

## Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Alternatif Para Politikası Stratejileri, Türkiye Ekonomisi Açısından Bir Değerlendirme

Öğr. Grv. Şehnaz Bakır YİĞİTBAŞ

Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Aynalık Meslek Yüksekokulu, ÇANAkkALE

### ÖZET

Bu çalışmada gelişen piyasa ekonomilerinde alternatif para politikaları stratejilerinin avantaj ve dezavantajları değerlendirilmektedir. Gelişen piyasa ekonomilere örnek olarak, enflasyon hedeflemesinin çok iyi uygulandığı Şili ve Brezilya örnekleri tartışılmakta ve daha sonra Türkiye’de bir para politikası stratejisi olan enflasyon hedeflemesi değerlendirilmektedir. Bu analizden çıkan sonuç, Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin daha fazla karmaşık bir yapıda olduğudur. Türkiyede enflasyon hedeflemesi performansının artırılması için kredibilitenin oluşturulmasında önemli bir unsur olan hesapverebilirlik ve şeffaflığın artırılması gerekmektedir.

**Anahtar kelimeler:** Para, Para Politikası Stratejileri, Enflasyon Hedeflemesi, Türkiye

### Alternative Monetary Policy Strategies in Emerging Countries, An Assessing For Turkish Economy

### ABSTRACT

This paper assesses the advantages and disadvantages of alternative monetary policy strategies involves for emerging market countries. Then it discusses two emerging market countries which illustrate what it takes to make inflation targeting work well, Chile and Brazil. The next topic that assessing inflation targeting as a monetary policy strategy for Turkey. The conclusion from this analysis is that inflation targeting is more complicated in Turkey. In order to improve inflation targeting’s performance in Turkey, the role of communication and transparency which is crucial for the process of building credibility, should be increased.

**Keywords:** Monetary, Alternative Monetary Policy Strategies, Inflation Targeting, Turkey.

### GİRİŞ

1970 ve 1980’li yıllarda enflasyonun hem gelişmiş hem de gelişen ekonomilerde önemli bir sorun haline gelmesi, iktisat literatüründe yeni yaklaşımların ortaya çıkmasında etkili olurken, enflasyonla mücadelede çözüm yolları arayışını hızlandırmıştır. Bu arayış sürecinde döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi gibi alternatif para politikası stratejileri ön plana çıkmış ve birçok ülkede uygulamaya konu olmuştur. Bu stratejiler içinde son zamanlarda en fazla popülerlik kazanan para politikası stratejisi ise enflasyon hedeflemesidir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin dünya genelinde pozitif bir performansla sahip olduğu görülmektedir. Hem gelişmiş hem de gelişen ekonomilerde ortalama enflasyon oranı, enflasyon hedeflemesi uygulamasına

geçtikten sonra düşmüştür<sup>1</sup>. Ancak, gelişen ekonomiler, gelişmiş piyasa ekonomilerine göre nispeten daha zayıf bir performansa sahiptir. Bu ekonomilerde sıcak paranın ani kaçıışı ile ortaya çıkan dışsal şoklar, para otoritelerinin düşük kredibilitesi, zayıf finansal, mali ve parasal kurumların enflasyon volatibilitesini artırdığı saptanmaktadır.

Bu çalışmanın amacı; gelişen ekonomilerde para politikasının yürütülmesinde daha önemli bir araç haline gelen enflasyon hedeflemesinin başarılı bir performans gösterebilmesi için; hedefleme öncesi bazı önkoşulların gerçekleşmesi gerektiğinin, uygulama sürecinde ise merkez bankalarının karşılaştıkları dışsal şoklarda kredibilitelerini sağlamlaştırılmalarına yönelik bir prosedür geliştirmelerinin kritik bir önem taşıdığına işaret etmektir. Bu, son zamanlarda enflasyon volatilitesi ile karşıkarşıya kalan T.C.Merkez Bankası için de son derece önem taşıyan bir konudur. Çalışma başlıca dört bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde alternatif para politikası stratejilerinin gelişimine zemin hazırlayan aktif iktisat politikalarına karşı gelişen tepkilere kısaca yer verilmekte, ikinci bölümde ise fiyat istikrarını sağlamaya yönelik alternatif para politikası stratejileri değerlendirilmektedir. Üçüncü bölümde bu stratejilerin, özellikle de enflasyon hedeflemesinin gelişen piyasa ekonomilerindeki performansı incelenmekte ve bu konuda ülke uygulamalarına örnek olarak Şili ve Brezilya ile ilgili değerlendirmeler yapılmaktadır. Dördüncü ve son bölümde ise, Türkiye’de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi stratejisine ekonominin altıyapısı itibarıyla yorum ve öneriler getirilmektedir.

### **I- Aktif İktisat Politikalarına Tepkiler**

1960’lı yıllarda, iktisat politikasını uygulayan otoriteler ile ekonomistlerin büyük çoğunluğu aktif iktisat politikasını desteklemişlerdir. Aktif iktisat politikası, üretim ve işsizlik düzeyini tam istihdam düzeyine yaklaştırmayı amaçlayan politikalar olarak tanımlanmaktadır. Bu politikayı destekleyenlerin temel argümanı; uzun dönemde enflasyon ve işsizlik arasında değiş-tokuş ilişkisinin varolduğu yönündeki varsayıma dayanmaktadır (Bernanke ve Laubach, 1997:11). Buna göre, parasal otoriteler enflasyon oranını düşürmek istediklerinde daha yüksek düzeyde işsizlik oranına katlanmak durumundadırlar. Aynı şekilde bu ilişkinin tersi de doğrudur; yani düşük bir işsizlik düzeyi daha yüksek bir enflasyon oranına katlanmayı gerektirir. Bu düşünce, 1958 yılında Phillips, 1960 yılında ise Samuelson ve Solow tarafından ifade edilmişti.

Ancak 1970’lerde aktif iktisat politikasının ve araçlarının değiştirilmesi gerektiği yönündeki görüşler ağırlık kazanmaya başlamıştır. Bu gerekliliği ortaya çıkaran temel unsurlardan biri; aktif iktisat politikalarına olan inancı zayıflatacak entellektüel gelişmelerin (Bernanke ve Laubach, 1997:11-16) yaşanmaya başlamış olmasıdır. Bu gelişmelerin en önemlisi M. Friedman’ın monetarist kritiğidir. Friedman, uzun dönemde enflasyon ve işsizlik arasında değiş-tokuş

<sup>1</sup> Gelişmiş ve gelişen ekonomilerde enflasyon hedeflemesinin performansları için bakınız: Arminio Fraga ve Ilan Goldfajn, “*Inflation Targeting In Emerging Market Economies*”, NBER Working Paper, No:10019., s.2.

ilişkisinin olmadığını, Phillips eğrisinin geçersiz olduğunu ve genişletici politikaların uzun dönemde enflasyona yol açtığını savunmuştur. Diğer bir gelişme ise, teknik literatürde “zaman tutarsızlığı” olarak bilinen, iktisat politikasının kredibilite sorunu ile ilgilidir. Bu yaklaşıma göre; merkez bankası düşük bir enflasyon oranına ulaşmayı hedeflese bile üretim, istihdam ve karları en azından geçici bir süre teşvik etmesiyle enflasyon oranını kamuoyu beklentilerinin üzerine çıkaracaktır. Şöyle ki; merkez bankasının aktif bir politika izleyeceği beklentisi içinde olan ekonomik ajanlar bu politikanın enflasyonist etkilerinden korunmak amacıyla kısa dönemde ücret ve diğer girdi maliyetlerini sözleşmelerle sabitleyeceklerdir. Bu ise fiyatlarda bir rijitlik yarattığı gibi işsizlik oranında bir düşüşe yol açmayacaktır. Bu nedenle para politikasını uygulayan otoritelerin zaman tutarsızlığı probleminde yol açan kısa dönemli hedefler yerine ancak uzun dönemde gerçekleştirilecek olan fiyat istikrarı hedefine yönelmeleri gerektiği hususunda hem para otoriteleri hem de akademisyenler arasında bir konsensüs sağlanmıştır.

## **II- Fiyat İstikrarının Sağlanmasına Yönelik Alternatif Para Politikası Stratejileri**

Para politikasının yürütülmesinde öncelikli hedefin fiyat istikrarına verilmesi farklı para politikası stratejilerini gündeme getirmiştir. Fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik başlıca para politikası stratejileri; döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesidir. Bu hedeflemelerin her biri ulusal paranın değeri üzerinde bir sınırlandırma getirilmesine yardımcı olurlar. Dolayısıyla bu hedeflemeler aynı zamanda para politikası için bir nominal çapa sağlar. Para politikasında seçilen nominal çapanın taşınması gereken özellikler şunlar olmalıdır; seçilen hedefin kolaylıkla kontrol edilebilmesi, kamuoyunun anlayabileceği şeffaflıkta olması, nihai amaçla yani fiyat istikrarı ile güçlü bir ilişkisinin olması, kısa aralıklarla gözlenebilir olmasıdır (Cukierman, 1999:5).

