

## Güvenilirlik İhtiyacı ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikaları

**Yrd. Doç. Dr. Zeynep KARAÇOR**

Selçuk Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, KONYA

**Yrd. Doç. Dr. Ahmet AY**

Selçuk Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, KONYA

**Arş. Gör. Hakan ACET**

Selçuk Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, KONYA

**Öğr. Gör. Dr. Murat ÇETİNKAYA**

Selçuk Üniversitesi, İİBF, İktisat Bölümü, KONYA

### ÖZET

1990'lı yılların başlarından itibaren, yeni yapılanma ve ekonomik tercih değişiklikleri ülkeleri enflasyon hedeflemesi uygulamaya yöneltmiştir. Bu çalışmada, para politikasının zaman tutarsızlığı ve güvenilirlik sorunu ile enflasyon hedeflemesinin neden ve sonuçları tartışılmıştır. Enflasyon hedeflemesinin; istek, kararlılık ve sıkı takip gerektiren bir dizi para politikasının birlikte uygulanması ve takibi ile istenilen sonucu verebilecek bir politika olduğu son yıllardaki uygulamalardan elde edilmiş önemli bir sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi uygulamasına yönelik yeni yapılanmalar ve ekonomik tercih değişikliklerinin ülkeler için faydalı bir strateji aracı olduğu görülmektedir.

**Anahtar Sözcükler:** Enflasyon hedeflemesi, merkez bankası, para politikası

### The Need of Credibility and Inflation Targeting Policies in Developing Countries

#### ABSTRACT

Since the early years of 1990, new frameworks and the economical preferences change has made countries approach inflation targeting adoption. In this essay, besides the results and reasons of inflationary targeting, the time incompetency of monetary policies and the problem of reliability has been discussed. That the inflationary targeting is only effective policy provided that adopted with determined, willing and consistent monetary policy appears as a result coming from recent countries cases. Therefore, new frameworks and changes seen in economical preferences are found out to be usefull strategic tool for countries.

**Key Words:** Inflation targeting, central banks, monetary policy

#### Giriş

1970'lerin başlarında Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra özellikle son on yılda bir grup ülke tarafından doğrudan enflasyon hedeflemesinin uygulanacağını açıklanması, para politikası alanında en önemli değişikliği meydana getirmiştir<sup>1</sup>.

Yeni Zelanda ve Kanada söz konusu enflasyon hedeflemesi politikasını uygularken, bazı gelişmekte olan ülkeler ve geçiş ülkeleri ise daha gelişmiş ekonomilerde kullanılan enflasyon hedeflemesi politikasının birçok unsurunu

<sup>1</sup> Orphanides, A. and Wieland, V., *Inflation Zone Targeting*, *European Economic Review*, Vol. 44, 2000, s. 1351-1352.

içeren eş zamanlı politika stratejilerini uygulamışlardır. Örneğin Şili merkez bankası enflasyon için sayısal hedeflerini 1990'da, İsrail merkez bankası ise 1991 yılında belirlemiştir. Çek Cumhuriyeti ve Kore (1998), Polonya, Brezilya ve Kolombiya (1999), Güney Afrika ve Tayland (2000) yılında sayısal bir enflasyon hedefi etrafında sabitlenen bir para politikasına yönelmişlerdir.

Akademik çevrelerce, enflasyonun doğrudan hedeflenmesi rejimine dayalı bir para politikasının istenen hedefleri gerçekleştirip gerçekleştiremeyeceği konusunda tam bir uzlaşma yoktur. Diğer yandan rejimin gelişmekte olan ülkelerdeki uygulanabilirliği de ayrı bir tartışma konusudur. Bu bağlamda, çalışmanın ilk bölümünde para politikasının zaman tutarsızlığı ve güvenilirlik sorunu ele alınmaktadır. İkinci bölümünde ise enflasyon hedeflemesinin tanımı ve enflasyon hedeflemesi rejiminin doğası gözden geçirilerek, literatürde önemli bir rol oynayan enflasyon hedeflemesinin önkoşulları tartışılmaktadır. Daha sonra gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi politikası uygulanırken ortaya çıkan sorunlar ve sonuçları ile enflasyon hedeflemesinin avantajları ve dezavantajları irdelenmeye çalışılmaktadır.

## 1. PARA POLİTİKASININ ZAMAN TUTARSIZLIĞI VE GÜVENİLİRLİK SORUNU

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

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

1970'lerin başında enflasyon oranında tırmanışla başlayan bunalımın, işsizlik oranında artışla sürmesi, ekonomide stagflasyon olgusunu gündeme

getirmiştir. 1930'lardan bu döneme kadar uygulanan Keynezyen politikaların enflasyonla mücadele konusundaki başarısızlıkları, fiyatların kontrol altına alınmasını sağlayacak ve anti-enflasyonist politikaların yaratabileceği olumsuz sonuçları minimize edecek yeni ekonomi politikalarının ve araçlarının ortaya çıkmasına yol açmıştır.

Ekonomide oluşan kısa dönemli şoklara müdahale etmenin ekonomideki dengeleri bozduğu görüşü de bu dönemde sık sık vurgulanmaya başlanmıştır. Ayrıca uzun dönemde Phillips Eğrisi'nin geçersizliği ve genişletici politikaların uzun dönemde enflasyona yol açtığı görüşü de bu dönemde ortaya atılmıştır. Para politikasının temel hedefinin fiyat istikrarı olması gerektiğini savunanların diğer bir görüşü ise ücretler ile fiyatların ileriye dönük enflasyon beklentilerine göre şekillendiğidir. Büyüme hedefleyen aktif para politikasıyla, ekonomik birimlerin beklentilerinin değişmeyeceği varsayılarak enflasyon artırılmadan, üretimin artırılacağı ve işsizliğin azaltılacağı görüşü bu dönemde kabul edilmiştir. Ancak, bu politika ekonomik birimlerin beklentilerini veri kabul ederek (firma ve işçilerin ücret ve fiyatlarda, dolayısıyla enflasyonda artış olmayacağını varsayarak), zaman tutarsızlığı (time-inconsistency) sorununu göz ardı etmiştir. Diğer bir ifadeyle, rasyonel davranan ekonomik birimler üretim artışını hedef alan merkez bankasının gelecekteki politikasının genişletici olacağını öngörerek, ücret ve fiyatlarda artış yaparak, enflasyon oranında artışa neden olmaktadır. Sonuç olarak, üretim artışı sağlanmadan yüksek bir enflasyon oranında denge gerçekleşmektedir. Müdahaleci politikalar bu bağlamda üretimi değil enflasyonu artırmaktadır.

