Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri Türkiye 2000"**, Merkez Bankası Araştırma Makaleleri, Temmuz, 2001, www.tcmb.gov.tr

• KALAYCI, Şeref; **"Parasal Hedefleme, Enflasyon Hedeflemesi Ve Enflasyonist Bekleyişler: Türkiye Ekseninde Bir Değerlendirme"**, Süleyman Demirel Üniversitesi, İktisadi Ve İdari Bilimler Fakültesi, Y.2002, C.7, s.271-284.

• KAMIN, S., TURNER, P., DACK, J., V. (1998), **"The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies"** Bank of International Settlements, Policy Papers No. 3.

• KARAÇOR, Zeynep, AY, Ahmet, ÇETİNKAYA, Murat ve ACET, Hakan; **"Güvenilirlik İhtiyacı ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikaları"**, **Yönetim Ve Ekonomi**, Yıl:2005, Cilt:12, Sayı:2, Celal Bayar Üniversitesi, Manisa.

- KARASOY, Almila, SAYGILI, Mesut ve YALÇIN Cihan; **"Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası Ve Bazı Ülke Deneyimleri"**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Ankara, 1998
- KAYKUSUZ, Murat; **"Enflasyon Hedeflemesi Ve Türkiye'de Uygulanabilirliği"**, <http://www.ceterisparibus.net/makro.htm>
- KESRİYELİ, Mehtap; **"1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri"** TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No: 97/4, 1997
- KEYDER, Nur; **"Para Teori-Politika-Uygulama"**, Bizim Büro Basımevi, 4.Baskı, Ankara, 1993.
- KİBRİTÇİOĞLU, A.; (2001) **"Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation"** University of Illinois at Urbana-Champaign, Office of Research Working Paper No. 01-1152001
- KUNTER, K., JANSSES, N. (2002), **"Credibility of Monetary Regimes: Is Inflation Targeting Different?"**, TCMB Research Department, Discussion Paper No:2002/1
- MALATYALI, N.Kamuran; **"Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler Ve Türkiye'de Uygulanabilirliği"**, Yıllık Programlar Ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Devlet Planlama Teşkilatı, Nisan 1998.
- MASSON, Paul R. ;(1997), **"The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries"**, IMF Working Paper, WP/97/130, October 1997: 1-45
- MASON, Paul R, SAVASTONE Miquel A. and SHARMA Sunil ;(1997) **"The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries?"**, IMF Working Paper, WP/97/130, October 1997, <http://www.imf.org>,
- MISHKIN, Frederic S. (1997), **"Strategies for Controlling Inflation"**, NBER Working Paper, No:6122, 1997, 1-49
- MISHKIN, Frederic; **"International Experiences with Different Monetary Policy Regimes."** NBER Working Paper No: 6965, 1999
- MISHKIN, Frederic S. (2000), **"Inflation Targeting in Emerging – Market Countries"**, The American Economic Review, 90, (2), 105-9.
- MISHKIN, Frederic S. ve SAVASTANO, Miguel (2001), **"Monetary Policy Strategies for Latin America"**, Journal of Development Economics, 66, 415-44.
- MISHKIN, Frederic S. ve Klaus Schmidt-Hebbel, **"One Decade of Inflation Targeting in The World: What Do We Know and What Do We Need To Know?"** NBER Working Paper Series, No:8397, July 2001

• MISHKIN, Frediric S. and Klaus Schmidt-Hebbel, **“A Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What We Need to Know?”**, Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges, Ed.by., Norman Loayza and Raimundo Soto, Santiago, Central Bank of Chili, 2002,

• MÜSLÜMOV, Alövsat, HASANOV, Mübariz ve ÖZYILDIRIM, Cenktan; **“Döviz Kuru Hedeflemesi Politikaları”**, TÜGLAD Ekonomi Ödülleri 2002, <http://www.tuglad.org.tr/tuglad.php?sayfa=ekonomi&baslay=&baslyil=2002>

• NUALTARNEE, J. (2005) **“Transmission Mechanism of Monetary Policy”**

• <http://wb-cu.car.chula.ac.th/papers/transmission.htm> (04.01.2005).

• OBSTFELD, Maurice ve ROGOFF, Kenneth (1995), **“The Mirage of Fixed Exchange Rates”**, The Journal of Economic Perspectives, *NBER Working Paper, No:51919*, (4), 73-96

• ÖĞRETMEN, Eren; **“Enflasyon Hedeflemesi-Uygulama Özellikleri”**, Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, T.C. Merkez Bankası, Ankara, Temmuz 2004.

• ÖNDER, Timur; **“Para Politikası: Araçları, Amaçları Ve Türkiye Uygulaması”**, Piyasalar Genel Müdürlüğü, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Ankara, Mayıs 2005.

• ÖNDER, İ., TÜREL, O., EKİNCİ, N., SOMEL; **“Türkiye’de Kamu Maliyesi Finansal Yapı ve Politikalar”** Tarih Vakfı Yayınları, 1993

• ÖZEL, Saruhan; **“Türkiye’de Enflasyon, Devalüasyon Ve Faiz”**, Alkın Yayıncılık, İstanbul, Aralık 2000.

• ÖZTÜRK, Serdar; **“Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı Ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”**, Zonguldak Karaelmas Üniversitesi, Safranbolu M.Y.O., www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/enflasyon_hedeflemesi.doc

• PARASIZ, İlker; **“Para Politikası”** Ezgi Kitabevi Yayınları, Bursa, 1996

• PARASIZ, İlker; **“Para Banka Ve Finansal Piyasalar Teori Ve Politika”**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 6.Baskı, Bursa, Ekim 1997.