### **A- Döviz Kuru Hedeflemesi**

Döviz kuru hedeflemesi, uzun tarihi geçmişe sahip olan bir para politikası rejimidir. Bir dönem altın standardı rejimi olarak uygulanmıştı. Döviz kuru hedeflemesinde, ulusal paranın değeri altın gibi bir mala sabitlenmektedir. Ancak, son zamanlarda sabit döviz kuru rejimleri, ulusal paranın değerinin düşük enflasyon yaşayan bir ülkenin parasına sabitlenmesi şeklinde uygulanmıştır (Mishkin, 1999:2). Döviz kurunun sabit bir konuma getirilmesi zorunlu değildir. Bu nedenle döviz kuru hedeflemesini uygulayacak ülkeler, sabit kur hedefini benimseyebilecekleri gibi ayarlanabilir kur hedefini de benimseyebilmektedirler.

Ashında kur rejimi tercihini belirleyen temel unsur, sözkonusu ülkenin içinde bulunduğu parasal ilişkilerin niteliğidir. Bu konuda dolarizasyon sorunu yönlendirici olmaktadır (Berg ve Borensztein, 2000:5-9). Dolarizasyonda, yabancı para birimleri ulusal paranın gördüğü işlevleri tamamen yada kısmen üstlenmektedir. Şayet yabancı para; ödeme ve hesap birimi olma işlevini üstlenmişse para ikamesinden, değer biriktirme işlevini üstlenmişse aktif ikamesinden bahsedilir. Para ikamesi, genellikle yüksek enflasyon ve hiperenflasyon koşulları altında ortaya çıkmaktadır. Para ikamesinin güçlü olduğu

ekonomilerde sabit döviz kuru, aktif ikamesinin güçlü olduğu ekonomilerde ise ensek ya da ayarlanabilir döviz kuru rejimi önerilmektedir.

#### *Döviz Kuru Hedeflemesinin Avantaj ve Dezavantajları*

Döviz kuru hedeflemesi sahip olduğu avantajlar nedeniyle gelişmiş ve gelişen ekonomilerde belirli dönemlerde etkili bir para politikası stratejisi olarak uygulanmıştır. Bu avantajlardan biri; uluslar arası ticareti yapılan malların enflasyon oranını sabitleyerek, enflasyonu doğrudan kontrol altına almasıdır. (Mishkin, 1999:3). İkinci avantajı, eğer uygulanan döviz kuru hedeflemesine güven duyulmuşsa enflasyon beklentisi için bir nominal çapa sağlamasıdır. Bu durumda merkez bankası ulusal paranın değeri düşmeye başladığında sıkı para politikasına, yükselme eğilimi ortaya çıktığında gevşek para politikasına odaklanır. Böylece, döviz kuru hedeflemesi genişletici bir para politikasını engelleyerek merkez bankasının zaman tutarsızlığı tehlikesine düşmesini önler (Mishkin, 1997:15). Döviz kuru hedeflemesinin bir diğer avantajı ise, bu hedeflemenin ekonomik ajanlar tarafından kolaylıkla anlaşılabilir netlik ve basitlikte olmasıdır (William J.:1997:1-7).

Döviz kuru hedeflemesi, gelişmiş ülkelerde enflasyonu kontrol etmede başarılı bir şekilde uygulanmıştır. Örneğin, hem Fransa hem de İngiltere ulusal paralarını Alman markına bağlayarak (ERM) enflasyon oranlarını düşürmüşlerdir (Mishkin, 1997:3). Fransa 1987'de döviz kurunu Alman markına sabitlemiş, enflasyon oranı %3'lerde iken 1992 yılında bu oran %2'ye düşmüştür. Aynı şekilde, İngiltere 1990 yılında %10 olan enflasyon oranını bu uygulama ile 1992 yılında %3'e düşürmüştür. Gelişen ekonomilerde de döviz kuru hedeflemesi enflasyonun hızlı bir şekilde düşürülmesinde başarılı olmuştur. Örneğin, Arjantin'de 1987'de %131, 1988'de %343, 1989'da %3080 ve 1990'da %2314 düzeyine yükselmiş olan enflasyon oranı 1991'de yürürlüğe konan para kuru uygulaması ile 1994'de %3,8 düzeyine inmiştir (Parasız, 2001:317).

Döviz kuru hedeflemesinin belirli avantajlarına rağmen birtakım dezavantajları da bulunmaktadır. Bunlardan en önemlisi, para politikasının bağımsızlığını kaybetmesi nedeniyle dışarıdan gelebilecek şokların önlenememesidir. Buna verilebilecek en iyi örnek 1992 ERM krizidir (Krugman, 1999:433). Berlin duvarının yıkılmasından sonra Doğu Almanya'nın yeniden inşası için Batı Almanya genişletici maliye politikası uygularken diğer taraftan Bundesbank sıkı para politikasına başvurmuştur. Paralarını Alman markına bağlayan diğer Avrupa ülkelerinin ise deflasyonist politikalara yönelmeleri gerekirken enflasyon ve işsizlik düzeyini korumak için kuru sürdürmeleri yani genişletici maliye politikası yanısıra sıkı para politikası uygulamaları ülke ekonomilerini resesyona itmiştir. Sonuç olarak, Almanya'da enflasyonist baskılar sonucu faiz oranları yükselmiş ve faizlerin yükselmesi ile yaşanan şok, paralarını Alman markına sabitleyen diğer Avrupa ülkelerine de geçmiştir.

İkinci önemli sorun, döviz kuru hedeflemesinin, ülke paralarını spekülâtif atağa açık hale getirmesidir. Spekülâtif ataktan sonra ulusal paranın değerinin düşmesi hem gerçek hem de beklenen enflasyonun yükselmesine yol açacaktır. İstikrarlı bir döviz kuru, sıkı bir para ve maliye politikasının uygulanmasını

gerektirir. Merkez bankası bir taraftan sabit döviz kurunu uygulayıp diğer taraftan da para arzını artırırsa döviz rezervlerini kaybetmeye başlar ve kuru sürdürmez (Altuğ, 2001:92-93). Diğer taraftan, gelişen ekonomilerde ulusal paranın gelecekteki değerinin belirsizliği nedeniyle borç senetleri yabancı para cinsinden düzenlenmişse, ulusal para devalüe edildiğinde yurtiçi firmaların borç yükü artar. Halbuki, firmanın varlıkları genellikle ulusal para cinsinden belirlendiğinden firma varlıklarının değerinde aynı doğrultuda bir artış olmaz. Dolayısıyla bu durum firmaların bilanço dengesinde önemli bir bozulmaya yol açar (Mishkin, 2004:4). Tüm bu nedenler finansal kırılganlığı artırarak ekonomide son derece yıkıcı olabilecek finansal krizlere yol açabilmektedir. 1992 Şili krizi, 1994 Meksika krizi ve 1997-98 Asya krizinde benzer bir durum yaşanmıştır. Görüldüğü gibi, döviz kuru hedeflemesi hem gelişmiş hem de gelişen ekonomilerde enflasyon oranlarının düşürülmesinde etkili olmuş, ancak sözkonusu ülkeler bunun bedelini krizlerle ödemişlerdir. Bu nedenle, döviz kuru hedeflemesi 1990'lı yıllarda özellikle gelişmiş ekonomilerde anlamını kaybetmiştir.

### **B- Parasal Hedefleme**

Enflasyonu kontrol etmede kullanılan para politikası stratejilerinden bir diğeri parasal hedeflemedir. Parasal hedeflemede, merkez bankası parasal taban, geniş para ya da kredi büyüklüklerinin büyüme oranını hedeflemektedir (Cukierman, 1999:3-5). Parasal hedeflemede merkez bankası, para kavramlarından hangisini kontrol etmesinin uygun olacağına karar vermek durumundadır. Merkez bankası bu amaçla iki temel ölçüte göre hareket eder (Keyder, 2002:240):

a) Sözkonusu büyüklüğün ekonomik faaliyet üzerinde etkili olabilecek para arzı ile ilişkili olması,

b) Seçilecek olan büyüklüğün merkez bankasının para politikasını yürütebilmek için kullanabileceği tüm araçları içeriyor olmasıdır.