Oysa fiyat istikrarının büyüme olumlu etkilediği savunulmaktadır. Fiyat istikrarının sağlanması piyasa ekonomisinin beklentilerini olumsuz etkileyen enflasyon belirsizliğini azaltmakta ve sistemin daha etkin çalışmasını sağlamaktadır. Bu tartışmalar, 1970'lerde gündemi işgal etmeye başlamış ve fiyat istikrarının sağlanması öncelikli politika hedefi haline gelmiştir<sup>2</sup>.

Ekonomide, reel üretimin beklenen enflasyon düzeyinde sabit kalması gerekirken beklenmedik bir enflasyonla birlikte artış göstermesi halinde politika uygulayıcılarının enflasyon, istihdam ve üretim gibi reel büyüklüklerle ilgili olarak eşanlı hedefler koymaları, para politikası için bir zaman uyumsuzluğu (time inconsistency) sorunu yaratacaktır. Zaman uyumsuzluğu, politika otoritesinin önceden ilan ettiği politikalarından vazgeçip, özel sektörü kandırma politikası izleyerek kısa dönemli kazançlar elde etme güdüsü nedeniyle ortaya çıkmaktadır. Politika uygulayıcıları özellikle belirli bir dönem için anti-enflasyonist bir politikayı yürürlüğe koysalar bile, bu politika gelecekte olası bir enflasyonu önleyemeyebileceği gibi, kısa dönemde üretimi artırmada başarılı olamayabilir<sup>3</sup>.

Söz konusu zaman farklılıkları ve kısa dönemli politik arzuların bir araya gelmesiyle uzun dönemde enflasyon, olması gerekenden daha da fazla

<sup>2</sup> Karasoy, A., Saygılı, M., Yalçın, C., *Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri*, T.C. Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği, No: 9801, Ankara, 1998, s. 1-2.

<sup>3</sup> Oktar, S., *Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı*, Bilim Teknik Yayınevi, Ankara, 1998, s. 11-12.

yükselmekte, buna karşın reel üretimde sürekli bir artış ortaya çıkmamaktadır. Dolayısıyla para politikasında öngörülen bir değişim, reel üretim üzerinde herhangi bir etki yaratmaksızın, doğrudan fiyatlara yansiyabilmektedir<sup>4</sup>.

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

### 1.1. Güvenilirlik İhtiyacı

Gerek siyasi gerekse ekonomik sorunlar tartışılırken, “güvenilirlik” kavramının odak teşkil ettiği görülmektedir. Ancak bunun para politikası açısından önemi, 1970’lerin başına kadar etkili olan Keynesyen politikaların istenmeyen sonuçlar vermesiyle ortaya çıkmıştır<sup>5</sup>. Bu sorunun çözümü güvenilirliğin sağlanmasından geçmektedir. Güvenilirlik, kamuoyunun, uygulanan politikaların işleyiş sürecinde bir değişiklik meydana geldiğinde, böyle bir değişikliğin gerçekten gerekli olduğu için gerçekleştirildiğine inanmasıdır. Bir başka yönden de güvenilirlik, ekonomi politikasının bugünkü yorumu ile gelecekteki yönüne ilişkin yapılan değerlendirmelerin politika otoritelerinin başlangıçta ilan ettikleri program ile tutarlılık göstermesidir. Daha önemlisi, para politikasının güvenilirliği, politikanın her aşamada, merkez bankasının karşı karşıya kaldığı hedefler ve sınırlamalar konusunda kamuoyunun bilgisi ile tutarlılık içinde bulunmasıdır.

Güvenilirlik ile para politikasının belirlenen hedefler (örneğin fiyat istikrarı) yönünde başarılı olması arasında sıkı bir ilişki bulunmaktadır. Eğer merkez bankası fiyat istikrarının sağlanması konusunda kararlı olduğuna kamuoyunu inandırabilirse, bu durumda ücret sözleşmelerine ve faiz hadlerine ilişkin olarak oluşan ve enflasyon mücadelesini sosyal yönden maliyetli hale getiren enflasyon beklentileriyle uğraşmak zorunda kalmadığı için, görevi çok daha kolaylaşmış olacaktır.

Dolayısıyla güvenilirlik, istenilen sonuçların alınmasında anahtar rol oynamaktadır. Eğer açıklanan anti-enflasyonist politika güvenilirliği oluşturabiliyorsa, ekonomi dengesini yeni koşullara göre uyarlayacak ve enflasyon düşecektir. Enflasyonu düşürme politikası güvenilir değilse, enflasyonda ciddi bir düşme olmayacağı gibi ekonomide büyüme de doğal büyüme oranının altında gerçekleşecektir. Dolayısıyla güvenilirliği olmayan bir enflasyonu düşürme politikasının hem üretim, hem de enflasyon maliyetleri söz konusu olacaktır. Bu bakımdan, uygulanacak makro ekonomik politika, siyasi otoritenin hedeflerinin yanında, özel sektör beklentilerine de yer vermelidir. Zira, politika otoritesi ile özel kesim arasında karşılıklı bir ilişki söz konusudur. Özel

<sup>4</sup> Erçel, G., *Enflasyon Hedeflemesi Konulu Konferans*, Açış Konuşması, T.C.M.B, Ankara, 2000.

<sup>5</sup> <http://www.econturk.org/Turkiyeeekonomisi/bayram.doc>, 23.03.2005.

sektör beklentilerinin rasyonel olarak oluştuğu varsayıldığında, karar ve davranışlarını belirlerken bugünkü politikaların gelecekte yaratacağı etkileri de dikkate almaktadır. Makro ekonomik politika oluşum sürecinin, hükümet ile özel sektör arasındaki karşılıklı etkileşim sonucu belirleniyor olması, politikanın güvenilirliğini artıracaktır.

### 1.2. Güvenilirliği Sağlamanın Araçları

Uygulanacak para politikasının güvenilirlik unsuru taşımasının gerekli olmasına karşın, bunu kısa zamanda sağlamak pek kolay olamamaktadır. Aksine güvenilirlik, hem etki hem de sonuç açısından zamana bağlıdır. Üstelik, güvenilirliği sağlamanın açık bir reçetesi de bulunmamaktadır. Ancak, politika uygulayıcıları çeşitli maliyetlerine karşın, güvenilirliği sağlamak için öncelikle anti-enflasyonist önlemler alma isteğini ve becerisini göstermek zorundadırlar. Bu durumda anti-enflasyonist politikayı oluşturacak önlemler paket olarak yürürlüğe konulmalıdır. Söz konusu önlemlerin başlıcaları şunlardır; toplam para arzının ve kredi hacminin azaltılması, reeskont oranının yükseltilmesi, devlet bütçesinin denkleştirilmesi, tüketim mallarının taksitle satışlarının sınırlandırılması, selektif ve kontrollü kredi politikasının uygulanması, vergi gelirleri içinde “dolaysız vergiler”e ağırlık verilmesi, ücret ve fiyatların kontrol altına alınmasıdır. Bu önlemlerin ne kadar katı veya esnek olarak uygulanacağı mevcut enflasyon oranının yüksekliğine bağlı olacaktır<sup>6</sup>.

