

İstanbul Üniversitesi  
İktisat Fakültesi  
Maliye Araştırma Merkezi Konferansları  
47. Seri / Yıl 2005  
Prof. Dr. Türkan Öncel'e Armağan

**DEVLETİN FİYAT İSTİKRARI AMACINA  
YÖNELİK BİR POLİTİKA OLARAK  
ENFLASYON HEDEFLERİ YAKLAŞIMI**

**Araş. Gör. Kemal CEBECİ**

Marmara Üniversitesi  
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi  
Maliye Bölümü

## ÖZET

Bu çalışmamızın temel amacı enflasyon hedeflemesi yaklaşımının ana çerçevesi hakkında bilgiler vermek ve söz konusu politikanın başarıya ulaşması için gerekli olan koşulları değerlendirmektir. Bu amaç doğrultusunda ülke deneyimleri üzerinde çok fazla durulmamış ve konunun ayrı bir çalışmada incelenmesi uygun görülmüştür. Çalışma, ülke örneklerinin de incelendiği bir çalışma ile desteklenerek enflasyon hedeflemesi yaklaşımının Türkiye’de uygulanabilirliğinin tartışılmasına bir ön zemin hazırlamayı amaçlamaktadır.

## ABSTRACT

Main purpose of this paper is giving information about the framework of inflation targeting regime and evaluating the pre-conditions of inflation targeting regime to achieve successful application. According to that purpose, country experiences are not considered in detailed observation in this paper and will be planned to studied another paper. Paper will be supported with an another paper which includes country experiences and try to prepare a suitable substructure to discuss the inflation targeting regime for Turkey.

## GİRİŞ

Enflasyon, XX. yüzyıl boyunca gerek politikacıların gerekse ekonomiden sorumlu bürokratların üstesinden gelmeleri gereken en büyük sorunların başında gelmiştir. Piyasalarda risk primini yükseltmesi, geleceğe yönelik karar almayı zorlaştırması, belirsizliği artırması, gelir dağılımını olumsuz yönde etkilemesi vs. gibi birçok olumsuz sonuçlar, ülkelerin enflasyonla mücadelesini zorunlu kılmış, enflasyonla mücadeledeki kararlılıklarını artırmış ve daha sağlıklı bir ekonomik yapıya kavuşmanın ön şartı olarak fiyat istikrarının benimsenmesi zaruri olmuştur.

1980’li yıllarda enflasyonla mücadele yolunda çeşitli nominal hedeflemeler doğrultusunda uygulanan para politikası istenen sonuçları vermede yetersiz kalmıştır. Mali küreselleşme, sermaye hareketlerinin hız kazanması, yeni mali enstrümanların ortaya çıkması gibi nedenlerden ötürü parasal büyüklüklerle reel büyüklükler arasında var olduğu ileri sürülen ilişkiler zayıflamış bu da yeni politika araçlarına yönelme zorunluluğunu beraberinde getirmiştir.

Bu çalışmamızda enflasyonun ortadan kaldırılması ve fiyat istikrarının sağlanması yolunda uygulama alanı bulmuş olan enflasyon hedeflemesi politikasına geçişe neden olan iktisadi koşullara kısaca değindikten sonra söz konusu yaklaşımın başarıya ulaşmasında önemli olan noktalar ve enflasyon hedeflemesinin önkoşulları tartışılacaktır.

## 1. ENFLASYONUN TANIMI

Enflasyon, belirli bir dönem süresince fiyatlar genel düzeyinde ortaya çıkan yüzde artış oranını ifade etmektedir<sup>1</sup>. Enflasyon özellikle 20. yüzyıl boyunca ve günümüzde birçok iktisatçının ve ekonomiden sorumlu yöneticilerin dikkatle üzerinde durduğu bir konu olmuştur. İktisadi ve sosyal açıdan doğurduğu olumsuz sonuçları ile bir ekonominin sağlıklı işleyişi üzerinde olumsuz etkileri olan enflasyonun kabul edilebilir yani ekonomi için risk yaratmayacak düzeylere çekilmesi istikrarlı bir iktisadi düzen için zaruri bir ihtiyaçtır.

Fiyatlar genel düzeyindeki artış oranının düşürülmesi yanında bu düzeylerin istikrarı da önemlidir. Fiyat istikrarı, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder. Bu oranlar gelişmiş ülkelerde % 1 ile % 3 arasındaki düzeyleri ifade etmektedir. Fiyat istikrarı, ekonomik ve sosyal istikrar sağlanabilmesinin öncelikli bir koşuludur.

Fiyat istikrarının sağlanması ekonomik bir olgu olmanın yanında ahlaki ve sosyal bir zorunluluk olarak da değerlendirilmelidir. Fiyat istikrarının, sürdürülebilir büyüme ve istihdam artışının ön koşulu olmasının toplumun bütün kesimlerince benimsenmesi, enflasyonla mücadelede başarı için zaruri bir motivasyondur. Ekonomik olduğu kadar, sosyal ve ahlaki bir sorun olan enflasyonun, fiyat istikrarı adı altında değerlendirilen sakıncalarının tüm kesimlerce anlaşılması enflasyonla mücadeleyi kolaylaştıracak bir unsurdur<sup>2</sup>.

## 2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ YAKLAŞIMI

### 2.1. Enflasyon Hedeflemesi Sürecini Doğuran Gelişmeler

1980'lerin sonlarında ve 1990'ların başlarında ortaya çıkan gelişmeler ile mali küreselleşme süreci hız kazanmış; sanayileşmiş ve sanayileşme yolundaki hükümetler, aldıkları kararlarla döviz ve sermaye işlemleri üzerindeki kısıtlamaları kaldırarak ulusal piyasalarını dış mali piyasalarla bütünleştirme yolunda önemli adımlar atmışlardır. Mali küreselleşme kapsamında, özel fonlar yüksek getiri hedefi kapsamında ülkeler arasında oldukça serbest bir biçimde dolaşmaya başlamış ve dolayısıyla yeni enstrümanların piyasaya girişi de bu süreci takip etmiştir<sup>3</sup>.

1970'li ve 1980'li yıllarda uygulamış oldukları parasal büyüklük ya da nominal döviz kuru hedeflemesine yönelik para politikaları uygulamalarından, fiyat istikrarının sağlanması açısından, gelişen liberalizasyon şartlarının da etkisiyle tatminkar sonuçlar elde edemeyen ülkelerin bir kısmı 1990'lı yılların başlarından itibaren parasal

1 Rudiger Dornbusch ve Stanley Fischer, **Macroeconomics**, Mc Graw-Hill- Akademi, Çev: Salih Ak, Mahir Fisunoğlu, Erhan Yıldırım, Refia Yıldırım, s. 10, İstanbul, 1998.

2 T.C. Merkez Bankası“2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi”, Basın Duyurusu, Sayı: 2003-2, 3 Ocak 2003, s. 1-2, [www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/DUY2003-2.htm](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/DUY2003-2.htm).

3 Halil Seyidoğlu, “Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Azgelişmiş Ülkeler, Türkiye Ve Dönüşüm Ekonomileri”, Doğu Üniversitesi Dergisi, 4 (2) 2003, 141-156, s. 2.

politikalarına bir çerçeve olmak üzere enflasyon hedeflemesi uygulamalarına geçmişlerdir. 1980 sonrası dönemde 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 neden olmuştur. Bu durumda, parasal büyüklüklerin reel büyüklükler üzerinde gerek etkilerinin gerekse de bu büyüklüklerin gelecekteki değerleri hakkındaki öngörü gücünün düştüğü yolundaki düşünceleri beraberinde getirmiştir<sup>4</sup>.

1970 sonrası dönemde, döviz kurları, parasal büyüklükler, enflasyon ve GSMH (veya GSYİH) başlıkları altında toplayabileceğimiz dört tip değişken parasal politikalarda, değişken hedeflemesi stratejisi olarak kullanılmıştır. Değişken hedeflemesi stratejilerinde bu dört değişkenden birisi seçilemekte ve para politikası, seçilen değişkenin hedeflenen nominal büyüklük, değer, ya da oranda gerçekleşmesini sağlayacak şekilde inşa edilmektedir.