Bu yaklaşımda; GSMH ile para arzı arasındaki ilişkiyi gösteren paranın dolanım hızı ve para arzı ile parasal taban arasındaki ilişkiyi gösteren para çoğaltanı kullanılarak, para otoritesinin kontrolünde olan parasal tabanın ne düzeyde tutulması gerektiği tespit edilir (Keyder:2002:453). Parasal hedefleme, 1970 ve 1980'li yıllarda Amerika, Almanya, İsveç ve Fransa gibi birçok ülkede daha dar para tanımından daha geniş para tanımına kadar değişik parasal büyüklükler için uygulanmıştır.

#### *Parasal Hedeflemenin Avantaj ve Dezavantajları*

Parasal hedeflemenin döviz kuru hedeflemesine göre önemli bir avantajı, merkez bankasının para politikasını yurtiçi şoklarla mücadele etmek amacıyla kullanabilmesidir. Aynı zamanda, döviz kuru hedeflemesinde olduğu gibi merkez bankasının belirlediği hedefe ulaşım ulaşamayacağına ilişkin bilgiler hızlı bir şekilde elde edilmektedir. Çünkü çok kısa periyodlarla, parasal büyüklükler kamuoyuna raporlar halinde duyurulmaktadır (Cukierman, 1999:12). Bu, para otoritelerinin nasıl bir para politikası uyguladığı ve enflasyon oranını korumaya yönelik gerçek niyetleri hakkında hem piyasalara hem de kamuoyuna gerekli sinyalleri iletacaktır. Dolayısıyla şeffaflık artacak, şeffaflığın artması ise

enflasyon beklentilerini sabitleyerek enflasyon oranının düşmesini sağlayacaktır. Parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesinde olduğu gibi kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilen nominal bir çapa sağlarken (Mishkin, 1997:24) aynı zamanda para politikasına olan güvenirliliğin hemen artmasını sağlayarak para politikası otoritelerinin zaman tutarsızlığı tehlikesine düşmesini de önler (Cukierman, 1999:12).

Parasal hedefleme Almanya’da başarıyla uygulanmıştır; Almanya 1975 yılından itibaren kabul ettiği parasal hedefleme stratejisi ile 1995 yılına kadar %2 enflasyon hedefine ulaşmıştır (Mishkin, 1997:25). Almanya’nın bu başarısında; parasal hedeflemeyi resmi bir politika rejimi olarak benimsemesi, Milton Friedman’ın “sabit parasal büyüme oranı kuralı” önerisinin tersine parasal hedeflemeyi katı değil esnek bir şekilde uygulaması ve Bundesbank’ın tam bir parasal hedefleme yanı sıra örtük bir enflasyon hedeflemesini uygulaması etkili olmuştur (Cukierman, 1999:3).

Parasal hedeflemenin yukarıda belirtilen tüm avantajları iki büyük koşula bağlıdır. Bu koşulların gerçekleşmemesi parasal hedeflemenin dezavantajlarını oluşturacaktır. Bunlardan en öncelikli olanı amaç değişkenler (enflasyon ya da nominal gelir) ile hedeflenen büyüklükler arasında öngörülebilir ve güçlü bir ilişkinin olmasıdır. Bu ilişki zayıfsa parasal hedefleme mekanizması işlemeyecektir. Şöyle ki; para politikasının durumu hakkında gerekli sinyallerin iletilmemesi enflasyon beklentilerini sabitleyemeyecek, dolayısıyla merkez bankasının hesap verebilirliğini zayıflatacaktır. İkinci koşul ise hedeflenen parasal büyüklüklerin merkez bankasının kontrolü altında olmasıdır (Benjamin, 1989:28). Bilindiği gibi, parasal büyüklüklerin kontrolü açısından M1 gibi daha dar parasal büyüklükler merkez bankaları tarafından kolaylıkla kontrol edilmesine rağmen, M2 ve M3 gibi daha geniş parasal büyüklüklerde kontrol gücü zayıflamaktadır. Eğer parasal büyüklükler merkez bankası kontrolü altında değilse şeffaflık ve hesap verebilirlik sağlanamayacaktır.

Parasal hedefleme Almanya’da başarılı bir şekilde uygulanmasına rağmen, Kanada, İngiltere ve Amerika’da aynı başarı sağlanamamıştır. Bunun iki önemli nedeni vardır. Birincisi sözkonusu ülkelerde parasal hedeflemenin ciddi bir şekilde takip edilmemesi ve bu nedenle başarı şansını yitirmesidir. İkincisi ise, 1980’li yılların başlarında parasal büyüklükler ile enflasyon ve nominal gelir arasındaki öngörülebilir ilişkinin finansal enstrümanların sayısındaki artışa bağlı olarak bozulmasıdır. Hatta bu konuda Kanada Bankası guvernör başkanı “Biz parasal hedeflemeyi terketmedik, o bizi terketti” demiştir (Miskin: 1999:14). Parasal hedeflemenin, gelişmiş ülkelerde döviz kuru hedeflemesinin sürdürülememesi ve yeni bir nominal çapa bulma arayışı içinde yaratılmış olduğu görülmektedir. Bazı ülkelerde bu hedeflemenin başarısız olması, enflasyon hedeflemesini önemli bir para politikası stratejisi haline getirmiştir.

### **C- Enflasyon Hedeflemesi**

Enflasyon hedeflemesi, para politikasının uzun dönem nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması için enflasyon oranının bir hedef yada hedef aralığına dayandırılması ve bunun da kamuoyuna duyurulmasını içeren bir para politikası

stratejisidir (Bernanke ve Laubach, 1997:4). Ancak, Mishkin'inde belirttiği gibi (Mishkin, 2004:1) enflasyon hedeflemesi bundan çok daha geniş bir içeriğe sahiptir. Buna göre enflasyon hedeflemesinde şu hususlar önemlidir;

- i) Orta dönem bir enflasyon hedeflemesinin kamuoyuna duyurulması,
- ii) Para politikasının nihai hedefinin fiyat istikrarı olduğu, diğer amaçların ikincil önemde olduğuna dair kurumsal bir vaatte bulunulması,
- iii) Para politikası araçlarının seçiminde kullanılan, bir çok değişkenin yer aldığı stratejileri içeren bir bilgi düzeyinin sağlanması,
- iv) Para otoritelerinin planları, kararları, amaçları hakkında piyasa ve kamuoyuna bilgi verilerek politika şeffaflığının artırılması,
- v) Merkez bankasının sorumluluk alanının açık bir şekilde belirlenerek hesapverebilirliğinin artırılmasıdır.

Enflasyon hedeflemesinde merkez bankalarının başarıları kamuoyuna verdikleri güven, yani kredibilite ile doğru orantılıdır. Kredibilitenin sağlanması sürecinde şeffaflık ve hesapverebilirlik önemli bir rol oynamaktadır. Öncelikle enflasyon hedeflemesi yürürlükte iken, merkez bankası bir şeffaflık prosedürünü uygulayabilmeli ve güçlü arz şoklarıyla karşılaştığında bunu kamuoyuna anlatabilmelidir. Ancak, özellikle gelişen ekonomilerde kredibilite ile ilgili olumsuzluklar sözkonusu olabilmektedir. Şöyle ki;

-Düşük kredibilite ekonomide büyük şoklar yaşandığında üretim, enflasyon ve faiz oranlarında daha büyük bir volatiliteye yol açmaktadır (Fraga ve Goldfajn, 2003:14).

-Gelişen ekonomilerde merkez bankası da dahil olmak üzere kurumların zayıflığı kredibilitenin sağlanma sürecini uzatmaktadır. Düşük kredibilite, ekonomik ajanların merkez bankasının verdiği vaade bağlı kalamayacağı ve büyük şoklar karşısında güçlü bir tepki veremeyeceği inancını güçlendirir. Bu olumsuz beklentiler hem beklenen hem de gerçekleşen enflasyonun daha yüksek çıkmasına yol açar. (Fraga ve Goldfajn, 2003:14-15).

Enflasyon hedeflemesinde para otoritelerinin bu hedeflemeyi uygularken karar vermeleri gereken bazı unsurlar vardır. Bunlardan bazıları; hedefleme için enflasyon oranı veya fiyat düzeyi seçeneklerinden hangisinin tercih edileceği, eğer hedefleme enflasyon oranına göre yapılıyorsa hangi endeksin (TÜFE, GSMH Deflatörü vb.) kullanılacağı, hedeflemenin belli bir nokta ya da banttın hangisine göre yapılacağı, eğer banda göre yapılmışsa bu bandın genişliğinin ne olması gerektiği gibi teknik detayları içermektedir (Malatyalı, 1998:6).