Güvenilirliği sağlamada yukarıda belirtilen önlemlerin yanısıra merkez bankasının bağımsızlığı da önemlidir. merkez bankasının bağımsızlığı açısından ise, yasal bağımsızlıktan başka merkez bankası başkanının atanma süreci ve başkanın kişiliği de önem arz etmektedir. Örneğin merkez bankası Başkanı olarak anti-enflasyonist tutumuyla tanınan ve siyasi baskılara kolay kolay ödün vermeyeceği kabul edilen bir kişinin atanması, para politikasının güvenilirliğini artırmanın yolları arasında sayılmaktadır. Kuşkusuz burada merkez bankasının başına getirilmiş olan kişinin uygulanan politikanın hedeflerine ilişkin duyarlılığı öne çıkarmaktadır. Dolayısıyla başkanının kişiliğiyle bütünleşmiş bir merkez bankasının para politikasını yürütürken enflasyonla mücadeleye siyasi otoriteden daha fazla önem verdiği anlaşılacaktır.

Ayrıca, güvenilirliği oluşturmanın bir diğer yolu, merkez bankası başkanının görevde uzun süre kalmasının sağlanmasıdır. Oysa bilindiği gibi, uygulamada genellikle merkez bankası başkanlarının görev süreleri gelişmekte olan ülkelerde çok uzun olmamaktadır. merkez bankası Başkanlarının, hükümetler değiştikçe görevden alınmaları bir teamül haline gelmiştir. Bunun sonucu olarak merkez bankası Başkanı değişimi yaşandıkça, uygulanacak politika açısından bir belirsizliğin ve değişikliğin ortaya çıkması beklenecektir. Bu bakımdan merkez bankalarına bağımsızlık verilmesinin yanında, merkez bankası başkanlarının uzun süre görevde kalmalarının garanti edilmesi, açıklanmış para politikasının güvenilirliğini; daha kısa görev süreleri için seçilmiş yetkililer tarafından kontrol edilen para politikasına oranla daha çok artıracaktır<sup>7</sup>.

<sup>6</sup> **Ekonomi Ansiklopedisi**, 1 Numara ve Hearst Yayıncılık – Paymaş Yayınları, İstanbul, 1997.

<sup>7</sup> Oktar, S., a.g.e., s. 13-16.

Öte yandan bir diğer sorun da, para politikasıyla ilgili olarak yetki ve otoritenin bağımsız bir kurumda toplandığına kamuoyunun nasıl inandırılacağı konusunda ortaya çıkmaktadır. Çünkü kamuoyu, merkez bankasını daima siyasi otoritenin nüfuz ve etkisi altında kaldığına inanmış ve bu yönde koşullanmıştır. Bu bakımdan, kamuoyunda yer etmiş olan bu olumsuz düşüncenin kısa zamanda silinip atılmasının kolay olmayacağı açıktır.

A. Cukierman başkanlığında yetmiş iki ülkeyi kapsayan “*merkez bankasının görevi istikrarı sağlamaktır*” temelinden hareketle bir araştırma yapılmış ve iki değişken üzerinde durulmuştur. İlk olarak her bir ülkenin merkez bankası kanunu, mevzuatı belirlenip bir endeks oluşturulduktan sonra bu endekse göre merkez bankaları bağımsızlık sıralamasına sokulmuştur. Daha sonra merkez bankası başkanlarının 1950-1990 arasında görevde kalış süreleri ile enflasyon arasındaki ilişki ortaya konmuştur. En son olarak bu iki değişkenin her biri ile gerçekleşen enflasyon oranları karşılaştırılmıştır. Aşağıda belirtilen sonuçlara ulaşılmıştır<sup>8</sup>:

(I) Gelişmiş ülkelerde merkez bankalarının yasal bağımsızlık derecesi ile enflasyon arasında anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Bu ilişkiye göre Almanya birinci, ABD beşinci sırayı almıştır.

(II) Gelişmekte olan ülkelerde benzer ilişki ortaya çıkmamış hatta tam tersine bazı Uzak Doğu ülkelerinde yasal bağımsızlık olmadığı halde, enflasyon oranı çok düşük çıkmıştır. Sanayileşmiş ülkeler ve gelişmekte olan ülke gurubu için bulunan sonuçların farklı olması gerçek ve yasal bağımsızlık arasındaki farktan kaynaklanmaktadır.

(III) Türkiye, yasal bağımsızlık sıralamasında birçok gelişmiş ülkeden çok daha iyi bir sırada yer almış fakat enflasyon-bağımsızlık arasında anlamlı bir ilişki ortaya çıkmamış ve yetmiş iki ülke içinde altmış ikinci olmuştur.

(IV) Merkez bankası başkanları ile enflasyon arasındaki ilişki, yine gelişmiş ülkelerde anlamlı sonuç vermiş, merkez bankası başkanının görevi ne kadar uzunsa, enflasyon o kadar düşük çıktığı gözlenmiştir.

Yine merkez bankasının para politikasıyla ilgili hedeflere sahip olup olmaması ve bunları gerçekleştirme amacının bulunup bulunmaması konusu da büyük önem taşımaktadır. Para politikası hedeflerini açık bir biçimde saptayan ve bu hedefleri gerçekleştirme yolunda kararlı olan bir merkez bankası bu konuda başarılı olabilmek için aynı zamanda kamuoyunun da desteğini almak zorundadır. Bu nedenle de, politikaya ilişkin hedefler konusunda kamuoyunun aydınlatılmasına ve bilgilendirilmesine ihtiyaç bulunmaktadır. Ancak bunun için merkez bankasının tüm işlemleri saydam, anlaşılır ve kamuoyunun denetimine açık olmalıdır. Bir diğer ifadeyle Merkez bankası şeffaf olmalıdır. Zira bu şeffaflık (transparency), bankanın tüm işlemlerinin doğuracağı sonuçların anlayışla karşılanmasına ortam hazırlayacaktır<sup>9</sup>. Üstelik merkez bankasının

<sup>8</sup> Cukierman, A., Weeb, S. B. and Neyaptı, B., *Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes*, **The World Bank Economic Review**, Vol. 6, No. 3, 1992, s. 360-363

<sup>9</sup> Tokgöz, E., *Merkez Bankalarının Bağımsızlığı*, **Hacettepe Üniversitesi İkt. Ve İdr. Bil. Fak. Dergisi**, Cilt. 113, Ankara, 1995, s. 6.

izleyeceği para politikası ne kadar şeffaf olursa, başarı derecesi de o kadar yüksek olacaktır. Para politikasında şeffaflığın artışı, merkez bankasının saygınlığının da artmasına ve özel sektörün enflasyon beklentilerinin merkez bankasının uygulamalarına daha duyarlı olmasına yol açacaktır.