Sayıdığımız parasal büyüklük hedefleme politikalarının uygulanmasında, hedef değişken belirlenmesi noktasında toplum tarafından izlenebilirlik, kontrol edilebilirlik, değişkenin, hedef değişken kullanılarak etkilenmesi düşünülen nihai ve uzun dönemli hedefle ilişkisi ve ekonomideki diğer amaçları engelleyici olmaması gibi noktalarda sıkıntılar yaşanması ve çeşitli ülke deneyimleri ışığında olumlu 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 gelişim içinde para politikalarının bir nominal değişken hedefi doğrultusunda yürütülmesi uygulamasının son varmış olduğu nokta, enflasyon hedeflemesidir<sup>5</sup>.

*Enflasyon hedeflemesi*; 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. Bernanke ve Mishkin ise enflasyon hedeflemesini, devlet, merkez bankası veya her ikisinin birlikte hareket etmesi yoluyla enflasyon oranı için belli bir zaman boyutu dahilinde gerçekleştirilmek amacıyla resmi niceliksel bir hedefin ya da bir hedef aralığının halka ilan edilmesi olarak tanımlamaktadırlar<sup>6</sup>.

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı beş tane önemli öğeyi içermektedir: 1) belli bir dönemi kapsayan sayısal bir enflasyon hedefi; 2) fiyat istikrarının ana hedef olacağının kurumsal olarak taahhüt edilmesi; 3) çeşitli değişkenler arasında enformasyona dayalı strateji ve diğer her hangi bir parasal büyüklüğün ya da kurların politika kararlarında hedef alınmaması; 4) para politikası stratejisinin uygulanmasında şeffaflığın artırılması

4 N. Kamuran Malatyalı, “Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktör Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları: 1998-01, Mart 1998, s.1-2,

5 N. Kamuran Malatyalı, a.g.e. s. 3-5.

6 Murat Kaygusuz, “Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, <http://www.ceterisparibus.net>, s. 3.

ve kamunun bilgilendirilmesi ve 5) merkez bankasının enflasyon amacına ulaşmasında sorumluluğunun artırılması<sup>7</sup>.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin para politikasını bir ara hedef ya da hedefler seçme zorunluluğu olmadan doğrudan nihai hedefe yani gelecek dönem enflasyonuna dayandırması, söz konusu rejimi diğer politikalardan ayıran önemli bir noktadır. Bu doğrultuda Merkez bankası enflasyon hedefini gerçekleştirme yönünde daha önce yapılmış tahminlerden muhtemel sapmalara karşı parasal araçları nasıl kullanacağını belirlemektedir<sup>8</sup>.

Yeni Zelanda 1990 yılına enflasyon hedeflemesi rejimini resmi olarak ilk uygulayan ülke olmuştur. 1991 yılında Kanada, 1992’de İngiltere, 1993 yılı ile birlikte de Avustralya ve İsveç enflasyon hedeflemesine geçmişlerdir. Takip eden yıllarda Finlandiya , İspanya ve daha birçok ülkede ekonomik birimlerin geleceğe yönelik olarak daha sağlıklı kararlar almalarını sağlamak, düşük ve sürdürülebilir bir enflasyon düzeyi yaratmak amacıyla bu rejim kullanılmaya başlanmıştır<sup>9</sup>.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin;

- Para politikasının doğrudan nihai hedef olan düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranına odaklanması,

- Enflasyon hedefi ayı zamanda merkez bankasının enflasyon beklentisini gösterdiği için para politikasının kredibilitésinin ölçülmesine olanak sağlaması,

- Bu iki ölçek ile para politikasının değerlendirilmesini ve hesap verilebilirliğini artırması, enflasyon beklentisinin azalması yönünde para politikası uygulayıcıları ve ekonomik birimler arasında bir mutabakat kurulmasını sağlaması

gibi avantajlarının yanında;

- Merkez Bankasının enflasyon oranını tam olarak kontrol edememesi,

- Cari enflasyonun geçmiş dönem karar ve sözleşmelerinin sonucunda şekillenmesi bunun da merkez bankasının ancak gelecek dönemdeki enflasyon oranı üzerinde etkiye sahip olması sonucunu doğurması,

- Uzun dönemli bakış açısının zorunluluğunun, politikaların oluşturulmasını zorlaştırması,

- 1,5-2 senelik bir politika sürecini hedefleyen bir uygulamanın kesin sonuçlarının değerlendirilmesi için enflasyonun realize olmasının beklenmesi ve bunun da cari dönem kararlarının sağlıklı alınamama ihtimalini doğurması

- Enflasyon oranı üzerinde para politikası dışında; vergiler, teşvikler, mevsimsellik vs gibi daha birçok faktörün etkili olması,

7 Frederic S. Mishkin, “Can Inflation Targeting Work In Emerging Market Countries?”, Festschrift in Honor of Guillermo A. Calvo, April 15-16, 2004, s. 3.

8 Melike Alparslan ve Pelin Ataman Erdönmez, “Enflasyon Hedeflemesi”, Bankacılar Dergisi, Sayı 35, Yıl 2000, s. 1, <http://www.tbb.org.tr/asp/dergi.asp>.

9 Laurence H. Meyer, “Inflation Targets and Inflation Targeting”, North American Journal of Economics and Finance 13 (2002)147–162, s. 4

- İzleme ve ölçümdeki zorlukların merkez bankasının sorumluluğunu zayıflatması ve bunun da birimlerde enflasyon oranı üzerinde varılan mutabakata zarar vermesi,

gibi dezavantajları da bulunmaktadır<sup>10</sup>.

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerde, enflasyon oranında ve enflasyon beklentisinde rejimin uygulanmadığı dönemle kıyaslandığında önemli düşüşler kaydedilmiştir. Bunun yanında enflasyon oynaklığındaki azalmayla birlikte rejimin yeterli esnekliğe sahip olması durumunda, çıktı düzeyinde de istikrarın yakalanmasına ve makroekonomik şokların yarattığı enflasyonist baskıyı da azaltarak daha sağlıklı bir ekonomik yapının oluşmasına katkıda bulunduğu gözlenmiştir<sup>11</sup>.

### **3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASINDA ÖNEMLİ NOKTALAR**

Enflasyon hedeflemesine geçilirken uygulamanın gelişimini etkileyebilecek hususlarda karar verilmesi zorunluluğu doğmaktadır. Bu hususlar, a) hedeflemede enflasyon oranı veya fiyat düzeyi seçeneklerinden hangisinin tercih edileceği, b) hedeflemenin enflasyon oranı üzerinden yapılıyorsa bunun için hangi endekse bağlı enflasyonun seçilmesi gerektiği (TEFE, TÜFE, GSMH veya GSYİH zımnı deflatörü), c) Hedeflemenin belli bir nokta veya banttın hangisine göre yapılacağı, seçim belli bir bant yönünde yapılmışsa bu bandın genişliğinin ne olması gerektiği, d) Hedeflemenin ne süreyle uygulanacağı, e) Hedefin kim tarafından ilan edileceğidir. Bunların yanında uygulamanın şeffaflığı ve esnekliği de önemli rol oynamaktadır.

#### **3.1. Hedeflemede Enflasyon Oranı Veya Fiyat Düzeyi Seçeneklerinden Hangisinin Tercih Edileceği**

Enflasyon oranı hedeflemesi ya da fiyat düzeyi hedeflemesi arasında bir seçim yapmak, sonuçları açısından, farklılıklar arz edebilmektedir. Enflasyon oranının tam anlamıyla kontrol edilebilmesi durumunda her iki değişkenin hedeflenmesi aynı sonucu verebilmesine karşın uygulamada enflasyonu tam anlamıyla kontrol edebilmek mümkün olmamaktadır. Bu nedenle, hedeften sapmaların düzeltilmesi hususundaki uygulamaların neden olabileceği sonuçlar farklılıklar göstermektedir. Enflasyon oranlarının hedeflenmesi durumunda, hedeften sapmaların oluşması halinde geçmişteki bu sapmaların bir sonraki dönemde tekrar edilmemesine çalışılarak politikaların uygulamalarına -gerekli önlemler alınmak suretiyle- bir sonraki dönemde devam edilir. Fiyat düzeyi hedeflenmesi durumunda ise hedeflenen fiyat düzeyinden sapma olması halinde (hedefin aşılması durumu), uygulanan politikalara kamuoyunun güveninin devaminin sağlanmasına yönelik olarak, fiyat düzeyinin hedeflenen düzeye geri

10 Lars E.O. Svensson, "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", European Economic Review 41 (1997) 111 1-1 146, s. 2-4.