Enflasyon hedeflemesi rejimi ilk olarak, Yeni Zelanda (1989), Kanada (1991), İngiltere (1992), İsveç (1993) ve Finlandiya'da (1993) uygulanmıştır. Bu rejim, Yeni Zelanda ve Kanada'da parasal hedeflemenin istenilen sonucu vermemesi üzerine yüksek düzeyde seyreden enflasyon oranını düşürmek amacıyla uygulanırken, İngiltere, İsveç ve Finlandiya'da sabit döviz kuru uygulamalarından sonra yeni bir nominal çapa sağlamak amacıyla tercih edilen bir para politikası stratejisi olmuştur (Leiderman ve Svensson, 1997:1). Gelişmiş ekonomilerde, enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçtikten sonra ortalama

enflasyon oranları düşmüştür. Bu oran hedefleme öncesi %3.72 iken, hedefleme sonrası %2.50 olmuştur (Fraga ve Goldfajn, 2003:2).

#### *Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları*

Enflasyon hedeflemesine geçme kararı verilmeden önce bazı önkoşulların gerçekleşmiş olması enflasyon hedeflemesinin başarısı açısından önemlidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde beş temel önkoşul ön plana çıkmaktadır.

i) *Fiyat istikrarının para politikasının nihai hedefi olması*: Alan Greenspan, fiyat istikrarını; “hane halkının ve iş çevrelerinin günlük yaşamıyla ilgili kararlar alırken dikkate almak zorunda kalmayacağı, yeterli derecede düşük bir enflasyon oranı” olarak tanımlamıştır. Merkez bankasının birincil hedefinin fiyat istikrarını gerçekleştirmek olduğuna dair güçlü bir kurumsal bağlılığın olması önemli bir gerekliliktir. Bu, özellikle gelişen ekonomiler için son derece önemlidir.

ii) *Merkez bankasının bağımsız olması*: Merkez bankası bağımsızlığı; merkez bankasının hedeflediği enflasyon oranına ulaşmak için ya da mevcut olan enflasyon düzeyini koruyabilmek için, uygulayacağı para politikası rejimini ve kullanacağı para politikası araçlarını bağımsız bir şekilde kendi kararlarıyla seçmesi ve uygulamasıdır. Merkez bankasının enflasyon hedefini gerçekleştirmek için gerekli olan para politikası araçlarını oluşturmada yeterli takdir yetkisine sahip olması yani araç bağımsızlığı zorunlu iken amaç bağımsızlığı bir zorunluluk değildir (Masson ve Sharma, 1997:5). Merkez bankası, para politikasının amaçlarını gerçekleştirirken bu amaçların gerçekleşmesini engelleyecek kısa dönemli politik baskılara maruz kalmayacağından emin olmalıdır. Ampirik çalışmalar, merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişkinin olduğunu göstermiştir (Neyaptı ve Berument, 1999:12).

iii) *Ülkede mali baskınlığın olmaması*: Mali disiplinin sağlanmadığı ekonomilerde kamunun borçlanma gereği merkez bankalarının temel politika enstrümanları olan faiz hadlerini etkili bir şekilde kullanmasını engeller. Maliye politikasının “baskın” olduğu bu gibi durumlarda merkez bankası makroekonomik hedeflerin belirlenmesinde etkisiz kalıp, piyasa operasyonlarında kamu dinamiklerine bağımlı hale gelmektedir. Bu özelliklere göre şekillenen ekonomik ortamda ise enflasyon hedeflemesi uygulaması başarılı bir sonuç vermeyecektir. Mali baskınlığın mali piyasalarla olan diğer bir bağlantısı, senyoraj yapma eğilimini artırmasıdır. Senyoraj gelirlerine bağlılık mali baskınlığın en basit ve en yaygın göstergesidir (Taban, 2000:25). Gelişmekte olan ülkelerde bu ilişki vergi kaynaklarının istikrarsızlığı gibi yapısal özelliklerden dolayı çok güçlüdür ve senyoraj gelirlerinin kötüye kullanılması pek çok kez krizlere neden olmaktadır. Bu nedenle, Merkez bankasının yürüttüğü bağımsız bir para politikası için araç bağımsızlığı yeterli olmayıp, ekonominin mali baskılardan da kurtulması gerekmektedir.

iv) *Gelişmiş mali ve finansal piyasaların varlığı*: Enflasyonun hedeflenen düzeyde tutulması amacıyla para otoriteleri tarafından kullanılacak parasal araçların etkinliği istikrarlı ve güvenilir bir finans sisteminin varlığına bağlıdır. Örneğin, zayıf bir bankacılık sistemi son derece tehlikeli olabilmektedir; merkez



bankası enflasyon hedefini sürdürmek için faizleri artırdığında finansal sistemin çöküşüne yol açabilir. Bankacılık sisteminin zayıflığı farkedildiğinde sermaye hareketleri tersine döner ve ülke dışına çıkmaya başlar. Bu da döviz kurlarında bozulma, ulusal paranın devalüasyonu ve parasal genişleme ile sonuçlanır. Ayrıca, mali piyasaların kullanılan parasal araçlara yeterli çabuklukta tepki verememesi enflasyon hedeflerinden sapmalara yol açabilecektir. Gelişen ekonomilerde finansal derinlik düzeyi düşüktür<sup>2</sup> ve finansal sözleşmeler kısa dönemli olarak düzenlenir. Bu yapı para politikasının aktarım mekanizmasını zayıflatmaktadır. Uzun vadeli piyasaların yokluğu kısa dönem faiz oranlarının daha fazla değişmesine dolayısıyla faiz oranlarında yüksek volatiliteye yol açmaktadır (Fraga ve Goldfajn, 2003:25-26).

v) *İşlevsel bir döviz piyasası*: Enflasyon ve dış denge hedefleri arasında çıkabilecek herhangi bir uyumsuzlukta, merkez bankası güven aşılayabilecek bir döviz konumuna sahip olmalıdır. Böyle bir konum, olası uyumsuzlukların bir güven bunalımına dönüşüp krize yol açmasına imkan tanımayacaktır.

vi) *Enflasyon hedeflemesine geçmeden önce enflasyon oranının belirli bir seviyeye indirilmesi*: Enflasyon hedeflemesi stratejisi temelde zaten düşük enflasyona sahip ekonomilerde fiyat istikrarını korumaya yönelik oluşturulmuştur. Bu rejimi uygulamaya koyan ülkelerin, Şili ve İsrail dahil hepsi 25%' ten daha düşük bir enflasyon oranıyla programa başlamışlardır. Enflasyonun belirli bir düzeye indirilmesi, para politikasının bağımsızlığının sağlanabilmesi ve mali baskınlığın engellenebilmesi için de gereklidir.

#### *Enflasyon Hedeflemesinin Avantaj ve Dezavantajları*

Para politikasında bir orta dönem stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi birkaç avantaja sahiptir. Döviz kuru hedeflemesinin tersine enflasyon hedeflemesi yurtiçi sorunlara odaklanabildiği için yurtiçi şoklarla mücadele edebilir (Mishkin, 2000:2-4). Çünkü, para politikası tek bir değişken yerine enflasyonu etkileyebilecek her türlü faktör göz önünde bulundurularak belirlenmektedir. Bu, enflasyon hedeflemesinin en önemli avantajını oluşturmaktadır. Merkez bankasının kısa dönemli makro ekonomik gelişmeler karşısında dengeleyici tepkiler verebilmesi bu stratejiye esnek bir özellik kazandırır (Bernanke ve Laubach, 1997:26). Parasal hedeflemenin başarısı para ve enflasyon arasında istikrarlı bir ilişkinin varlığına dayalıdır. Oysa, enflasyon hedeflemesinde bu ilişkinin varlığı kritik bir unsur oluşturmasa da para ve enflasyon arasında istikrarlı bir ilişki oluşur. Ayrıca, kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılan ve bu nedenle de şeffaflık özelliği son derece yüksek olan bir stratejidir. Diğer bir avantajı ise; tam rakamsal bir enflasyon hedeflemesi merkez bankasının hesapverebilirliğini artırdığı için, merkez bankasının zaman tutarsızlığı tehlikesine düşmesini engeller.

Bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin bazı önemli dezavantajları da bulunmaktadır. Bu dezavantajlar; rijit olması, tavizsiz olarak uygulanması gereken bir politika olması, üretimin istikrarsızlığını artıracak bir

<sup>2</sup> Gelişmekte olan ülkelerde likit yükümlülüklerin GSMH'ya oranı ortalama %51 iken, gelişmiş ülkelerde bu oran %72'dir.

potansiyeye sahip olması, büyüme hızını düşürmesi, enflasyonun kontrolü zorlaştığında merkez bankasının hesapverebilirliğini azaltması, mali baskınlığı engelleyememesi, enflasyon hedeflemesinde uygulanması gereken dalgalı kur rejiminin finansal istikrarsızlığa yol açması, merkez bankası tarafından kolaylıkla kontrol edilememesi şeklinde sıralanabilir (Mishkin, 2000:4-5). Bu dezavantajlar içerisinde özellikle dalgalı kur rejiminin finans piyasalarında istikrarsızlığa yol açma tehlikesi gelişen ekonomiler için sözkonusu olabilmektedir. Sıcak paranın aniden kaçışı ulusal paranın değer yitirmesine yol açarken, enflasyonist baskıların etkilerini kontrol etmeye yarayan ve bir para politikası aracı olan faiz oranlarında volatilitenin artmasına neden olur. Literatürde, bu süreç “dışsal baskınlık”<sup>3</sup> olarak nitelendirilmektedir.

### III- Gelişen Ekonomi Uygulamalarına Örnekler

Bu bölümde alternatif para politikalarının ve özellikle de enflasyon hedeflemesinin Şili ve Brezilya’daki performansı incelenmekte daha sonra ise Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesinin bir değerlendirilmesi yapılmaktadır.

#### A-Şili

Şili, Latin Amerika komşularına benzer şekilde uzun bir süre yüksek ve değişen enflasyon yaşamış bir ülkedir. Bu sorun, politikacıların her zaman gündeminde yer almış olmasına rağmen sürdürülebilir bir makro politika oluşturulmadığı için enflasyon sorunu çözülememiştir (Garcia, 2000:146). Bu sorunun çözümü amacıyla 1970 yılında sabit döviz kuru rejimini içeren bir istikrar programı uygulanmış ancak bu program başarılı olamamış, 1972 yılına gelindiğinde enflasyon oranı %200’ü aşmıştır. 1973’de hükümetin değişmesiyle, döviz kuru nominal bir çapa olarak değil ekonominin dış rekabet gücünü sürdürmek için kullanılmıştır. Fakat, bu uygulama ile de enflasyon düşürülemedi ve 1974 yılında %500’lere yükselmiştir (Parasız, 2001:262). Tüm bu gelişmeler karşısında 1978’de tablita sistemi yürürlüğe konulmuştur. Aktif döviz kuru yönetimi yerine önceden ilan edilen döviz kuru rejimine geçilmiştir. Bu program enflasyon oranının düşürülmesinde başarılı olmuş ancak nominal faiz oranının yükselmesi sonucu finansal bir kriz yaşanmış, pezo dolara karşı %18 oranında devalüe edilmiştir (Parasız, 2001:270).

Şili’de 1970’lerin sonlarında uygulanan sıkı para ve maliye politikaları ile enflasyon oranı üç haneli rakamların altına inmiştir. 1990’larda ise %20’leri aşan bir enflasyon oranı ile enflasyon hedeflemesi benimsenmiştir. Gelişen ekonomilerde enflasyon hedeflemesini uygulayan ilk ülke Şili’dir. Şili’de enflasyon hedeflemesine geçmeden önce 1989 yılında merkez bankasına bağımsızlığını kazandıran yeni merkez bankası yasası yürürlüğe konmuştur. Şili Merkez Bankası, iki haneli bir enflasyon oranına karşın tam bir hedefleme ile enflasyonu kontrol etmenin zorluğunu farkederek gelişmiş ülkelerde benimsendiği gibi başlangıçta yüksek enflasyonu düşürdükten sonra enflasyon hedeflemesinde kademeli bir süreç izlemiştir (Mishkin, 2001:7). Şili’de 1990-

<sup>3</sup> Bkz., Fraga ve Goldfajn, “Inflation Targeting...”, s.26-31.

1997 yılları arası enflasyon hedeflemesinin çeşitli politikalar ile bir arada uygulandığı görülmektedir. Bunlar; döviz kuru bandı, sterilizasyon ve sermaye girişlerinin kontrolüdür. Döviz kuru bandı, reel döviz kurundaki yüksek volatilitiyi önlemek amacıyla kullanılmıştır (Garcia, 2000:147-150). Bu dönemde, Şili’de enflasyon hedeflemesi oldukça başarılı olmuş, %20’lerin üstünde seyreden enflasyon oranı %3 düzeyine düşürülmüştür. Ayrıca, bu dönemde üretimdeki büyüme ortalama %8’den fazla gerçekleşmiştir. Ancak, 1998’de ekonominin resesyona girmesiyle üretimdeki büyüme %3.4’e düşmüş ve 1999’un ilk yarısında bu oran %−2.9 olarak gerçekleşmiştir.

Şili’de tam bir enflasyon hedeflemesine 1999 yılında geçilmiştir. 1999’da yeni para ve kur politikası olarak; dalgalı döviz kuru rejimi, enflasyon için tam bir hedefleme ve daha fazla hesapverebilirlik ve şeffaflık benimsemiştir (Garcia, 2000:157-159). 1999’dan önce merkez bankası ne enflasyon raporu türü ne de enflasyon öngörüsü ile ilgili bir rapor yayınlamamaktaydı (Mishkin, 2001:8-9). Para politikasının hesapverebilirlik mekanizmasının zayıflığını gösteren bu durum, oluşturulan yeni para politikası ile aşılmıştır; merkez bankası, para politikasının durumu ile ilgili açıklama yapmak zorundadır, yılda üç kez para politikası raporu yayınlamaktadır ve her ay para politikası toplantıları yapılmaktadır (Garcia, 2000:159-160). Şili’de, 2005 yılı itibariyle enflasyon oranı %3.2, büyüme hızı %6.1’dir (IMF, 2005).

Bu verilere dayanarak Şili’de enflasyon hedeflemesi ile ilgili şu tespitlerde bulunmak mümkündür. Şili enflasyon hedeflemesinde başarılı olmuştur. Enflasyon hedeflemesinin başarısında sadece merkez bankası uygulamaları değil aynı zamanda büyük kamu açıklarını azaltan politikalar, regülasyon ve finansal sektörün denetimini kapsayan uygulamalar, enflasyon hedeflemesi öncesi enflasyon oranını belirli bir düzeye indiren dezenflasyon süreci, merkez bankasının hesapverebilirliğini artırılması için yayınlanan enflasyon raporları önemli bir katkı sağlamışlardır. Kısacası, Şili’de açık bir enflasyon hedeflemesine geçmeden önce enflasyon hedeflemesinin önkoşulları sağlanmıştır. Şili aynı zamanda enflasyon hedeflemesinin dezavantajlarını yaşamış bir ülkedir. Bu dezavantajlardan en önemlisi ise bazı yıllarda yaşanan büyüme hızındaki düşüştür.

### **B- Brezilya**

Brezilya uzun bir dönem enflasyon sorunu yaşamış bir ülkedir. 1981-1994 arasında yıllık enflasyon oranı %100’ü aşmış, 1993-1994 yılları arasında %2700’e varan bir oranda hiperenflasyon yaşamıştır. Brezilya’da enflasyon sorununun çözümü amacıyla uygulanan başlıca istikrar programları şunlar olmuştur (Yay, 2001:41); 1986 Cruzado Planı, 1989 Summer Planı, 1990 Collar Planı ve 1994 Real Plan. Döviz kurunu çapa olarak kullanan Real Planı ile enflasyon hızla kontrol altına alınmış, 1994’te dört haneli rakamlardan, 1995’te iki hanelilere, 1998’de ise, %2’den daha az bir orana düşürülmüştür. Ancak enflasyon oranı düşse de aynı başarı maliye kesiminde sağlanamamıştır. Kurun sabitlenmesi ile Brezilya parasının aşırı değerlendirilmesi 1997 ve 1998 yıllarında spekülasyon bir atağın ortaya çıkmasına yol açmıştır. Kamu borçlarının artması,

1997'de %3.6'larda olan GSYİH'nın, 1998'de %-0.12'lere kadar düşmesi sonucu 1998 yılının sonunda IMF ile bir anlaşma imzalanmıştır. Fakat uygulanan programın kredibiliteden yoksun olması döviz kuru üzerindeki baskıları ve sermaye kaçışlarını engelleyememiş ve 1999 yılında sabit döviz kuru rejimi çökmüştür (Nicias, 2000:132-134).