Ancak, bağımsız bir merkez bankasının uygulayacağı para politikası ile diğer ekonomi politikaları arasında zaman zaman ortaya çıkan çatışmalar ekonomide sorunların çözülmesinde ciddi bir sorun teşkil edebilecektir. Bu durumda bile, para politikasından hiçbir sapma yapılmadan kararlı bir biçimde sürdürülmesi gerekmektedir. Fakat güvenilirlik, yalnızca kararlı bir şekilde uygulanacak para politikasına dayanmamakta; aynı zamanda siyasi otoritenin uyguladığı genel makro ekonomik programın bütünlüğüne de bağlı olmaktadır. Bağımsız bir merkez bankası sıkı para politikasını izlerken, buna karşılık maliye politikası büyük bütçe açıkları veriyorsa, böyle bir durumda ekonomik programın güvenilirliğinden söz etmek mümkün değildir. Çünkü birinden biri mutlaka bazı sapmalara uğrayacaktır. Enflasyonu önlemede ortaya çıkacak bu gibi koordinasyon sorunları, özel sektör ajanları için belirsizlik yaratacak ve koordinasyon sorununun nasıl ve ne zaman çözümleneceği yolunda spekülasyonlara yol açacaktır.

## 2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ NEDİR?

Enflasyon hedeflemesi politikası konusunda ortaya çıkan ilk soru enflasyon hedeflemesinin tanımıyla ilgilidir. Enflasyon hedeflemesi politikası; merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla yönelik olarak, para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi veya hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanabilen para politikası uygulamasıdır<sup>10</sup>. Enflasyon hedeflemesi politikası, düşük enflasyona ulaşmanın ve yürütülen para politikasını daha açık ve şeffaf kılmanın aracı olarak kabul edilmektedir<sup>11</sup>.

Enflasyon hedeflemesi ile diğer politika stratejilerini ayırt etmede iktisatçılar arasında tam bir uzlaşma olmamakla birlikte, genel kabul görmüş bazı kriterler kullanılmaktadır. Mishkin, Mishkin ve Savastano tarafından ortaya konulan bu kriterler bir sayısal enflasyon hedefinin kamuoyuna açıklanması; bu politikanın en önemli amacı olarak bir fiyat istikrarı vaadi; bilgi içeren bir stratejinin kullanımı (Örneğin, merkez bankasının saptadığı politikanın sadece parasal toplamlara veya döviz kurlarına dayanmadığı şeklinde tanımlanan); ve geniş çapta şeffaflıkla birlikte sorumluluğun benimsenmesidir<sup>12</sup>. Uygulanan

<sup>10</sup> Alparslan, M., Erdönmez, P. A., *Enflasyon Hedeflemesi*, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 35, TBB, 2000, s. 3.

<sup>11</sup> Oktar, S., a.g.e., s. 27.

<sup>12</sup> (a) Mishkin, F. S., *Inflation Targeting in Emergign-Market Countries*, **American Economic Review**, Vol. 90, 2000, s. 105.

(b) Mishkin, F. S. and Savastano, M., *Monetary Policy Strategies for Latin America*, **NBER Working Paper** 7617, 2000.

enflasyon hedeflemesi politikaları geniş çapta şeffaflık ve sorumluluk özelliklerine sahip olarak karakterize edilmektedir<sup>13</sup>.

Bu kriterlerin, enflasyon hedeflemesinin özünü yansıttığı genel kabul görmektedir. Kendilerini enflasyon hedeflemesi karar birimi olarak düşünen İsviçre merkez bankası ve Avrupa merkez bankası gibi bazı bankalar bu kriterleri yerine getirmektedirler. Ayrıca Bundesbank, bu kriterlerin Avrupa Para Birliği'nin (EMU) tanımına kadar kullanılan parasal hedefleme stratejisinin ruhunu çok iyi bir şekilde yansıttığını belirtmektedir. Ancak bu kriterler uygulanacak olan enflasyon hedeflemesi politikasının yapısını, bazı kriterlerin belirsiz olması nedeniyle biçimsel olarak tanımlamakta yeterli olamamaktadır. Örneğin, enflasyon hedeflemesi için gerekli olan ve son yıllarda önemi gittikçe artan "geniş" çapta şeffaflığın tam olarak neyi ifade ettiğini ortaya koymak mümkün değildir. En önemlisi ise, kullanılan enflasyon hedeflemesinin içeriği ve enflasyon hedeflemesinin tanımının da zamanla değişiyor olmasıdır<sup>14</sup>.

Bir taraftan enflasyon hedeflemesi konusunda kesin (mutlak) bir tanımın yapılamaması, diğer taraftan da enflasyon hedeflemesinde uygulanacak kriterlerin belirsizliği ve uygulama zorluğu, merkez bankalarının enflasyon hedeflemesi uygulamasına şüpheyle yaklaşmalarına neden olmaktadır. Bu durum merkez bankalarının daha az arzu edilen stratejileri benimsemeleri veya sürdürmelerine neden olmaktadır.

### 2.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Önkoşulları

Önkoşullar kavramı geliştirmekte olan ülkelerdeki enflasyon hedeflemesi literatüründe önemli bir rol oynamaktadır. Önemli olan önkoşullardan biri merkez bankasının bağımsızlığıdır. Bağımsızlık ölçümü için çeşitli göstergeler dikkate alınmaktadır. Sorumluluk, bağımsızlık ve kredibilite kavramlarını içeren ve mali piyasaları derin OECD ülkelerini kapsayan ampirik çalışmaların sonucunda, bağımsızlık arttıkça enflasyon düzeyinin ve varyansının düştüğü, buna karşılık bağımsızlık ve sorumluluk arasında paralellik beklenirken ters bir ilişki olduğu gözlemlenmiştir. Diğer bir deyişle merkez bankasının bağımsızlığı azaldıkça, hükümetler, merkez bankası ile yaptıkları kontratlarla, hedefi ve ilgili koşulları belirlemekte, buna karşılık merkez bankaları daha fazla hesap verme veya sorumlu duruma düşmektedirler. Bu nedenle merkez bankasının statüsünün hükümetten bağımsız olması, merkez bankası yönetim kurulunun yarından fazlasının hükümetten bağımsız olarak atanması ve yönetim kurulunda hükümet temsilcisinin bulunmaması merkez bankalarının bağımsızlığında önemli kriterler olarak ortaya çıkmaktadır<sup>15</sup>. Dolayısıyla, merkez bankalarının herhangi bir politika kuralını, fiyat istikrarını göz önünde tutarak izleyebilmeleri ve toplumun enflasyon beklentilerini şekillendirebilmeleri, hükümetlerin merkez bankalarını etkileme kanallarının olabildiğince tıkalı olmasıyla mümkündür. Bu koşul, açık

<sup>13</sup> Svensson, L. E. O., *Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule*, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, 1999, s. 631-632.