11 Laurence Ball and Niamh Sheridan, "Does Inflation Targeting Matter", IMF Working Paper, WP/03/129, June 2003, s. 4.

çekilmesi gerekebilir. Bu ise ekonomide deflasyonist sonuçların doğmasına neden olabilmektedir. Bunun yanında fiyat düzeyi hedeflemesinin kısa dönemde enflasyon oranlarının daha yüksek bir oynaklık göstermesine sebep olduğu ve buna bağlı olarak da işsizlik oranlarında salınımlara neden olma özelliğine sahip olduğu savunulmakla beraber literatürde fiyat düzeyi hedeflemesini savunan argümanın özünde, başarıyla uygulanan bir fiyat düzeyi hedeflemesinin toplumun enflasyonist eğilimleri üzerinde, enflasyon hedeflemesine göre, daha olumlu sonuçlar doğuracağından hareketle uzun vadede fiyat oynaklığını en az düzeyde tutma özelliği taşıdığı ve işsizlik oranının politikalara olan esneklik düzeyinin nispeten düşük olduğu ekonomilerde enflasyon hedeflemesine nazaran tercih edilmesi gerektiği görüşü bulunmaktadır<sup>12</sup>.

### **3.2. Hedeflemede Hangi Endekse Bağlı Enflasyonun Seçileceği (TEFE, TÜFE, GSMH veya GSYİH Zımnı Deflatörü)**

Hedeflemenin enflasyon oranı üzerinden yapılması halinde ülkelerin hangi endekse bağlı oranı hedefleyeceği de bir diğer önemli husustur. Burada, halkın beklentilerini oluştururken bunu hangi endeks üzerinden yaptığı önem kazanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler, genelde TÜFE enflasyon oranlarını kullanmaktadır. Ancak bu endeks kapsamında yer alan bazı maddelerin uygulanan para politikasından çok iklim koşulları, dünya genelindeki arz-talep, maliye politikası aracı olan dışsal dolaylı vergiler gibi bazı dışsal unsurlardan etkilenmesi bu endeksin enflasyon hedeflemesinde kullanılması açısından sorunlar yaratmaktadır<sup>13</sup>. TÜFE hedeflemesinde bazı değişkenler hesaplamaya dahil edilmeyerek para ve maliye politikasının enflasyon oranı üzerindeki kısa dönemli etkileri giderilmeye çalışılmaktadır.<sup>14</sup>

TÜFE'nin kullanılmasının sakıncaları olmasına karşın bireylerin reel gelirlerinin ölçülmesi ile en bağlantılı endeks olması ve para politikasının da fiyat istikrarı adı altında nihai olarak bireylerin refahının yükseltilmesini hedeflemesi buna ek olarak hesaplanabilirliğinin diğer endekslerle karşılaştırıldığında daha kolay olması hedeflemede TÜFE'nin tercih edilmesinin daha uygun olacağını göstermektedir<sup>15</sup>.

Ayrıca, politikaların sonuçlarının değerlendirilmesinde, şokların neden olduğu geçici etkilerin elimine edilerek “temel enflasyon” (core inflation ya da underlying inflation) oranlarındaki gelişimin izlenmesi bir başka yöntemdir. Bu nedenle, uygulanan para politikasının sonuçlarını değerlendirebilmek amacıyla, kullanılan fiyat endeksinin,

12 Kamuran Malatyalı, a.g.e., s. 9

13 Eren Öğretmen, “Enflasyon Hedeflemesi – Uygulama Özellikleri”, TCMB, [www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/EnflasyonHedeflemesi2.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/EnflasyonHedeflemesi2.pdf), 5.07.2004, s. 9

14 Para politikasının enflasyon oranı üzerindeki kısa dönemli etkilerini ortadan kaldırmak için ipotek maliyetleri (mortgage costs) ve kredi hizmetleri (credit services), maliye politikasının kısa dönemli etkilerini ortadan kaldırmak için vergi ve teşvikler hesaplamaya dahil edilmeyebilir. Lars E. O. Svensson, “Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule”, *Journal of Monetary Economics* 43 (1999), s. 18.

15 Laurence H. Meyer, a.g.e., s. 12

“temel enflasyon” oranlarını izleyebilecek biçimde gerekli unsurların elimine edilerek, oluşturulması uygulamada rastlanan bir diğer özelliktir<sup>16</sup>.

### **3.3. Hedeflemenin Belli Bir Nokta veya Banttın Hangisine Göre Yapılacağı (Bandın Genişliği)**

Nokta hedefin tutturulmasının zorluğu hedeflemenin, bir nokta hedef ya da belli bir bant aralığında olması tercihi ile ilgili olarak en büyük belirleyici husustur. Bu nedenle uygulamada, genellikle belli bir bant referans alınmaktadır.

Enflasyon için verilen hedef, beklentileri etkileyerek bu beklentilerin, enflasyonist şoklara karşı verecekleri reaksiyonların yumuşamasına neden olmaktadır. Bu nedenle de hedefin açıklanma biçimi, kapsadığı enformasyon ve bu hedefin önceki uygulamaları referans alındığında merkez bankasının geçmişteki başarısına göre merkez bankasına duyulan güven, söz konusu etkinin istenilen şekilde gerçekleştirilip gerçekleştirilemeyeceğinin belirleyicisi olmaktadır. Bu şartlar altında hedefin bir nokta ya da dar bir bantta belirlenmesi, merkez bankasına duyulan güvenin tam olduğu varsayımı altında, beklentileri hedef gösterilen noktaya ya da banda sabitleyecektir. Buna karşın, ilan edilen hedefin tutturulamaması ve bunun süregelen bir hal alması merkez bankasının güvenilirliğini zedeleyecektir. Enflasyonun ya da fiyat endeksinin direkt olarak merkez bankası tarafından belirlenemeyeceği de göz önüne alınarak nokta hedef yerine hedefin belli bir bantta belirlenmesinin daha akılcı bir yaklaşım olduğu söylenebilir<sup>17</sup>.

Seçimin belli bir bant yönünde yapılmışsa bu bandın genişliğinin ne olması gerektiği de diğer bir önemli husustur. Uygulama sonuçlarının hedef bandının içinde kalması, merkez bankasının izleyen dönemlerde başarısını etkileyecek bir unsur olmasına karşın kamuoyunun, ilan edilen hedef bandının uygulama dönemi sonucunda tutturulacağına dair inancı da merkez bankasının önceki dönemlerdeki hedef-uygulama farkları arasındaki ilişkinin bir fonksiyonudur. Bu nedenle, güvenilirliği daha düşük olan merkez bankalarının hedef bantlarını daha geniş belirlemeleri daha inandırıcı olmaktadır. Bununla beraber, hedef bantlarının çok geniş tutulması halkın beklentilerinin yönlendirilmesi yönündeki amacın etkisini zayıflatmaktadır<sup>18</sup>.

Bant uygulamasında, bandın orta noktasının hedef oran olarak belirlenmesi enflasyon beklentileri ve para politikası uygulayıcısının kararları üzerinde olumlu etkiler yaratmaktadır. Belirli bir orta nokta hedefinin belirlenmediği bant uygulaması, enflasyonun bant içindeki hareketlerinin yönetilmesinde sorunlar yaratabilmektedir. Belli bir referans noktasının olmaması bant içindeki hareketlerde para politikasında hedef içinde kalındığı hissiyle kayıtsızlık sonucunu doğurabilmekte bu da enflasyon oynaklığını artırabilmektedir<sup>19</sup>.

16 Kamuran Malatyalı, a.g.e., s. 10

17 Kamuran Malatyalı, a.g.e., s. 10-11

18 Kamuran Malatyalı, a.g.e., s. 10-11

19 Laurence H. Meyer, a.g.e., s. 13



Yukarıda saydığımız nedenlerden ötürü, kredibilitesi görece olarak düşük olan merkez bankaları için önerilebilecek olan, optimal genişlikte bir bant belirleyerek bunu, uygulama sonuçlarında elde edilen başarı oranında zaman içinde daraltmaktır. Kredibilite açısından, dar olarak belirlenen bantları başarısızlık sonucu genişletmenin maliyeti bunun tersi yönünde yapılacak bir uygulamadan daha yüksek olmaktadır<sup>20</sup>.