Bu gelişmeler üzerine, Brezilya Temmuz 1999 yılında resmi olarak enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Enflasyon hedefi, 1999 yılı için %8, 2000 yılı için %6 ve 2001 yılı için %4, 2002 yılı için %3.5 olarak belirlenmiştir. Brezilya'da 1999 enflasyon oranı hedeflemenin biraz üzerinde (%8.94) gerçekleşmiştir. GSYİH %0,75 büyümüştür. 2000 yılında ise, Brezilya'nın ekonomik performansı daha iyidir; enflasyon oranı %5'in altında gerçekleşmiş ve GSYİH ilk çeyrekte % 3.6 oranında büyümüştür (Nicias, 2000:137-140). 2005 yılına gelindiğinde enflasyon oranının %5.7, büyüme hızının %2.4 düzeyinde gerçekleştiği görülmektedir (IMF, 2005).

Brezilya'da enflasyon hedeflemesi uygulanmasında enflasyonist sürecin olmaması nedeniyle dezenflasyon süreci benimsenmemiştir (Alpaslan ve Erdönmez, 2000:21). Brezilya'da enflasyon hedeflemesinin yasal bir dayanağı vardır. Enflasyon endeksinin seçilmesi, enflasyon hedefinin oluşturulması ve tolerans aralığının belirlenmesi Maliye Bakanlığı tarafından gerçekleştirilir. Merkez bankası, enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesinden sorumludur; bu konuda araç bağımsızlığına sahiptir fakat hedef bağımsızlığına sahip değildir. Eğer, hedef ihlal edilirse, merkez bankası başkanı maliye bakanına hedefe niçin ulaşamadığını ve tekrar hedeflemeye geçmek için alınması gereken önlemleri açıklayan bir mektup göndermekle yükümlüdür. Ayrıca, merkez bankası her çeyrekte, enflasyon ile ilgili görünümüleri değerlendirdiği enflasyon raporunu yayınlamak zorundadır (Nicias, 2000:136). Enflasyon hedeflemesi uygulamasında hesapverebilirlik ve şeffaflık önemli maddelerden biri olarak benimsenmiştir.

Brezilya enflasyon hedeflemesinde iyi sonuçlar elde etse de bu hedeflemenin dezavantajlarını yaşamış bir ülkedir. Şöyle ki; Brezilya 1999 yılı itibarıyla, döviz kuru şoku ve uluslar arası petrol fiyatlarının %100'den daha fazla yükselmesi ile ulusal paranın nominal olarak %50 oranında değer kaybettiği, negatif yönlü arz şoklarının meydana geldiği ve kamu malları fiyatlarının yükseldiği bir görünüm arz etmektedir (Nicias, 2000:136). Yine, 2002'de sıcak para çıkışına bağlı olarak ulusal para nominal %50 değer kaybetmiştir. Brezilya'da geleceğe yönelik oluşan düşük enflasyon beklentilerine rağmen bu olay enflasyon hedefinden sapmalara neden olmuş, hem enflasyon beklentileri hem de gelecekteki fiili enflasyon kötüleşmiştir. Hedeflenen enflasyon oranı %4 iken 2002 sonunda bu oran %11'e ulaşmıştır (Fraga ve Goldfajn, 2003:3).

Brezilya dışsal şokların enflasyon hedefinden nasıl sapmalara yol açtığının iyi bir örneğini oluşturmaktadır.

### **C-Türkiye**

Türkiye'de 1970'li yıllardan sonra enflasyon bir sorun olarak varlığını hissettirmeye başlamıştır. 1970'de %6.7 olan enflasyon oranı, 1974'de %29.9, 1978'de %52,6, 1979'da %63.9'a yükselmiştir. 1980 sonrası dönemde ise

Türkiye’de yüksek bir enflasyon oranının seyrettiği görülmektedir. Nitekim, 1980’de %107,2 düzeyine yükselen enflasyon her ne kadar 1983’e kadar olan üç yıllık süreçte düşürülse de 2002’e kadar genellikle enflasyon yüksek düzeyde seyretmiştir (DPT, 2004). Türkiye’de 1980’lerden bu yana enflasyon sorununun çözümü ve ekonomik yapının istikrara kavuşması için ortodoks ve heteredoks istikrar programları uygulanmış ancak bunların içerisinde özellikle son dört programda enflasyonla mücadele ön plana çıkmıştır. Bu programlar; 1989-91, 1994-95, 1997-99 ve 2000 yılı programıdır. 1997-99 programının en belirgin özelliği; enflasyon hedefli para politikasına dayanan bir kur politikası izlenmesidir. Üç programın da ortak özelliği, para, kur ve maliye politikalarının birlikte uygulanmış olmasıdır (Erdoğan ve Ener, 2000:20-22). Ancak, bu programlar kamuoyuna tam olarak anlatılamadığı için enflasyon beklentisini kıramamış ve yapısal sorunlar göz ardı edildiğinden bir çözüm getirememişlerdir.

Türkiye’de yıllardır süren yüksek enflasyonla mücadele amacıyla uygulanan anti-enflasyonist politikalarda başarısız olunması alternatif yeni politika arayışlarını gündeme getirmiştir. Bunlardan biri, 1994 krizinden sonra tartışılmaya başlanan sabit kur rejiminin bir örneğini oluşturan para kurulu sistemidir. 2000 yılında yapılan IMF destekli enflasyonla mücadele programının genel çerçevesi (Eğilmez ve Kumcu, 2002:267) incelendiğinde, yarı para kurulu sisteminin uygulandığı görülmektedir. Sistemin uygulanma sürecinde kur sepetinin değeri %20, enflasyon oranı %39 artarak ulusal para aşırı değerlenmiş, likidite gereksinimi içerisine giren bankalara merkez bankasının son borç merci işlevini yerine getirmemesi nedeniyle bankacılık krizi yaşanmıştır.

2000 Şubat krizinden sonra döviz kuru nominal çapa olma özelliğini kaybetmiştir. 22 Şubatta kur dalgalanmaya bırakılmış ve para politikası rejimi olarak parasal hedefleme benimsenmiştir. Böylece, 2001 yılında program IMF ve Dünya Bankası’nın ek destekleriyle yenilenecek “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” adı altında tekrar uygulamaya sokulmuştur. Uygulanan programın orta vadede amacı; sağlıklı bir bankacılık sistemi, bu bağlamda kamu bankalarının görev zararlarından arındırılması, yeniden yapılandırılması olmuştur (Keyder, 2002:455). Fakat bu programda başarılı olamamıştır. Bunun üzerine IMF ile 18. stand by düzenlemesine gidilerek 2002 yılından itibaren yeniden 3 yıllık bir program hazırlanmıştır. Bu programın para politikası açısından getirdiği en önemli yenilik “örtük enflasyon hedefinin” benimsenmesidir.

T.C. Merkez Bankası 2002 yılı başından itibaren örtük enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Söz konusu stratejinin benimsenmesinin nedenleri şunlardır (www.tcmb.gov.tr): İlk neden, açık enflasyon koşullarının oluşmadığı düşüncesidir. İkinci neden ise, kronik enflasyon ortamında parasal göstergelerle enflasyon arasındaki ilişkinin genelde istikrarlı olmaması nedeniyle sadece parasal hedefleme ile enflasyonla mücadelenin yeterli olmayacağı düşüncesidir. Merkez Bankası mevcut örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi altında, kısa vadeli faiz oranlarını temel para politikası aracı olarak kullanmakla birlikte IMF ile yürütülen program çerçevesinde net uluslar arası rezerv, net iç varlıklar gibi parasal performans kriterleri ile gösterge niteliğindeki hedefleri gözletmiştir.

Ancak, net iç varlıklar ya da para tabanı için hedefler oluşturulması enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikasının etkinliğini azaltacağından T.C.M.B., 2005-III Para Politikası Raporu'nda, 2006 yılında bu hedeflerin yerini enflasyon hedeflemesine ilişkin göstergelere bırakacağını belirterek açık enflasyon hedeflemesine geçme kararlılığını göstermiştir.

Nitekim Merkez Bankası 1 Ocak 2006 tarihi itibarıyla açık enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Toplumun her kesimi tarafından kolaylıkla takip edilebilen ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olduğu için enflasyon hedefi TÜFE üzerinden tanımlanmıştır. Merkez Bankası tarafından enflasyon hedefi 3 yıllık belirlenmiş, 2006 yılı için %5, 2007 ve 2008 için %4 enflasyon hedefi açıklanmıştır. 2006 yılı %5 enflasyon hedefi için +/-2 puan belirsizlik alanı belirlenmiştir. Enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle üç ayda bir yayınlanan para politikası raporunun yerini enflasyon raporu almıştır.

#### **IV-Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Uygulamasının Değerlendirilmesi**

Türkiye'de enflasyon hedeflemesi değerlendirilirken; hedefleme öncesi önkoşulların sağlanması ve uygulama sürecine ilişkin olmak üzere iki ayrı kısımda ele almak uygun olacaktır.