• PARASIZ, İlker; **“Para Politikası (Türkiye Uygulamaları)”**, 5.Baskı, Bursa, 1998.

• PARASIZ, İlker; **“Para Ekonomisi”**, Ezgi Kitabevi Yayınları, 2.Baskı, Bursa, 1999.

- PAYA, Merih; **“Para Teorisi ve Para Politikası”** Filiz Kitabevi, İstanbul, 1998.
- PETURSSON, T., G. (2000); **“Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary Policy?”** Central Bank of Iceland, Monetary Bulletin, 2000/1.
- PINAR, Abuzer ve B. ERDAL; **“Para-Banka-Kredi ve Para Politikası”**, Turhan Kitabevi, 2.Baskı, Ankara, 2005
- SCARLATA, Jodi; (2002) **“Inflation Targeting”**, Macroeconomic Managament, Ed. by., Mohsin S Khan, Saleh M Nsouli and Chornng-Huey Wong, IMF Institute, Washington DC
- ŞIKLAR, I.;(1999) **“Enflasyon Hedeflemesi ve Para Talebinin Rolü”** Eskişehir Sanayi Odası, Yayın No:2 7, 1.B.
- T.C. Merkez Bankası; **“T.C.M.B.Kanunu(Nisan)”** ,1997, Madde 51
- TCMB, **“2000 Yıllık Rapor”**, 2000
- <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/00turkce/yraporx.html>
- TCMB; **“Para Politikası Raporu”** ,2001a
- http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/para_politikasi_raporlari.htm
- TCMB; **“Yıllık Rapor”**, 2001b,
- <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/01turkce/yraporx.html>
- TCMB; **“Para Politikası Raporu”** 2002a
- http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/para_politikasi_raporlari.htm
- TCMB; **“Para Politikası Raporu”**, 2002b
- http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/para_politikasi_raporlari.htm
- TCMB; **“Yıllık Rapor”** ,2002c ,
- <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/02turkce/yraporx.html>
- TCMB; **“Yıllık Rapor”**,2003
- <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/03turkce/yraporx.html>
- TCMB; **“Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”** , Aralık, 2005, Sayı:2005-56.
- TCMB; **“Enflasyon Raporu 2006-I”**
<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ocak2006.php>
- TCMB; **“Enflasyon Raporu 2006-II”**
<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-nisan2006.php>
- TCMB; **“Enflasyon Raporu 2006-III”**

- <http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-temmuz2006.php>
- TCMB; “**Enflasyon Raporu 2006-IV**”
<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ekim2006.php>
- TCMB; “**Enflasyon Raporu 2007-I**”
<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ocak2007.php>
- TCMB; “**Enflasyon Raporu 2007-II**”
<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-nisan2007.php>
- TCMB; “**Enflasyon Raporu 2007-III**”
<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-temmuz2007.php>
- TCMB; “**Enflasyon Raporu 2007-IV**”
<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ekim2007.php>
- TCMB; “**Enflasyon Raporu 2008-I**”
<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ocak2008.php>
- TCMB; “**Enflasyon Raporu 2008-II**”
<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-nisan2008.php>
- TCMB; “**Enflasyon Raporu 2008-III**”
<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-temmuz2008.php>
- TCMB; “**Enflasyon Raporu 2008-IV**”
<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ekim2008.php>
- TCMB; “**Enflasyon Raporu 2009-I**”
<http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ocak2009.php>
- TELATAR, Erdinç; “**Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin?**” İmaj Yayınevi, Ankara, Ekim 2002
- TOBB; “**Ekonomik Rapor 99 55. Genel Kurul**” Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Mayıs-2000.
- TOBB; “**Ekonomik Rapor 2004 60. Genel Kurul**” Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Mayıs-2005
- TOKGÖZ, E. ; “**Türkiye’nin İktisadi Gelişme Tarihi (1914-1999)**” İmaj Yayınevi, 1999, 5. Basım
- TOKUCU, Erkan; “**Alternatif Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı**”, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayın No:106620 İstanbul, 2001.
- URIBE, M.; (2002) “**Real Exchange Rate Targeting and Macroeconomic Instability**” NBER Working Paper No: 9294
- USTA, B. ; “**Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği**” ,2003, www.tcmb.gov.tr

• UYGUR Ercan; **“Krizden Krize Türkiye 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”**, Türkiye Ekonomi Kurumu, 2001,

• YÜKSELER Zafer; **“IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi (Brezilya Deneyimi ve Türkiye için Dersler)”**, Tartışma Tebliği, Türk Ekonomi Kurumu, Ankara, Temmuz 2005

• Sermaye Piyasası Faaliyetleri Temel Düzey Lisansı Eğitimi, Diğer Teşkilatlanmış Piyasa ve Borsalar , Kasım 2006, TSPAKB

• “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi”, www.tcmb.gov.tr, 2006.

• <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/eurokitap/europolitik.do>

• <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/ekonomi/sayi8/enflasyon.htm>

• <http://www.elyadal.org/pivolka/09/merkez.htm>

• <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1996/kitap6.html>

• http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan63_22Mar06

• <http://www.baskent.edu.tr/~gurayk/finpazcuma4.doc>

Not Alınız



VERGİ DENETMENLERİ DERNEĞİ
GENEL MERKEZİ
1975

Cihan Sokak No: 13/7 Sıhhiye / ANKARA
Tel: (0.312) 231 80 19 (pbx) • Fax: (0.312) 231 80 65
www.vdd.org.tr • e-posta: bilgi@vdd.org.tr