Nokta hedef uygulaması sadece İngiltere ve Kolombiya’da görülmekle birlikte, uygulamanın başlangıç yıllarında hedefleri bant şeklinde ilan etmiş olan İngiltere ilerleyen yıllarda nokta hedef uygulamasına geçmiştir. Şili ve İsrail’de belli dönemlerde nokta hedefler ilan etmişlerdir<sup>21</sup>.

**Tablo 1: Çeşitli Ülkelerde Enflasyon Hedefi Uygulamaları**

Ülke	Hedeflemeye Geçiş Ay/Yılı	Önceki Takvim Yılı Enflasyon Oranı ( $\alpha$ )	Enflasyon Hedefi
Avustralya	Mart 1993	1	2-3 %
Kanada	Şubat 1991	3	1-3 % by 1995
Yeni Zelanda	Mart 1990	5,5	0-2 %
İsveç	Ocak 1993	2,3	1-3 % by 1995
Birleşik Krallık	Ekim 1992	5,6	1-2,5 % by 1997

*Avrupa Merkez Bankası Bildirisi (b)*

Almanya, Fransa, Ocak 1999 0.9% (c) 2% ‘nin altı.

İtalya, Hollanda

(a) Kanada için GSYİH deflatörü, diğer ülkeler için TÜFE kullanılmıştır.

(b) Bu dört ülke resmi olarak bu tarihte AMB’na dahil olmuştur. AMB para politikasında hem enflasyon hedeflemesini hem de parasal genişlemeyi referans almaktadır.

(c) Avrupa Merkez Bankası (AMB) 1999 yılında, 1998 Kasım ayı 12 aylık harmonize edilmiş TÜFE oranını 0,9 % olarak açıklamıştır. AMB enflasyon hedefi, harmonize edilmiş tüketici fiyat endeksindeki yüzde değişim olarak belirlenmiştir.

**Kaynak :** David R.Johnson, “The Effect of Inflation Targeting on The Behavior of Expected Inflation: Evidence From an 11 Country Panel”, Journal of Monetary Economics 49 (2002)1521 -1538, s. 4

Tabloda beş ülkede enflasyon hedefinin duyurulduğu yıllar belirtilmiştir. İngiltere dışındaki beş ülkede hedefin anons edildiği yıl ile hedef yılı aynıdır. İngiltere’de ise hedef Ekim 1992 anons edilmiş hedefleme yılı olarak ise 1993 yılı seçilmiştir. Avustralya’da ise 1995 Ekim’ine kadar Merkez Bankası dökümanlarında “hedef” kelimesi kullanılmamasına karşın Mart 1993’de Avustralya Rezerv Bankası yönetimi ulaşılmaya hedeflenen sayısal bir enflasyon rakamı belirlemiştir. Tabloda ülkelerin hedeflenen enflasyon rakamında temkinli davrandıkları görülmektedir. Sadece İngiltere ve Yeni Zelanda’da bir önceki yıl gerçekleşen enflasyon oranının altında bir oranın hedef olarak seçildiği görülmektedir. Son olarak 1999 yılında Avrupa Merkez

20 Kamuran Malatyalı, a.g.e., s. 10-11

21 Eren Öğretmen, a.g.e., s. 11

Bankası’’na resmi olarak üye olan Almanya, Fransa, Hollanda ve İtalya’da AMB’nın politikaları doğrultusunda % 2’nin altında sayısal bir enflasyon oranı hedeflendiği görülmektedir.

### 3.4. Hedeflemeye Geçiş Süreci Ve Ne Süreyle Uygulanacağı

Çeşitli ülkelerde uygulanan enflasyon hedeflerinin zamansal boyutu başlangıçtaki enflasyon oranına göre farklılıklar göstermektedir. Hedefleme politikasının uygulanma dönemlerine bakıldığında enflasyon oranı başlangıçta düşük olan ülkelerin hemen hedefleme politikasına geçtikleri buna karşın enflasyon oranları, istenen oranlardan farklılık gösteren ülkelerin politika uygulamasına geçmeden bir geçiş dönemi yaşadıkları görülmektedir<sup>22</sup>.

Uzun süre yüzde 30-40 düzeyinin üzerinde kronik enflasyon yaşayan ülkelerde nominal değişkenlerin enflasyonist bir hız kazanmış olmaları ve bu değişkenler arasında kronik bir uyumsuzluğun içsel bir hale gelmesi nedenlerinden ötürü böyle bir ortamda direkt olarak enflasyon hedeflemesine geçilmesi tavsiye edilmemektedir. Bunun yanında ard arda bir kaç yıl yüzde 15-25 ve üzeri enflasyon yaşamış bir ekonomide enflasyonu düşürmek için sadece para politikasına güvenmenin mümkün olmadığı savunulmaktadır. Öte yandan enflasyon hedeflemesine güvenin başlangıçta sağlanıp bu şekilde devam ettirilebilmesi için enflasyon hedeflemesine geçişteki oranların – uygulamada başarılı olan gelişmiş ülke örneklerinden de esinlenilerek- yüzde 10 düzeyinin altında olması gerektiği savunulmaktadır<sup>23</sup>.

Toplumda enflasyon hedeflemesine geçiş yönünde mutabakat sağlanmış yüksek enflasyon yaşanan bir ülkede yukarıda bahsedilen nedenlerden ötürü önce, nominal değişkenlerin enflasyonist hızlarının kesilmesini ve daha sonra da para politikalarının enflasyon hedeflemesi yönünde etkinlik kazanmasının sağlanmasını temin etmek için önerilebilecek olan, enflasyon oranlarının yüzde 10 civarındaki psikolojik sınıra çekilebilmesi ve bunun sürdürülebilir hale getirilmesini sağlayacak yapısal reformları da kapsayan bir anti - enflasyonist programın uygulamaya konmasıdır. Ancak bu gerçekleştirildikten sonra fiyat istikrarını nihai hedef olarak alan ve kısa-orta-uzun vadeli hedeflerini açık biçimde belirlemiş bir enflasyon hedeflemesi politikasına geçilmelidir<sup>24</sup>.

Hedefleme süresi, hedef enflasyonun ilan edildiği dönem başlangıcı ile hedefin gerçekleştirilmesinin beklenildiği dönem arasındaki süreyi ifade etmektedir. Uygulamada; bir yıl, iki yıl, çoklu yıl ya da belirsiz zaman süresi gibi seçeneklerden biri, söz konusu ülkenin koşullarına göre tercih edilmektedir<sup>25</sup>.

22 Serdar Öztürk, “Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı DTM Dergisi, Sayı 29, Temmuz 2003, s. 2

23 Kamuran Malatyalı, a.g.e., s. 55

24 Kamuran Malatyalı, a.g.e., s. 56

25 Eren Öğretmen, a.g.e., s. 12

Politikanın uygulama dönemi uzadıkça piyasalarda merkez bankası tarafından arzulan hedeflerin gerçekleşmeme olasılığının arttığı ve bu hedefleme politikasının terk edilebileceği yönünde beklentiler oluşabilmektedir. Bu da kredibilite kaybına neden olacaktır. Bunun aksi yönde çok kısa bir periyot hedeflendiğinde ise merkez bankasının hareket alanı ve araç tercihlerindeki esnekliği daralacak ve uygulamanın başarıya ulaşması zorlaşacaktır. Ülke koşullarına göre en uygun hedefleme süresinin belirlenmesi hem uygulama koşulları hem de piyasalarda oluşacak güven açısından önemli bir rol oynamaktadır<sup>26</sup>.