##### **A-Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları Açısından Değerlendirme -Para politikasının nihai hedefi**

Enflasyon hedeflemesinin önkoşullarından biri para politikasında fiyat istikrarının öncelikli hedef olarak benimsenmesiydi. Türkiye'de bu önkoşul sağlanmıştır. Şöyle ki; 14.01.1970 tarihli ve 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanununun 4. maddesi 25.04.2001 tarih ve 4651 sayılı kanunla; "Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır" şeklinde değiştirilerek fiyat istikrarı tek ve öncelikli hedef haline getirilmiştir. Ayrıca, fiyat istikrarının gerçekleşmesinde etkinlik sağlamak amacıyla 4651 sayılı kanunun 22/A maddesine göre banka bünyesinde para politikası kurulu oluşturulması kararlaştırılmıştır.

##### **-T.C.Merkez Bankasının Konumu**

Bilindiği gibi, enflasyon hedeflemesi bağımsız bir merkez bankasının varlığını gerektirir. Türkiye'de 25.04.2001 tarih ve 4651 sayılı kanunla bu konuda önemli gelişmeler sağlanmıştır. T.C.Merkez Bankası Kanunu'nun 4.maddesinde "Banka, hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur"... "Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla bu Kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir." hükmü yer almaktadır. Böylece, 4651 sayılı kanun ile merkez bankası araç bağımsızlığını elde etmiştir. Bu kanun ile hem merkez bankasının karşılıksız para basamayacağını belirten ekonomik bağımsızlık, hem de para politikasını belirleyen ve uygulayan kişilerin atama ve görevden alınma usullerini belirleyen politik bağımsızlık konusunda da düzenlemeler getirmiştir.

Hesap verebilirlik ve şeffaflık açısından değerlendirildiğinde TCMB'nin oldukça şeffaf bir yapıya sahip olduğu söylenebilir. Gerek basın duyuruları ile gerekse para politikaları ile enflasyondaki gelişmelerin yer aldığı raporlar ile hem aldığı politik kararların uygulanmasında hem de uygulanan bu politikaların sonuçlarının açıklanmasında oldukça şeffaf bir politika izlemektedir. 4651 sayılı kanununun 42. maddesi, şeffaflığın sağlanabilmesi amacıyla TCMB'nin para politikası uygulamalarına yönelik olarak dönemsel raporlar hazırlanmasını ve bu raporların kamuya ilan edilmesini öngörmektedir. Gene aynı madde uyarınca, TCMB tarafından belirlenen hedeflere ulaşılamaması veya ulaşılamama ihtimalinin ortaya çıkması durumunda bunun gerekçeleri ve bu konuda alınması gerekli önlemler hükümete yazılı olarak bildirilmek ve kamuya açıklanmak zorundadır. Ayrıca, Bağımsız Denetim Raporunun yayımlanıyor olması da TCMB'nin şeffaflığının bir ölçüsü olarak son derece önemlidir.

#### **-Mali Baskınlık**

Enflasyon hedeflemesinde faizler önemli bir para politikası aracıdır. Merkez bankasının faizleri etkin bir şekilde kullanması mali baskınlığın olmamasına bağlıdır. Mali baskınlığın göstergelerinden biri Bütçe Açıkları/GSYİH oranıdır. Tablo-1'de bu orana bakıldığında, bütçe açıklarının 2001 yılına kadar hızlı bir artış gösterdiği ve 2001 yılında BA/GSYİH'ya oranının -%16.9 olarak gerçekleştiği görülmektedir. Oysa, 2005 yılına gelindiğinde 18.Stand by çerçevesinde Hükümetin mali disiplini sürdürme kararlılığına bağlı olarak bu oran oldukça düşük bir düzeyde (-%2.1) gerçekleşmiştir.

#### **-Finansal Derinlik**

Bir ekonomide finansal derinlik para politikasının aktarım mekanizmasının etkin çalışması açısından önemlidir. Finansal derinlik karşılaştırmaları yapılırken gösterge niteliğinde değerlendirilen çeşitli büyüklüklerin GSMH'ya veya GSYİH'ya oranları kullanılmaktadır. Bunlardan en önemlisi M2'nin veya M2Y'nin ve Toplam Finansal Varlıklar'ın GSMH'ya oranıdır. Bu oranlardan M2Y/GSMH'ya baktığımızda; Türkiye'de M2Y/GSMH oranının 1994 yılında %30.7 iken, 1999 yılında %51.3'e yükseldiği fakat daha sonra 2004 yılında %43 düzeyine indiği görülmektedir. Gelişmiş piyasa ekonomilerinde bu oranın %70'lerde olduğu hatırlanacak olursa Türkiye'de finansal derinlik düzeyinin düşük olduğu söylenebilir. Yurtiçi Toplam Finansal Varlıkların GSMH'ya oranı ise nispeten daha düzenli bir seyir izlemektedir. Bunda özellikle kriz dönemlerinde kamu borç stokundaki artış nedeniyle, toplam finansal varlıklarda yaşanan dalgalanmanın etkili olduğu söylenebilir.

#### **-Enflasyon Oranı**

Enflasyon hedeflemesinin başarısı için hedefleme öncesi enflasyon oranının belli bir düzeye indirilmesi gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesinin kurucusu Frederic S. Mishkin, bir ülkede enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için uygun olan enflasyon oranının %15 civarında olması gerektiğini söylemektedir. 2005 yılı sonu enflasyon rakamlarına (%8.7) bakıldığında; Türkiye'nin bu önkoşulu sağladığı görülmektedir. Enflasyon oranlarındaki düşüşe bağlı olarak faiz oranları da düşme eğilimi içine girmiştir.

**Tablo:1** Türkiye’de Mali Baskınlık, Finansal Derinlik, Enflasyon ve Faiz Oranları ( %)

Yıllar	Bütçe Açığı/GSYİH	Top.Yurtiçi Finansal Varlıklar/GSMH	Geniş Tanımlı Para Arzı (M2Y/GSYİH)	TÜFE	Tas.Mev.Faiz Oran
1995	-4.0	47.2	30.7	93.6	92.32
1996	-8.3	58.2	35.9	79.4	93.77
1997	-7.6	61.0	36.3	85.0	96.60
1998	-7.3	63.9	37.8	83.0	94.80
1999	-11.9	85.9	51.3	63.5	46.70
2000	-10.9	79.4	43.8	54.3	45.60
2001	-16.9	63.4	58.0	53.9	62.50
2002	-15.2	108.5	48.9	44.8	48.19
2003	-11.3	102.1	42.3	25.2	28.59
2004	-7.1	101.5	43.0	10.3	22.10
2005	-2.1	105.1	42.3	8.7	20.38

KAYNAK: www.dpt.gov.tr

### **B- Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesinin Genel Bir Değerlendirmesi ve Öneriler**

2006 yılı başında enflasyon hedeflemesine geçen Türkiye’de hedefleme öncesi bazı önkoşulların sağlandığı söylenebilir. Özellikle fiyat istikrarının para politikasının nihai hedef olarak benimsenmesi, merkez bankasına ekonomik, politik ve araç bağımsızlığının kazandırılması, mali baskınlığın azaltılması, enflasyon oranının belli bir seviyeye indirilmesi yönünde önemli gelişmeler sağlanmıştır. Ancak Türkiye’de gelişen ekonomilerde olduğu gibi enflasyon volatilitesini artıracak bazı riskler sözkonusudur. Bunlar; daha önce de bahsedildiği gibi sıcak paranın ani kaçışı ile ortaya çıkan dışsal şoklar, merkez bankasının düşük kredibilitesi ve finansal kurumların zayıflığıdır. Türkiye’de 2000 finansal kriz sonrası bankacılık sisteminde yapılan düzenlemeler ile finansal yapıda daha fazla istikrar sağlanmıştır. Ancak finansal derinlik düzeyinin yüksek olmaması enflasyon hedeflemesi için her zaman bir risk oluşturacaktır. Diğer bir unsur; T.C.Merkez Bankasının bağımsızlığı yasal düzeyde tam anlamıyla sağlanmış ve yayınlanan enflasyon raporları ile şeffaflık sağlanmış olsa da hedeflemenin uygulama sürecinde merkez bankasının ekonomik ajanlara karşı tam bir güven sağlayamadığı hem merkez bankası başkanı atamasında hem de FED’in faiz artırımına gitmesiyle piyasalarda yaşanan dalgalanmalarda gözlenmiştir. Olumsuz enflasyon beklentilerinin enflasyon volatilitesini arttırmaması için T.C.M.B.’nin yaşanan dışsal şoklar ile ilgili olarak kamuoyunu bilgilendirmesi gerekmektedir. Merkez bankasının enflasyonu düşürme