<sup>14</sup> Amato, J. D. And Gerlach, S., *Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade*, *European Economic Review*, Vol. 46, Issues 4-5, May 2002, s. 782.

<sup>15</sup> Karasoy, A., Saygılı, M., Yalçın, C., a.g.e., s. 8-9.

bir biçimde enflasyon hedeflemesi sistemine geçmiş ülkelerde özellikle kendini hissettirmiş ve uygulamada başarının önemli bir belirleyicisi haline gelmiştir<sup>16</sup>.

Uygun bir maliye politikası da sıklıkla başvurulan bir önkoşul olarak görülmektedir. Kamu açıklarının kapatılması amacıyla hükümetlerin merkez bankası kaynaklarına müracaatını yasa ile sınırlamak mümkündür. Kamu açıklarının kapatılması, parasal finansman ihtiyacına karşı gerekli önlemleri almak, siyasi otoritenin görevleri arasındadır. Kontrolsüz kamu harcaması önemli fiyat hareketlerine de neden olabilmektedir. Geçmişte, çoğu gelişmekte olan ülkelerde büyük bütçe açıklarının yüksek ve değişken enflasyona sebep olduğu belirlenmiştir. Bu nedenle, kamu harcamalarındaki değişimler, enflasyon beklentileri ve enflasyonda büyük değişimlere yol açabilmektedir. Kamu açıklarını kapatmada finansman yetersizliği kamunun ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatlarında aşırı artışlara neden olmaktadır. Özellikle hükümetlerin taşıma, elektrik, yakıt, vs. fiyatlarını belirlediği gelişmekte olan ülkelerde bu durum daha da önemlidir. Bu nedenle, hükümetlerin kontrolündeki fiyatlar ve sübvansiyonlardaki değişimler, enflasyon üzerinde büyük ve ani etkiler yapabilmektedir.

Öte yandan, kamu borçları da enflasyon hedeflemesi politikası uygulamasında diğer bir sorun olarak ortaya çıkmaktadır. Çünkü enflasyonist ortamda borcun vadesi ve yapısını değiştirme yoluyla, kamunun avantajlı hale gelmesine çalışılabilir. Bu da enflasyonu ve nominal faiz oranlarını arttırmaktadır. Eğer merkez bankası yüksek enflasyonu sürdürürse, reel faiz oranları yükselecek, büyüme hızı düşecek ve borç dinamikleri istikrarsızlaşacaktır. Zayıf mali politikalar, borcun vade yapısının kısılmasına katkıda bulunarak hükümetin borcu daha kısa vadede çevirmesine neden olacaktır. Bu da bir güven krizinin oluşması ve merkez bankasının kamu borçlarının bir kısmı ya da tamamına müdahale etmesi riskini yükseltecektir.

Bir diğer önkoşul, ekonominin döviz kurları ve faiz oranlarındaki değişimlere karşı daha dirençli olmaya ihtiyaç duymasındır<sup>17</sup>. Enflasyon hedeflemesinde para politikasının, para biriminin dış değerini istikrarlı bir şekilde sürdürmeye uygun olmaması, büyük döviz kuru değişimleriyle sonuçlanabilir. Bu, potansiyel bir sorundur. Çünkü çoğu gelişmekte olan ülkelerde sermaye piyasalarının derin olmaması, şirketlerin, hanhalklarının ve hükümetlerin dövizle borçlanmalarına neden olabilir. Bu durumda, döviz kuru değişimleri borç alanların bilançolarında ani etkiler yapabilir. Enflasyon hedeflemesi altında merkez bankası, enflasyon hedefini tutturmak için amortisman tepki olarak kısa vadeli faiz oranlarını ani olarak yükseltmeye gerek duyabilir. Bu durum, bankaların karlılıkları üzerinde önemli etkiler yapabilir ve bankacılık sektöründeki zayıflık, enflasyon hedefini tutturmada önemli bir sorun oluşturabilir.

<sup>16</sup> Malatyalı, N. K., **Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, DPT Yayınları, Ankara, 1998, s. 14-15.

<sup>17</sup> Mishkin, F. S., a.g.e., s. 106-107.

Enflasyon hedeflemesinin ileriye doğru bir para politikası stratejisi olması nedeniyle, enflasyon süreci ve geçiş mekanizmasının ekonometrik modellerine ihtiyaç duyulduğu konusu sıkça tartışılmaktadır. Politika oluşturanların içinde bulunan ekonomik koşullara uygun faiz oranına, yalnızca bu modellerle karar verebilecekleri ileri sürülmektedir<sup>18</sup>.

Enflasyon hedeflemesi için bu önkoşulların önemine karar verilirken, onların para politikalarına bir bütün olarak uygulanabilirliği göz önüne alınmalıdır. Araç bağımsızlığı, sabit döviz kuru veya parasal hedefleme rejimleri altında arzu edilen bir durumdur. 1992-1993'te Avrupa ve 1997-1998'de Asya'daki pek çok ülkede yaşanan döviz krizleri, zayıf kamu maliyeleri, zayıf bankacılık sistemleri ve büyük döviz borçlarının sabit döviz kuru rejimlerinin güvenilirliğini zedelediğine dair pek çok kanıt sağlamaktadırlar. Büyük kamu açıkları ve dışarıdan borç alımı da parasal hedefleme altında sorun yaratmaktadır. Özellikle, Tablo 1'de görüldüğü gibi, mali disiplinin ihmal edildiği görülmektedir. Enflasyon hedeflemesinde kullanılan ekonometrik modellerin de ülke deneyimleriyle uzlaştırılması zor görünmektedir. 1992-1993'te Avrupa Parasal Krizi sonrası sabit döviz kurlarının çöküşüyle enflasyon hedeflemesini uygulayan pek çok Avrupa ülkeleri Merkez Bankaları da ekonometrik modellere güvenmemişlerdir.

**Tablo 1**  
**Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Mali Dengeleri**  
**(Uygulama Yılındaki GSYİH'ye Oranı %)**

Ülkeler	Uygulama Yılı	Uygulandığı Yılda Mali Denge	Ülkeler	Uygulama Yılı	Uygulandığı Yılda Mali Denge
İsveç	1992	- 9.76	İsrail	1991	- 4.35
Finlandiya	1992	- 8.11	Avustralya	1993	- 3.90
Birleşik Krallık	1992	- 7.24	Güney Afrika	2000	- 2.65
Brezilya	1992	- 6.89	Tayland	2000	- 2.24
Polonya	1992	- 4.98	Yeni Zelanda	1990	- 1.68
Kanada	1990	- 4.93	Çek Cumhuriyeti	1998	- 1.63
İspanya	1992	- 4.92	Şili	1990	3.48

**Kaynak:** IMF, *World Economic Outlook*, May 2001.

Enflasyon hedeflemesi politikası uygulamasında önkoşulların gerçekleştirilip, gerçekleştirilememesinden çok, önkoşulların merkez bankasının para politikasını uygularken ne kadar hevesli olduğunu, yani kurumsal çerçeve ve amaçların hangi katılıkta tanımlanması gerektiğini ortaya koyması belirleyici olmaktadır.