Bütün bunlara ek olarak enflasyon hedeflerinde, uygulama süresi içinde yeniden bir ayarlama yapılması, beklentiler üzerinde ters etkiler doğurabilmektedir. Bu nedenle, herhangi bir zorlama sonucu belirlenen hedeflerden farklı yönde uygulamalara girmenin koşulları ve bunun prosedürü daha önceden prensip olarak mutlaka belirtilmelidir. Halkın izleyebilmesi için hedef değişkenin seçiminde basitlik öneren nedenlerden ötürü hedeften ayrılmanın prosedürünün de halk tarafından kolaylıkla anlaşılacak kadar basit olması gerekmektedir. Bu, aynı zamanda halkın, olağanüstü koşulların olmadığı dönemlerde önceden belirlenen politikanın kim tarafından terk edildiğini anlaması açısından da yararlıdır.

### 3.5. Hedefin Kim Tarafından İlan Edileceği

Hedefin kim tarafından ilan edileceği de önemli olmakla beraber bunun önemi, aslında hükümet ve merkez bankası arasındaki mutabakatın derecesini göstermesi ve bunun içerdiği enformasyondan kaynaklanmaktadır. Yapılan açıklamaların politika belirleyen kurumların tamamı tarafından aynı anda yapılması, hedeflerin bu kurumların biri ya da sadece birkaçı tarafından yapılmasından daha etkilidir. Eğer bu yapılmayıp hedeflerin ilanı bir kurum tarafından yapılıyorsa o zaman bunun hedef üzerinde en fazla inisiyatifte sahip kurum tarafından yapılması uygundur. Buna göre tam anlamıyla bağımsız bir merkez bankası söz konusuysa enflasyon hedefinin veya parasal hedeflerin bu kurum tarafından ilanı yeterlidir<sup>27</sup>.

### 3.6. Şeffaflık

Merkez Bankası uygulamalarının halka açık bir biçimde, periyodik olarak ve kamuoyunun izlemekte güçlük çekmeyeceği değişkenlerin gelişimini referans olarak anlatılması da uygulanan politikaların beklentileri etkileyerek başarısını garanti eden bir diğer önemli husustur.

Enflasyon hedeflemesi programının başarılı olması için hedeflerin basit ve toplum tarafından anlaşılır olması gerekmektedir. Kamuoyunu bilgilendirmek amacıyla merkez bankasının hazırladığı raporlarda da bu açıklığa önem verilmesi gerekmektedir. Kamuoyu tarafından anlaşılır nitelikteki merkez bankası politikalarının başarıya ulaşma

26 Serdar Öztürk, a.g.e., s. 1-2

27 Kamuran Malatyalı, a.g.e., s. 13

olasılığı çok daha yüksektir<sup>28</sup>. Merkez bankasının hedeflemedeki sorumluluğunun toplum tarafından izlenebilmesi ve denetlenebilmesi otoritenin fiyat istikrarı hedefine ulaşmasında zorlayıcı bir unsur olacaktır. Bununla birlikte ekonomik birimlerin hedeflenen enflasyon oranlarıyla olan tutarlılığını anlayabilmeleri ve enflasyon beklentisini şekillendirmesi açısından da politikaların, tahminlerin ve modellerin kamuya açıklanmasının önemli katkıları olmaktadır.<sup>29</sup>

### 3.7. Esneklik

Esneklik, merkez bankasının kısa dönem makroekonomik gelişmeler karşısında enflasyon hedeflerini tutturmaya yönelik dengeleyici tepkiler verebilmesi şeklinde tanımlanabilir. Bu esnekliğin derecesinin merkez bankasına olan güvenin sarsılmayacağı şekilde iyi ayarlanması gerekmektedir. Çünkü merkez bankasına fazla esneklik tanıyan bir rejim kamuoyunun fiyat istikrarının sağlanacağına yönelik güveninin sarsılmasına yol açabilirken daha sıkı bir rejimin uygulanması da reel ekonomide önemli sıkıntıları beraberinde getirebilecektir<sup>30</sup>.

## 4. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖNKOŞULLARI

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşması için literatürde merkez bankası bağımsızlığı, güçlü bir mali yapı, siyasi kararlılık, mali-finansal piyasaların derinliği gibi önkoşulların sağlanması yönünde ortak bir görüş hakimdir. Bunların yanında para politikası araçlarıyla enflasyon arasındaki kanalların anlaşılabilirliği, enflasyon tahmininin planlanmasında sağlam ve güvenilir bir metodoloji kullanılması da diğer önemli noktalar olarak vurgulanmaktadır<sup>31</sup>.

### 4.1. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Merkez Bankası bağımsızlığı kavramı, fiyat istikrarı yönünde inanılabilirlik sağlamak yoluyla enflasyonu düşürmekte yardımcı olabilecek bir kurumsal yapıyı ifade etmektedir. Para politikası oluşumunun çeşitli yönleri ele alınarak yapılan ampirik çalışmalar merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermiştir<sup>32</sup>

Ekonomi politikalarının temel hedefinin işsizliği veya diğer reel değişkenleri fiyat istikrarının önüne aldığı bir ortamda günün gereklerine uygun bir para politikası

28 Murat Kaygusuz, a.g.e., s. 9.

29 Lars E. O. Svensson, a.g.e., s. 25- 26.

30 Murat Kaygusuz, a.g.e., s. 7.

31 Mark R. Stone, "Greater Monetary Policy Transparency for the G3: Lessons from Full-Fledged Inflation Targeters", IMF Working Paper, WP/03/218, November 2003, s. 5.

32 Bu çalışmaların başlıcaları arasında, Parkin(1986), Grill, Masciandro ve Tebellini (1991), Alesina ve Summers(1991), Cukierman, Webb ve Neyaptı(1992, CWN) sayılabilir. Hakan Berument ve Bilin Neyaptı, "Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ne Kadar Bağımsız", [www.econturk.org/berumen.doc](http://www.econturk.org/berumen.doc), s. 2.

uygulanması sonucunda sistemde enflasyonist bir eğilim oluşmaktadır. Günün koşullarına uygun olarak para politikası izleyen bir merkez bankasının neden olduğu enflasyonist dinamiğin, fiyat istikrarına halktan daha fazla önem veren bir merkez bankası tarafından engelleneceği kanıtlanmıştır. Bu durum ise ancak merkez bankasına belli bir bağımsızlık sağlanırsa gerçekleştirilecek bir koşuldur. Merkez bankalarına sağlanabilecek bağımsızlık, hedef belirleme yetkisini bu bankalara vermek şeklinde geniş bir anlamda olabileceği gibi hedef belirleme yetkisinin siyasi otoritede bırakılarak merkez bankasına operasyonel bağımsızlık tanınması şeklinde de sınırlandırılabilir.<sup>33</sup>

Uzun dönemli bir bakış açısı ile oluşturulmuş politikalar ve politik davranmayan bir para politikası yönetimi, para politikasının kredibilitatesini ve politikanın minimum reel ekonomik maliyetle uzun dönem fiyat istikrarını sağlama ve sürdürmedeki gücünü artıracaktır. Seçilmiş karar alıcıların hem enflasyon, hem de istihdam ya da üretim hedefleri olması durumunda, söz konusu grubun açıklanan enflasyonsuz para politikası üzerinden kısa dönemli menfaatler sağlama yönünde kararlar alabilme durumları ortaya çıkacaktır. Eğer karar alıcıların para politikasını gevşetme niyeti gelir dağılımı ya da kamu gelirleri konularıyla ilgiliyse, yine benzer problemler ortaya çıkmaktadır. Karar alıcılar enflasyonsuz politikayı gerçekleştirme yönünde inandırıcı ve bağlayıcı taahhütlerde bulunmadıkları takdirde kamuoyunda, karar alıcıların sadece fiyat istikrarı hedefleri olduğu beklentisi bulunan durum ile karşılaştırıldığında, öngörülenden daha yavaş düşen bir enflasyon beklentileriyle beraber nominal faiz oranları daha da yükselecektir.<sup>34</sup>