kararlılığını göstermesi güçlü kredibilitenin sağlanabilmesi açısından önemlidir. Bu bağlamda, merkez bankasının kredibilitiyi sağlamlaştırmaya yönelik teknik veriler geliştirmesi ve bu yönde bir prosedür geliştirmesi gerekmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin uygulama sürecinde yaşanabilecek bir diğer risk ise şudur: 2001 krizinden sonra uygulamaya konan ekonomik programın kararlı bir şekilde yürütülmesi, sermaye girişleri , yurtiçi yerleşiklerin portföy tercihlerinde yerli parayı tercih etmeleri, AB ve IMF ile ilişkilere dair iyimserliğin devam etmesi YTL'nin değerlendirilmesinde ve dolayısıyla enflasyon oranının düşürülmesinde önemli katkı sağlamışlardır. Dolayısıyla, bu faktörlerde meydana gelebilecek tersine bir gelişme enflasyon oranlarında yükselişe yol açacaktır. Nitekim, son zamanlarda FED'in faiz artırımına gitmesi Türkiye'den sıcak para çıkışını hızlandırmıştır. Eş zamanlı olarak YTL'nin değer kaybı fiyatlar üzerinde baskı oluşturacaktır. Kurdan fiyatlara doğru yüksek derecede bir geçişkenliğin söz konusu olduğu Türkiye ekonomisinde, fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için sürdürülen para politikasının beklenenin tam tersine kurlar vasıtasıyla fiyatları arttırması ve yüksek faizler yoluyla borç stokunu olumsuz etkilemesi kaçınılmaz olur.

### SONUÇ

Günümüzde hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde döviz kuru ve parasal hedeflemeye göre enflasyon hedeflemesi yıldızı parlayan bir para politikası stratejisi olmuştur. Gelişen ekonomilerde döviz kuru hedeflemesinin çoğunlukla bir krizle sonuçlanması enflasyon hedeflemesine olan ilgiyi artırmıştır. Enflasyon hedeflemesinde amaç, bireylerin karar alma süreçlerinde geçmişe endeksleme alışkanlıkları nedeniyle oluşan enflasyon ataletini kırıp, geleceğe bakmalarını sağlamaktır. Enflasyon hedeflemesinde diğer nominal çapa politikalarından farklı olarak, merkez bankaları, hedeflenen enflasyon oranına ulaşmada değişik para politikası araçlarını kullanma serbestisine sahiptirler. Bu yaklaşım ülkenin sadece kendi durumuna odaklanabilmesine olanak vermekte ve para politikası tek bir değişken yerine enflasyonu etkileyebilecek her türlü faktör göz önünde bulundurularak belirlenmektedir. Bu, enflasyon hedeflemesinin en önemli avantajını oluşturmaktadır.

Şili ve Brezilya gibi gelişen ekonomilerde döviz kuru hedeflemesi stratejisi ile enflasyon oranı düşürülürken bunun bedeli nasıl finansal krizlerle ödenmişse, enflasyon hedeflemesinde de sağlanan başarı bu hedeflemesinin dezavantajlarını beraberinde getirmiştir. Bu durum gelişen ekonomilerin makro ekonomik yapılarındaki kırılabilirlikle ilgilidir. Gelişen ekonomilerde finansal, mali ve parasal kurumların zayıflığı kurlar, fiyatlar ve faizler üzerindeki volatilitiyi arttırmakta bu ise ekonomik ajanların merkez bankasına olan güveninin sarsılmasına yol açmaktadır. Bu ülkelerde döviz piyasalarının daha az gelişmişliği nedeniyle döviz kurlarına özel bir önem verilmesi gerekmektedir. Eğer, büyük şoklar ya da sermaye hareketleri para otoriteleri tarafından ihmal edilirse döviz kurları daha fazla volatilitiyeye neden olur. Gelişen ekonomilerde merkez bankalarının, para politikasını sadece enflasyon hedeflemesi çatısının kurulması

için değil ekonomik ajanların merkez bankasının şoklara karşı güçlü tepkiler vereceğine dair tam bir güvenini kazanabilmesi için kullanması esastır. T.C. Merkez Bankası'nın da enflasyon hedeflemesinde başarılı olabilmesi için kredibilitenin nasıl sağlanabileceği yönünde teknik veriler geliştirmesi ve bu yönde bir prosedür oluşturması gerekmektedir. Böylelikle, Türkiye'de enflasyon hedeflemesi makro ekonomik istikrarı sağlayacak güçlü bir araç haline dönüştürülebilir.

#### KAYNAKÇA

- ALPASLAN, Melike; ERDÖNMEZ, Pelin A. (2000), "Enflasyon Hedeflemesi", [www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar](http://www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar), (15/10/2006).
- ALTUĞ, F.Nur (2001) *İstikrar Politikaları ve Ülke Örnekleri*, İstanbul: Tükmen Kitabevi.
- BERG, Andrew; BORENSZTEIN, Eduardo (2000), "The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies", *IMF Working Papers*, WP/00/29.
- BERNANKE, Ben S. ; LAUBACH, Thomas; vd (1997) *Inflation Targeting: "Lessons from The International Experience"*, New Jersey: Princeton University Press.
- CUKİERMAN, Alex (1999), "Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe", *Economic Research Discussion Paper*, No:39.
- DPT, *Ekonomik ve Sosyal Göstergeler* (1950-2004).
- EĞİLMEZ, Mahfi; KUMCU, Ercan (2002), *Ekonomi Politikası/Teori ve Türkiye Uygulaması*, İstanbul: Om Yayınevi.
- ERDOĞAN, Engin; ENER, Meliha (2000), "Türkiye'de Enflasyonla Mücadele Sürecinde Son Dönem Uygulamalar ve Değerlendirmesi", *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Aralık Sayısı.
- FRAGA, Arminio; GOLDFAJN, Ilan (2003), "Inflation Targeting in Emerging Market Economies", *NBER Working Paper*, No:10019.
- FRIEDMAN, Benjamin.M. (1989), "Monetary Policy With A Credit Aggregate Target" , *NBER Working Paper*, No:980.
- GARCIA, Pablo, (2000), "The Chilean Experience with Inflation Targeting", *Inflation Targeting Experience*, TCMB:145-168.
- IMF, 2005- April , *World Economic Outlook*.
- KEYDER, Nur (2002), *Para, Teori-Politika-Uygulama*, Ankara: Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım.
- KRUGMAN, Paul (1999), "Currency Crises", Ed: M. Feldstein, *International Capital Flow*, Chicago University Press, Chicago.
- LEIDERMAN, Leonardo; SVENSSON, Lars E.O. (1995) "Inflation Targets", *CEPR*: 1-18.
- MALATYALI, Kamuran M. (1998), "Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", *DPT*, No.01.
- MASSON, Paul; SHARMA, Sunil (1997), "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries?", *IMF Working Paper*, 97/130, October.
- MCDONOUGH, Willam J. (1997), "A Framework for the Pursuit of Price Stability", *FRBNY Economic Policy Review*, August, Vol.3, No. 3:1-7
- MISKIN, Frederic S. (2004), "Can Inflation Targeting Work In Emerging Market Countries?", *NBER Working Paper*, No.10646.
- MISKIN, Frederic S. (2000), "Inflation Targeting In Emerging Market Countries" *NBER Working Paper*, No.7618.
- MISKIN, Frederic S. (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", *NBER Working Paper*, No:7044.
- MISKIN, Frederic S. (1997), "Strategies for Controlling Inflation", Ed: Philip Lowe *Monetary Policy and Inflation Targeting*, Reserve Bank of Australia:7-38.
- NEYAPTI, Bilin; BERUMENT Hakan (1999), "Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Ne Kadar Bağımsız?" *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Aralık Sayısı.

- NICIAS, Tito (2000), “The Brazilian Inflation Targeting Experience”, *Inflation Targeting Experience*, TCMB:132-144.
- PARASIZ, İlker (2000), *Enflasyon, Kriz, Ayarlamalar*, Bursa: Ezgi Kitabevi.
- TABAN, Sami (2000), “Enflasyon Hedeflemesi Türkiye İçin Bir Model Olabilir mi?”, *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Ekim Sayısı.
- TCMB, T.C.M.B. Kanunu, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).
- T.C.M.B, 2005-III, *Para Politikası Raporu*.
- YAY, Turan ; Yay, Gülsüm (2001), *Küreselleşme Sürecinde Finansal Krizler ve Finansal Düzenlemeler*, İSO, No.47.