<sup>18</sup> Amato, J. D. And Gerlach, S., a.g.e., s. 783-784.

## 2.2. Gelişmekte Olan Ülkeler İçin Özel Sorunlar

Bazı gelişmekte olan ülkeler başarılı enflasyon hedeflemesi politikaları uygulamışlardır. Buna karşın, gelişmekte olan ülkelerde bu politika çerçevesinin benimsenmesi; döviz kuru hedefleri, fiyat endeksi seçimi ve hedefin düzeyi ile ilgili önemli sorunları beraberinde getirmektedir.

### 2.2.1. Döviz Kuru Hedeflerini İçeren Politikalar

Enflasyon hedeflemesi politikası uygulamasında ortaya çıkan temel sorulardan biri merkez bankasının döviz kuruna ne kadar önem vermesi gerektiğiyle ilgilidir. Enflasyon hedeflemesi politikası uygulayan gelişmiş ülke merkez bankaları, enflasyon hedefine ulaşılması amacıyla döviz kurlarında meydana gelen dalgalanmalara müdahale edilmesi gerektiğini ileri sürmektedirler<sup>19</sup>. Döviz kurlarına müdahale para otoritesinin kredibilitesi kaybolduğu ve onun yeniden kazanılmasına ihtiyaç duyulduğu zaman yarar sağlayabilir<sup>20</sup>. Bu yüzden, ara döviz kuru hedeflerinden kaçınılmaktadır. Buna karşın gelişmekte olan ülkelerdeki bir grup merkez bankası, en azından birkaç kez döviz kuru bandlarıyla bir arada var olan enflasyon hedeflemesi programlarını benimsemişlerdir.

Gelişmekte olan ülkelerde, döviz kuruna daha çok ağırlık verilmesinin birkaç nedeni bulunmaktadır. Öncelikle, küçük döviz piyasalarında, beklenmeyen şoklar ve büyük sermaye girişi nedeniyle döviz kurlarında istikrarsızlık görülebilir. İkinci olarak, parasal istikrardan yoksun olan bankalar için döviz kuru, doğal olarak enflasyon beklentilerine kaynaklık teşkil etmektedir. Bu nedenle, paranın değer kaybetmesi, kötü enflasyon deneyimi olan gelişmekte olan ülkelerde büyük bir enflasyonist etkiye yol açmaktadır. Döviz kuru değişimlerinin enflasyona etki etmesi, bazı gelişmekte olan ülkelerde; özellikle Latin Amerika'da, diğer yerlere göre daha hızlı olmuştur. Üçüncüsü, döviz kuru değişimlerinin enflasyona etkisi az dahi olsa, döviz kurlarındaki ani dalgalanmaların, reel sektörlerdeki finans zorluklarını ortaya çıkartma ihtimalinin her zaman varolduğu söylenebilir. Bu tip sektörel dengesizliklere geçmişte rastlanmıştır ve enflasyon hedeflemesi altında daha büyük zorlukların çıkması olasıdır. Dördüncüsü, gelişmekte olan ülkelerde şirketlerin, mali kurumların ve kamu kesiminin bilançoları dövizle borçlanma nedeniyle döviz kuru değişimlerine karşı çok duyarlı hale gelmektedir. Bu yüzden, döviz kurundaki büyük bir değişim iflaslara neden olmakta, bu da banka varlıklarının değerini düşürmektedir. Bu etki, bazı gelişmekte olan ülkelerde merkez bankalarının nispeten sınırlı güvenilirliği tercih etmelerinden dolayı olumsuz sonuçlar doğurabilir.

Öte yandan, döviz kuru bandının benimsenmesi, ekonomik aktörlerin, döviz riski derecesini düşük hesaplamalarına ve sermaye fazlası akışını teşvik etmelerine yol açabilmektedir. Banka yönetimlerinin zayıf olduğu ülkelerde bu tip sermaye akışları yurtiçi borç vermeyi hızlandırabilir ve finansal kırılganlığa neden

<sup>19</sup> Amato, J. D. And Gerlach, S., a.g.e., s. 786.

<sup>20</sup> Oktar, S., a.g.e., s. 22-23.

olan bir mali krize karşı dirençsizliği artıran, ödenmeyen borçların birikmesine sebep olabilir.

Şili, Kolombiya, İsrail ve Polonya merkez bankaları, döviz kuru bandını kullanırlarken enflasyon hedefleme politikası benimsemişlerdir. Döviz kurunu sabitlemek, anti-enflasyonist politika uygulamasında bir adım olmakla birlikte, zamanla bu politika gerçek bir değer artışına neden olmuştur. Bunun sonucunda anti-enflasyonist politikaları devam ettirmek için sabit döviz kuru uygulamasının doğurduğu aşırı sermaye akımlarının üstesinden gelebilmenin yolu döviz kuru esnekliğinin sağlanmasıdır. Bu nedenle döviz kuru bandının aralığı genişletilmektedir. Ancak, esnek döviz kurunun kullanılması, bir taraftan anti-enflasyonist politikaların sürdürülmesi, diğer taraftan da sabit döviz kuru uygulamasında ortaya çıkan rekabet kaybını gidermek için gerekli hale gelmiştir. Sonunda, enflasyon hedefiyle uyumsuzluklar yüzünden döviz kuru hedeflerinden vazgeçilmiştir. Leiderman ve Bufman bu tip uyumsuzlukların, İsrail Bankası'nın enflasyon hedeflemesi stratejisinin bir parçası olarak bir kur bandı kullanıldığı sürece görüldüğünü ileri sürmektedirler<sup>21</sup>.

### 2.2.2. Enflasyon Hedefini Belirleme

Enflasyon hedeflemesinin benimsenmesi, uygun bir fiyat endeksinin seçilmesini ve doğru hedef düzeyinin belirlenmesini gerektirmektedir.

Enflasyon hedefi tanımlanırken hedeflenen enflasyonun uygun bir ölçüm yönteminin saptanması gerekmektedir. Hedeflenen enflasyon ölçümünde en yaygın olarak kullanılan uygulama tüketici fiyat endeksini (TÜFE) baz alan genel ya da çekirdek enflasyonudur<sup>22</sup>.