Para politikasının temel amacının enflasyonu kontrol etmek olduğu ekonomik analizlerle desteklenen bir olgu olmakla beraber aynı zamanda politik bir olgudur. Çok yönlü ve genel amaçlara sahip olan bir merkez bankası, bu amaçlar arasında tercih yapmak durumunda kalabilir ve bu tercihler merkez bankasının seçim konjonktürünün durumuna bağlı olan amaçları arasında değişiklik yapması konusundaki politik baskılardan etkilenebilmektedir. Bu durum, enflasyonu kontrol etmede temel sorumluluğun merkez bankasına verilmesi için güçlü bir tez ortaya koymaktadır. İstihdam, ekonomik büyümenin teşvik edilmesi gibi amaçlar etrafında şekillendirilecek bir para politikası fiyat istikrarı hedefi ile çelişebilmektedir. Temel amaç, ekonomik faaliyetlerin para politikasının etkisini hesaba katarak paranın değerinin korunması olarak tespit edilmelidir. Bu koşul sağlandığı takdirde ilave olarak merkez bankasına ekonomik büyümeyi teşvik etmesi görevi de yüklenebilir. Ancak, bu görevin düşük oranlı enflasyonu sürdürerek ve finansal sistemin sağlıklı bir şekilde işlemlerini sağlayarak en iyi bir biçimde yapılması ve asıl hedeften sapmaların önüne geçilmesi gerekmektedir.<sup>35</sup>

33 N. Kamuran Malatyalı, a.g.e. s. 47.

34 Marta Castello-Branco and Mark Swisburne, 'Central Bank Independence', Finance & Development, March-1992, Vol:29, No:1, pp.19-21. "Merkez Bankası Bağımsızlığı", Çev: Hüseyin Şen, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl: 36, Şubat 1999, ss. 55-63, s. 1-2

35 Stanley Fischer, 'Maintaining Price Stability', Finance & Development, December 1996, Vol: 33, No: 4, pp. 34-37. "Fiyat İstikrarının Sağlanması", çev: Hüseyin Şen, Bankacılar Dergisi, Yıl:10, Sayı 31, Aralık-1999, ss.107-114. s. 3-5

Sonuç olarak tüm bunlardan da görüldüğü gibi, merkez bankalarının herhangi bir politika kuralını, fiyat istikrarını göz önünde tutarak, izleyebilmeleri ve bu şekilde toplumun enflasyonist beklentilerini şekillendirebilmeleri, hükümetten etkilenme kanallarının olabildiğince tıkalı olduğu bir ortamda mümkündür.

#### 4.2. Siyasi Kararlılık

Hükümetler, reel hedeflere ulaşmak ya da reel değişkenlerle ilgili sorunları çözebilmek amacıyla hareketle enflasyonist politikalar izlemektedirler. Bu amaçlar, kısaca istihdamı artırmak, kamu kesimi gelirlerini artırmak, ödemeler dengesinde iyileşme sağlamak ve mali piyasalarda istikrarı temin etmek başlıkları altında özetlenebilir.

Her şeyden önce, enflasyon hedeflemesi politikalarında başarılı sonuçlara ulaşabilmek için siyasi otoritenin bu konudaki kararlılığı ve bir kez hedefleri belirledikten sonra buna uygun para politikalarının uygulanmasında merkez bankasına müdahale etmemesi gerekmektedir. Dolayısıyla, bu politikaların başarısının siyasi karar alıcılar açısından gereken şartı, enflasyona ilişkin hedeflerin kararlılıkla ve gerçekçi bir biçimde belirlenmesi ve bu aşamadan sonra uygulamaya yönelik inisiyatifin merkez bankasına verilmesidir.

#### 4.3. Mali Baskınlık

Enflasyon hedeflemesi politikalarına geçilebilmesi ve bunun sürdürülebilmesinin imkanı üzerinde bir karara varabilmek için, o ülkeyle ilgili mali baskınlık (fiscal dominance) ölçütü incelenmelidir. Buna göre, kamu kesiminin baskısının ekonominin tümü üzerindeki yoğunluğunun derecesi anlamına gelen mali baskınlık ölçütü, aynı zamanda bir hedefe ulaşılmasında, tek başına para politikasının ne derece etkili olabileceğinin de bir göstergesidir.<sup>36</sup>

Mali disiplinin sağlanmış olması ve para politikasına mali kuşkuların hakim olmaması para politikası yönetiminin başarılı olabilmesi için zaruri bir koşuldur. Mali disiplinsizlik kamunun elde ettiğinden fazla harcama yapmasından doğmakta ve ortaya çıkan bütçe açığının emisyon ya da borçlanma ile kapatılması kaçınılmaz olmaktadır. Bu da mali baskınlık sorununu beraberinde getirmektedir.<sup>37</sup>

36 BA/GSMH oranı mali baskınlık ölçütü olarak kullanılan temel göstergelerden biridir. Kamuran Malatyalı, a.g.e., s. 54-56.

37 Serdar Öztürk, a.g.e., s. 9.

**Tablo 2: Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Mali Dengeleri (Uygulamaya Geçiş Yılında, GSYİH'ya Oran Olarak)**

Ülke	Yıl	Mali Denge	Ülke	Yıl	Mali Denge
İsveç	1992	-9,76	İsrail	1991	-4,35
Finlandiya	1992	-8,11	Avustralya	1993	-3,90
Birleşik Krallık	1992	-7,24	Güney Afr.	2000	-2,65
Brezilya	1999	-6,89	Tayland	2000	-2,24
Polonya	1999	-4,98	Yeni Zelanda	1990	-1,68
Kanada	1990	-4,93	Çek Cumh.	1998	-1,63
İspanya	1992	-4,92	Şili	1990	3,48

**Kaynak:** Jeffery D. Amato ve Stefan Gerlach, "Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade", *European Economic Review* 46 (2002)781 –790, s. 5.

Büyük çaplı bütçe açıkları ve dış borçlanma merkez bankasının para politikası uygulamasında hareket alanını kısıtlamaktadır. Tablo 1'den de görüleceği üzere birçok ülke bu durumun aksine bir pozisyonda, enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmiştir. Uygulamanın başarıya ulaşması için gerekli olan koşullardan biri olan sağlıklı bir mali yapı gerçekleştirilmeden enflasyon hedeflemesi uygulamaya konmuştur. Ancak bütün bu önkoşulların yanında merkez bankasının kararlılığı uygulamanın başarısında anahtar rol oynamaktadır. Mali açıklar olsa dahi, para politikası kurumsal çatısının sağlam temellere oturtulması, önkoşullardaki eksikliklerin uygulamaya vereceği olumsuz etkileri en aza indirebilecektir.

Sağlıklı bir maliye politikasının olmaması bütçe açıklarının finansmanında merkez bankasını kamu borçlanma senetlerinin alıcısı konumuna getirebilmektedir. Bunun önüne geçilmesi için kamu açıklarının merkez bankası tarafından finanse edilmesi üzerine yasalarla sınırlamalar getirilerek hükümetlerin harcama disiplini sağlanmalıdır. Bunun yanında kamu harcamalarının enflasyon oranının hareketliliği üzerinde de olumsuz etkileri olmaktadır. Harcamalardaki küçük değişimler, enflasyon beklentisini ve gerçekleşen enflasyonu tetikleyebilmektedir. Zayıf bir mali yönetimin, enflasyon oranında önemli etkiler gösterebileceği için kontrol altında tutulan ulaşım, enerji vs. gibi fiyatlar üzerinde sebep olabileceği küçük bir artış fiyatlar genel seviyesinde çok daha büyük bir artışla sonuçlanabilmektedir<sup>38</sup>.

Mali baskınlığın olduğu bir ekonomide para politikası uzun dönemde işleyememekte, bugünün sıkı para politikası ilerleyen dönemde daha yüksek ve kontrolsüz enflasyonu beraberinde getirebilmektedir. Mali açıklar, parasal genişlemeyi ve enflasyon artışını önlemek için borçlanma ile kapatılmakta ve borçlanma sürdükçe, reel faizler yükselmektedir. Bu durum faiz ödemelerinin dahi yeni borçlanma yolu ile kapatılmasına kadar varabilmektedir. Faiz ödemeleri ve borç stoku yüksek düzeylere

<sup>38</sup> Jeffery D. Amato ve Stefan Gerlach, a.g.e., s. 3-4

ulaşması, hükümetlerin borç finansmanı için para basma yoluna gitmesi ile sonuçlanmaktadır. Sonuçta borçlanmanın tıkanıdığı noktada basılan para ve ortaya çıkan enflasyon, açıkların baştan para genişlemesi ile kapatıldığı enflasyona göre çok daha yüksek düzeylere dahi ulaşabilmektedir. Buna göre, mali açıkların süreklilik kazandığı bir ortamda uzun dönemde bir yandan borçlanarak, bir yandan da para politikası ile enflasyonu düşük tutmak mümkün olmamaktadır. Bu süreç, sonunda daha yüksek enflasyon sonucunu doğurmaktadır.<sup>39</sup>

#### 4.4. Mali-Finansal Piyasaların Derinliği

Mali baskınlığın yanı sıra mali piyasaların derinliği de kamunun ihtiyacı olan fonların mali piyasalardan ne derece rahatlıkla temin edilebildiğini ve dolayısıyla faiz oranları üzerinde ne derece baskı yarattığının anlaşılması için bir diğer ölçüttür.

Mali piyasaların derinliğiyle ilgili kullanılan temel oranlar M2/GSMH ve M2Y/GSMH'dir. Mali piyasaların derinliği para politikasının piyasa tabanlı araçları kullanarak uygulanabilmesinde önemli rol oynamaktadır. Bu piyasalardaki bir zayıflık para politikası uygulamasını zorlaştırmakla birlikte özel kesime ayrılacak fonlarda meydana gelebilecek bir sıkıntı, borçlanma maliyetleri üzerinde baskı yaratmaktadır. Bununla birlikte gelişmemiş ve istikrarsız bir yapı bankacılık sisteminin kırılma eğilimini de artırmaktadır.<sup>40</sup>

**Tablo 3: Yapısal Göstergeler : G3 ve Enflasyon Hedeflemesi Rejimini Uygulayan Ülkeler**

Ülke	GSYİH(milyar \$) 1990-1999	Kişi Başı GSYİH, \$ 1990-1999	Geniş Tanımlı Para /GSYİH 1990-1999	Menkul Kıymet Piyasası/ GSYİH 1990-1999	Ticarete Konu Olan Menkul Kıymet Hacmi/GSYİH 1990-1999	Ticarete Konu Olan Menkul Kıymet Hacmi (Milyon \$)
<b>G3</b>						
Avrupa	4,512	21,070	71.7	87.6	70.6	4,580,134
Japonya	4,229	33,783	111.7	74.5	40.3	1,782,826
Amerika B.D.	7,339	27,604	51.4	101.8	225.2	20,871,191
<b>Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler</b>						
Avustralya	349	19,322	61.4	66.2	42.4	165,461
Kanada	601	20,626	53.8	69.8	70.6	452,285
İzlanda	7	26,411	38.6	25.6	10.7	901
Yeni Zelanda	52	14,619	82.8	46.3	23.6	12,413
Norveç	138	31,574	55.6	29.8	33.8	52,111
İsveç	242	27,580	44.2	78.5	118.4	279,626
Birleşik Krallık	1,166	19,894	87.0	130.1	102.7	1,460,541

**Kaynak:** Mark R. Stone, "Greater Monetary Policy Transparency for the G3: Lessons from Full-Fledged Inflation Targeters", IMF Working Paper, WP/03/218, November 2003, s. 18.

39 Ercan Uygur, "Enflasyon, Para Ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık" Konferans, İktisat/İşletme ve Finans Dergisi, Aralık 2001, Yil:16, sayı: 189, s. 3.

40 Serdar Öztürk, a.g.e., s. 11



Tablo 3'te çeşitli ülkelerle ilgili milli gelir ve finansal piyasalara ilişkin çeşitli değerler verilmiştir. Tablo, enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkeler ile ekonomik açıdan daha iyi düzeyde olan G3 ülkelerinin çeşitli yapısal özelliklerini karşılaştırmaktadır. G3 ülkelerinde menkul kıymet piyasası hacmi, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelere göre daha yüksek düzeydedir. Rejimi uygulayan ülkelere İsviçre ve Birleşik Krallık'ta, ticarete konu olan menkul kıymet hacmi/GSMH oranının yüksekliği finansal piyasaların derinliğini göstermesi açısından önemlidir. Piyasaların derinliği, gerek arza hazır fon miktarının yüksek olmasını göstermesi gerekse de bu derinliğin enflasyon hedeflemesi politikasına zarar verebilecek olan spekülasyon işlemleri emici işlev göstermesi açısından olumlu bir göstergedir.

Para arzı/GSYİH oranına baktığımızda ise, İzlanda'nın 38,6 ile en düşük, Birleşik Krallık'ın ise 87 ile en yüksek orana sahip olduğu görülmektedir. Bu oranın çok düşük olması, piyasalarda likidite problemlerine neden olabilmektedir. Yüksek bir para arzının ise enflasyon oranı üzerinde baskı oluşturması olasıdır. Para arzının likidite sıkışıklığına yol açmayacak şekilde genişleyici aynı zamanda da enflasyonu körüklemeyecek şekilde sıkı bir şekilde kontrol edilmesi enflasyon hedeflemesi rejiminde dikkat edilmesi gereken önemli bir noktadır.

Güçlü bir bankacılık sisteminin olmaması, merkez bankasının faizler üzerindeki hareket esnekliğini kısıtlamaktadır. Enflasyon hedefini yakalamak için faizlerde yapılacak bir artış finansal sistemin çöküşüne neden olabilecektir. Bu da enflasyon hedefinin yıpranmasına neden olacaktır. Bununla birlikte piyasalarda bankacılık sisteminin zayıflığı konusunda oluşacak bir kanaat ülkeden sermaye çıkışına neden olacak, kur değer kaybedecek ve bu da enflasyon oranı üzerinde baskı yaratacaktır. Yine bankacılık sisteminin zayıflığıyla ilgili olarak yüksek bütçe açıklarının finansmanında devletin bankacılık sistemindeki varlıklarına el koymak istemesi durumunda mudiler sermayelerini bankacılık sistemi dışına çıkarmak isteyecekler, sonuçta da bankacılık krizinin ve kredi piyasalarının çöküşü kaçınılmaz olacaktır<sup>41</sup>.

Parasal genişlemeyle bağlantılı bir diğer husus da hükümetin iç borç stokunun yüksek olmasıyla bağlantılıdır. Mali piyasaları yeteri kadar derin olmayan, vergi sisteminde sorunlar olan ve bu şekilde iç borç stoku yükselmiş ülkelerin hükümetleri, faiz ödemelerinin yükünü hafifletmek için faizlerdeki oynamalardan kaçınılmasını tercih etmektedirler. Bu nedenle, sıkı para politikasının faizler üzerinde neden olacağı etkiler yüzünden bu kapsamdaki ülke hükümetleri tercihlerini, genişlemeci para politikaları yönünde kullanma eğilimi içindedirler<sup>42</sup>.

Sonuçta bakıldığında yapısal sorunların yoğun olduğu ülkelerin hükümetlerinin bu yoldan çıkış için başvurdukları araç, yapısal sorunların üzerine gidilmesi yerine, günün gereklerine uygun parasal politikalar uygulanmasıdır. Bu nedenle de bu tür ülkelerde enflasyon, hükümetler için gerçekten maliyetli hale gelmedikçe para politikası gibi önemli bir araç üzerindeki etkilerini kaybetmek, otoritenin bu kısmını merkez

41 Frederic S. Mishkin, a.g.e. s. 6-7. ( Bankacılık sisteminde bu sorunlar Latin Amerika'da birçok kereler yaşanmıştır. Bunun son örneği Arjantin'de 2001 yılında bankacılık sektöründe yaşanmıştır.

42 Kamuran Malatyalı, a.g.e., s. 50

bankasıyla paylaşmak veya hedefler belirleyerek politika kurallarına uygun hareket etmek gibi amaçlar gerçekleştirilememektedir.

Finansal istikrarın yakalanması için bankacılık sistemi ve finansal sistemin güçlendirilmesi, ahlaki rizikonun (moral hazard)<sup>43</sup> azaltılması için bankalara hükümet ve uluslar arası finansal kurumlar tarafından verilen güvencelere sınırlar getirilmesi, bilançoların gerçekliğine zarar veren parasal uygunsuzlukların (currency mismatches)<sup>44</sup> giderilmesi, finansal krizlerin şiddetini azaltıcı etkisi olan ekonominin dışı açıklığının artırılmasına yönelik politikaların uygulanması gibi yapısal reformların hayata geçirilmesi gerekmektedir.<sup>45</sup>

## SONUÇ

*Enflasyon hedeflemesi*; merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla 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.