Gelişmiş ülkeler gibi gelişmekte olan ülkelerde de tüketici fiyat endeksi hedef alınmaktadır. Çünkü TÜFE halk tarafından iyi anlaşılakta, kolayca elde edilebilmekte ve gözden geçirilebilmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerdeki TÜFE sepetleri gelişmiş ülkelerdeki TÜFE sepetlerinden iki noktada ayrılmaktadır. Birincisi, gelişmekte olan ülkelerde yiyecekler gelişmiş ülkelere göre sepetin büyük bir bölümünü oluşturmaktadır. Yiyecek fiyatlarının hava koşullarına duyarlılıkları sonucu çok değişken olmaları nedeniyle gelişmekte olan ülkelerde TÜFE enflasyon hesaplamasında etkisiz kalabilir. İkincisi, gelişmekte olan ülkelerde devletin fiyatlara müdahalesinin yaygın olması nedeniyle fiyat hareketlerinin gerçeği yansıtmamasıdır. Nitekim, tüm fiyat düzeyi üzerinde doğrudan etkisi olan bu fiyat müdahaleleri, enflasyon kontrolünün yetersiz kalmasına ve merkez bankasının güvenilirliğinin zarar görmesine neden olabilmektedir.

Hedeflenen enflasyon ölçümünde kullanılan bir başka değişken de çekirdek enflasyonun dikkate alınmasıdır. TÜFE'deki büyük yiyecek ağırlığı nedeniyle enflasyonun kontrolünde karşılaşılan güçlük merkez bankalarını çekirdek enflasyonu hedef almaya yöneltebilmektedir. Ancak çekirdek enflasyon

<sup>21</sup> Leiderman, L. And Bufman, G., *Inflation Targeting Under a Crawling Band Exchange Regime: Lessons from Israel*. In: Blejer, M., Ize, A., Leone, A., Werlang, S. (Eds), *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Applications to Emerging Market Economies*, IMF, Washington, 2000.

<sup>22</sup> Alparslan, M., Erdönmez, P. A., a.g.e., s. 6.

da bazı sorunlar doğurmaktadır. Yiyecek fiyatları ve müdahaleli fiyatların öneminin azaltıldığı bir çekirdek enflasyon ölçütü gerçek geçim maliyetini tam yansıtamamaktadır. Çekirdek enflasyonun kullanımı ayrıca güvenilirlik problemine yol açabilir. Geçmişte, kayıtlı enflasyonu düşürmek için fiyat endekslerinin gözden geçirildiği izlenimi veren Brezilya'da merkez bankası, bütün çekirdek enflasyon ölçütlerinin, güvenilirliği azaltacağına karar vermiş ve bu yüzden TÜFE'yi hedef almayı seçmiştir. Ayrıca, Polonya merkez bankası da, elde edilebilir bağımsız çekirdek enflasyon ölçütleri olmaması nedeniyle ve bunun güvenilirlik endişelerini artıracakını düşünerek çekirdek enflasyonu hedef almamaya karar vermiştir. Tabii ki, çekirdek enflasyon bir hedef olarak kullanılmaya bile merkez bankası, ekonomik koşulları değerlendirirken ve politika yürütürken ondan yararlanabilir.

Uygun hedef düzeyinin belirlenmesinde ise, bazen gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelerdekinden daha yüksek enflasyon oranları hedeflemeleri gerektiği iddia edilmektedir. Fakat, makul enflasyon düzeylerinin büyüme için negatif sonuçlar doğurabileceğine dair kanıtlar olmasına rağmen, yüksek enflasyon hedefinin büyümeyi destekleyeceğine inanmak için hiçbir neden bulunmamaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelere ortalama olarak daha hızlı bir tempoda büyüdüğü düşünülürse, gelişmiş ülkelerle aynı seviyede bir enflasyon hedefi benimsemek muhtemelen, ticarete konu olan malların fiyatlarında daha küçük yükselmelerle (hatta düşmelerle) döviz kuru artışlarına yol açacağı rahatlıkla ifade edilebilir. Alternatif olarak merkez bankası, ticarete konu olan mallar için uluslararası düzeyde bir fiyat artışı oranı ve nispeten istikrarlı bir nominal döviz kurunu korumak için daha yüksek bir enflasyon hedefi benimsemeyi tercih edebilir. Tahminler Harrod-Balassa-Samuelson etkisinin<sup>23</sup> gelişmekte olan ülkelere %1-2 civarından daha yüksek bir enflasyon hedefini gerektirebileceğini belirtmektedirler<sup>24</sup>.

İstenen düzeyde bir enflasyon hedefi üzerinde etkisi olan bir diğer sorun, nominal faiz oranları üzerindeki sıfır altı çizgisi (zero lower bound, ZLB)'dir. ZLB'nin önemi belirlenirken iki faktör rol oynamaktadır. Birincisi, şokların büyüklüğü olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelere göre daha büyük ekonomik karışıklıklara maruz kaldıkları görülmektedir. Çünkü bu ülkelerdeki merkez bankalarının daha istikrarsız ekonomik koşullarla karşılaşma olasılıkları daha fazla olmaktadır. Bu nedenle, herhangi bir enflasyon oranında, nominal faiz oranlarını sıfırın altına indirmeye daha isteklidirler. İkincisi, denge reel faiz oranıdır. Standart büyüme teorisi, gelişmekte olan ülkelere reel faiz

<sup>23</sup> Bir ülkenin ticarete konu olan mallardaki verimliliği, ticarete konu olmayan mallardaki verimliliğinden daha yüksekse, diğer ülkelerle mukayese edildiğinde bu ülkede fiyat düzeyi daha yüksek olacaktır. Dolayısıyla uluslararası verimlilik farklılıkları nispi uluslararası fiyat düzeyini de etkileyecektir. Bu durum Balassa (1964), Samuelson (1964) ve daha önceden de Harrod (1933) tarafından uluslararası düzeyde Satın Alma Gücü Paritesinden sapmaları açıklamak için kullanılmıştır. Bu durum Harrod-Balassa-Samuelson etkisi olarak isimlendirilir. Daha fazla bilgi için bkz: Obstfeld, M. and Rogoff, K., **Foundations of International Macroeconomics**, Cambridge: The Mit Press, Massachusetts London, England, 1996, s. 210.

<sup>24</sup> Amato, J. D. And Gerlach, S., a.g.e., s. 788.

oranının daha yüksek olduğunu ileri sürmektedir. Belirli bir enflasyon oranında, daha yüksek reel faiz oranları, daha yüksek nominal faiz oranlarını getirirler. Dolayısıyla merkez bankası, ZLB'ye ulaşılmadan önce nominal faiz oranlarını daha fazla düşürmeye çalışacaktır. Buna göre; ZLB'nin öneminin gelişmiş ülkelere oranla gelişmekte olan ülkelerde daha büyük olmadığı söylenebilir<sup>25</sup>.