Enflasyon hedefi yaklaşımının başarıya ulaşmasında bütün diğer alternatif nominal hedefleme politikasında olduğu gibi bazı ön koşulların başarılması gerekmektedir. Merkez Bankası bağımsızlığı, siyasi kararlılık, politikalara yönelik toplumsal bilincin oturtulması, uygulama sonuçlarının periyodik şekilde halka ilan edilmesi, uygulamalarda şeffaflık, esneklik gibi koşullar söz konusu hedeflemede arzu edilen sonuçlara ulaşılmasının ön koşulları olarak ifade edilebilir.

Enflasyon hedeflemesine ilişkin altyapı hazır olduğu takdirde, siyasi otorite ve merkez bankasının üzerinde mutabakata vardıkları bir enflasyon hedefinin ilanı ile uygulamaya konan rejim, para politikasının bu hedef oran çerçevesinde şekillenmesi, operasyonel araçların seçiminde söz konusu oranı tutturmaya yönelik hareket edilmesi ve para politikası uygulama ve sonuçlarının kamuya periyodik olarak açıklanması üzerinde şekillenerek politika döneminde hedeflenen enflasyon oranının yakalanmasını amaçlamaktadır.

Bütün bu çalışmada belirtilen hususlar ışığında, ekonomilerde 1990 sonrası kullanılmaya başlanmış olan enflasyon hedeflemesi uygulaması mali baskının azaltıldığı, derin mali piyasalara sahip olan ve ekonomi üzerinde yüksek kamu borç

43 Ahlaki riziko: Açık ya da örtülü güvencenin yatırımcıları artan ölçüde risk almaya yöneltme etkisi. Bu duruma, bankacılık sektöründe mevduatlar üzerine uygulanan devlet güvencesinin bankaları aşırı düzeyde açık pozisyon almaya itmesi örnek gösterilebilir., Giancarlo Corsetti and Nouriel Roubini, "Catalytic IMF Finance in Emerging Economies Crises: Theory and Empirical Evidence", The Tenth Dubrovnik Economic Conference, June 23 - 26, 2004, s. 4., <http://www.hnb.hr/dub-konf/10-konferencija-radovi/corsetti-roubini.pdf>

44 Differences in the currencies in which assets and liabilities are denominated. Bilançolarda varlık ve yükümlülüklerin farklı para birimlerinden oluşması. Barry Eichengreen, Ricardo Hausmann ve Ugo Panizza, "Currency Mismatches, Debt Intolerance And Original Sin: Why They Are Not The Same And Why It Matters", Nber Working Paper Series, Working Paper 10036, s. 2, <http://www.nber.org/papers/w10036>

45 Frederic S. Mishkin, a.g.e., s. 8-9.

yükü baskısının olmadığı ülkelerde yüksek başarı olasılığına sahiptir. Ancak nihai olarak belirtmek gerekirse bütün politikalarda olduğu gibi siyasi kararlılık, samimiyet ve uygulayıcı kurumlar arasındaki koordinasyon enflasyon hedeflemesi politikasında da anahtar rolü oynamaktadır.

## KAYNAKÇA

- ALPARSLAN, Melike ve ERDÖNMEZ, Pelin Ataman, “Enflasyon Hedeflemesi”, Bankacılar Dergisi, Sayı 35, Yıl 2000, <http://www.tbb.org.tr/asp/dergi.asp>, s. 14-41.
- AMATO, D. Jeffery and GERLACH, Stefan, “Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies:Lessons After a Decade”, European Economic Review 46 (2002)781 –790, s. 5
- BALL, Laurence and SHERİDAN, Niamh, “Does Inflation Targeting Matter”, IMF Working Paper, WP/03/129, June 2003, s. 4.
- BERUMENT, Hakan ve NEYAPTI Bilin, “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ne Kadar Bağımsız”, [www.econturk.org/berumen.doc](http://www.econturk.org/berumen.doc), s. 2.
- CASTELLO-BRANCO, Marta and SWISBURNE, Mark, ‘*Central Bank Independence*’, Finance & Development, March-1992, Vol:29, No:1, pp.19-21. “Merkez Bankası Bağımsızlığı”, Çev: Hüseyin Şen, Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi, Yıl: 36, Şubat 1999, ss. 55-63.
- CORSETTİ, Giancarlo and ROUBİNİ, Nouriel, “Catalytic IMF Finance in Emerging Economies Crises: Theory and Empirical Evidence”, The Tenth Dubrovnik Economic Conference, June 23 - 26, 2004, <http://www.hnb.hr/dub-konf/10-konferencijsa-radovi/corsetti-roubini.pdf>
- DORNBUSCH, Rudiger ve FISCHER, Stanley, **Macroeconomics**, Mc Graw-Hill- Akademi, Çev: Salih Ak, Mahir Fisunoğlu, Erhan Yıldırım, Refia Yıldırım, s. 10, İstanbul, 1998.
- EICHENGREEN, Barry , HAUSMANN Ricardo and PANIZZA Ugo, “Currency Mismatches, Debt Intolerance And Original Sin: Why They Are Not The Same And Why It Matters”, Nber Working Paper Series, Working Paper 10036, s. 2, <http://www.nber.org/papers/w10036>
- FISCHER, Stanley, ‘*Maintaining Price Stability*’, Finance & Development, December 1996, Vol: 33, No: 4, pp. 34-37. “Fiyat İstikrarının Sağlanması”, çev: Hüseyin Şen, Bankacılar Dergisi, Yıl:10, Sayı31, Aralık-1999, ss.107-114.
- JOHNSON, R. David, “The Effect of Inflation Targeting on The Behavior of Expected Inflation: Evidence From an 11 Country Panel”, Journal of Monetary Economics 49 (2002)1521 -1538, s. 4
- KAYGUSUZ, Murat, Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, <http://www.ceterisparibus.net/arsiv.htm#1>.

- MALATYALI, N. Kamuran, “Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktör Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları: 1998-01, Mart 1998.
- MEYER, H. Laurence “Inflation Targets and Inflation Targeting”, North American Journal of Economics and Finance 13 (2002)147–162, s. 4
- MISHKIN, S. Frederic “Can Inflation Targeting Work In Emerging Market Countries?”, Festschrift in Honor of Guillermo A. Calvo, April 15-16, 2004, s. 3 For presentation in a conference in honor of Guillermo Calvo, held on April 15 and 16, 2004 at the International Monetary Fund in Washington, DC. The views expressed in this paper are exclusively those of the author and not those of Columbia University or the National Bureau of Economic Research.
- ÖĞRETMEN, Eren, “Enflasyon Hedeflemesi – Uygulama Özellikleri”, TCMB, [www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/ yayin/kitaplar/EnflasyonHedeflemesi2.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/ yayin/kitaplar/EnflasyonHedeflemesi2.pdf) , 5.07.2004.
- ÖZTÜRK, Serdar, “Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, T.C. Başbakanlık Dış Ticaret Müsteşarlığı DTM Dergisi, Sayı 29, Temmuz 2003.
- SEYİDOĞLU, Halil, “Uluslararası Mali Krizler, İmf Politikaları, Azgelişmiş Ülkeler, Türkiye Ve Dönüşüm Ekonomileri”, Doğu Üniversitesi Dergisi, 4 (2) 2003, 141-156.
- STONE, R. Mark, “Greater Monetary Policy Transparency for the G3: Lessons from Full-Fledged Inflation Targeters”, IMF Working Paper, WP/03/218, November 2003, s. 5.
- SVENSSON, E. O. Lars, “Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule”, Journal of Monetary Economics 43 (1999) 607-654.
- SVENSSON, E. O. Lars, “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets”, European Economic Review 41 (1997) 1111 - 1146
- TC MERKEZ BANKASI, “2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi”, Basın Duyurusu, Sayı: 2003-2, [www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/DUY2003-2.htm](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/DUY2003-2.htm), 3 Ocak 2003.
- UYGUR, Ercan, “Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık” Konferans, İktisat/İşletme ve Finans Dergisi, Aralık 2001, Yıl:16, Sayı: 189.