Özetlemek gerekirse, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedefleri düzeyinin gelişmiş ülkelere göre çok daha farklı olması gerektiğini ileri sürebilmek için çok az somut kanıt olduğu ortaya çıkmaktadır.

### **2.3. Enflasyon Hedeflemesinin Avantaj ve Dezavantajları**

#### **2.3.1. Avantajları**

Enflasyon hedeflemesinin orta dönemli bir para politikası olarak sahip olduğu temel avantajlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Para politikasının uygulanmasında şeffaflığı artırmaktadır.
- Alternatif politikalara, parasal ve döviz kuru hedefleme politikalarına göre daha anlaşılır bir politikadır.
- Merkez bankalarının belirlenen enflasyon hedefine ulaşmaları için güvenilirliklerini ve hesap verilebilirliğini artırmaktadır.
- Para otoritelerinin fiyat istikrarı hedefine ulaşmaları için gerekli tüm bilgiyi kullanmalarını sağlamaktadır.
- Para politikasının ulusal ekonomideki şoklara ağırlık vermesini sağlamaktadır.
- Merkez bankalarının para politikası araçlarını kullanmalarında ve kontrol etmelerinde bağımsız olmalarını sağlamaktadır.
- Para politikasının operasyonel olarak uygulanmasına yardımcı olmaktadır.
- Politika tartışmalarının merkez bankasının para politikası ile gerçekleştirebileceği hususlar üzerinde odaklanmasını sağlamaktadır.

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

#### **2.3.2. Dezavantajları**

Enflasyon hedeflemesi rejiminin avantajları yanında bir takım dezavantajları da bulunmaktadır.

- Çok katı ve tavizsiz olarak uygulanması gerekli olduğundan, gerek merkez bankaları, gerekse hükümetler tarafından zaman zaman uygulamada sapmalar söz konusu olabilir.
- Diğer para politikası rejimleriyle karşılaştırıldığında etkin olmayan bir üretim dengesine yol açmaktadır. Bu durum özellikle önemli arz şoklarında (petrol fiyatındaki ani değişiklikler gibi) kendini göstermektedir.

<sup>25</sup> A.g.e. s. 789.

- Kısa dönemde ekonomik büyümeyi sınırlandırabilir.
- Maliye politikalarının para politikalarına göre üstünlük sağlamasını engelleyemez..
- Rejimin uygulanması için gerekli olan esnek döviz kuru rejimi mali istikrarsızlığa sebep olabilir<sup>26</sup>.

### Sonuç

Gelişmekte olan birçok ülke 1990'dan beri enflasyon hedeflemesi rejimleri uygulamışlar ve bu ülkelerin deneyimlerinden çok şey öğrenilmiştir. Bu deneyimlere karşı kuramsal alanda yapılan değerlendirmeler iki temel sonuç ortaya koymuştur. Birincisi, literatürde önemli rolü olan enflasyon hedeflemesi önkoşullarını sağlayamayan ülkelerde bile başarıyla uygulanmıştır. İkincisi, gelişmekte olan ülkelerin büyük oranda finansal yapılarından dolayı, bu ülkelerde döviz kuru hedeflemesi göreceli olarak daha büyük rol oynayabilmektedir. Enflasyon döneminde enflasyon hedeflemesi döviz kuru hedeflemesi ile birlikte kullanılabilir. Ancak enflasyon sürecine girildiğinde, merkez bankası politikaları enflasyon hedeflemesini genel bir amaç olarak belirleyebilmektedir. Düşük enflasyon seviyesine geçiş geliştirmekte olan ülkelerde, resmi döviz kuru bantları daraltılmış ve daha sonraları bu uygulama terkedilmiştir. Ancak bu konuda günümüzde hala tartışmalar sürse bile, döviz kuru hedeflemesinin ara hedef olarak kullanılmasının birçok olumlu sonuçlar ortaya çıkardığı da görülmektedir.

Sonuç olarak; enflasyon hedeflemesi uygulanabilirlik açısından istek, kararlılık ve sıkı takip gerektiren bir dizi para politikasının birlikte uygulanması ve takibi ile istenilen sonucu verebilecek bir politika olduğu, son yıllardaki uygulamalardan elde edilmiş önemli bir sonuç olarak karşımıza çıkmaktadır.

### KAYNAKÇA

- Alparslan, M., Erdönmez, P. A., *Enflasyon Hedeflemesi*, **Bankacılar Dergisi**, Sayı 35, TBB, Ankara, 2000.
- Amato, J. D. and Gerlach, S., *Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade*, **European Economic Review**, Vol. 46, Issues 4-5, May 2002.
- Cukierman, A., Weeb, S. B. and Neyaptı, B., *Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes*, **The World Bank Economic Review**, Vol. 6, No. 3, 1992.
- Ekonomi Ansiklopedisi**, 1 Numara ve Hearst Yayıncılık – Paymaş Yayınları, İstanbul, 1997.
- Erçel, G., *Enflasyon Hedeflemesi Konulu Konferans, Açış Konuşması*, **T.C.M.B**, Ankara, 2000.
- IMF**, *World Economic Outlook*, May 2001.
- Karasoy, A., Saygılı, M., Yalçın, C., *Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri*, **T.C. Merkez Bankası Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği**, No: 9801, Ankara, 1998.
- Leiderman, L. And Bufman, G., *Inflation Targeting Under a Crawling Band Exchange Regime: Lessons from Israel*. In: *Blejer, M., Ize, A., Leone, A., Werlang, S. (eds), Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Applications to Emerging Market Economies*, **IMF**, Washington, 2000.
- Malatyalı, N. K., *Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği*, DPT Yayınları, Ankara, 1998.

<sup>26</sup> Alparslan, M., Erdönmez, P. A., a.g.e., s. 8-9.

- Mishkin, F. S.(a), *Inflation Targeting in Emergign-Market Countries*, **American Economic Review**, Vol. 90, 2000.
- Mishkin, F. S. and Savastano, M.(b), *Monetary Policy Strategies for Latin America*, **NBER Working Paper** 7617, 2000.
- Obstfeld, M. and Rogoff, K., **Foundations of International Macroeconomics**, Cambridge: The Mit Press, Massachusetts London, England, 1996.
- Oktar, S., **Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı**, Bilim Teknik Yayınları, Ankara, 1998.
- Orphanides, A. and Wieland, V., *Inflation Zone Targeting*, **European Economic Review**, Vol. 44, 2000.
- Svensson, L. E. O., *Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule*, **Journal of Monetary Economics**, Vol. 43, 1999.
- Tokgöz, E., *Merkez Bankalarının Bağımsızlığı*, **Hacettepe Üniversitesi İkt. Ve İdr. Bil. Fak. Dergisi**, Cilt. 113, Ankara, 1995.
- <http://www.econturk.org/Turkiyeekonomisi/bayram.doc>, 23.03.2005.