T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ-MAKRO EKONOMİK PERFORMANS İLİŞKİSİ: GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE BİR İNCELEME

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAKAN GÜNEŞ

ANABİLİM DALI : İKTİSAT
PROGRAMI : İKTİSAT POLİTİKASI

KOCAELİ–2008

T.C.
KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ-MAKRO EKONOMİK PERFORMANS İLİŞKİSİ: GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE BİR İNCELEME

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAKAN GÜNEŞ

ANABİLİM DALI : İKTİSAT
PROGRAMI : İKTİSAT POLİTİKASI

DANIŞMAN: DOÇ. DR. SEYFETTİN ERDOĞAN

KOCAELİ–2008

T.C.

KOCAELİ ÜNİVERSİTESİ* SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ-MAKRO EKONOMİK PERFORMANS İLİŞKİSİ: GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER ÜZERİNE BİR İNCELEME

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Tezi Hazırlayan: HAKAN GÜNEŞ

Tezin Kabul Edildiği Enstitü Kurulu Tarihi ve No: 02.07.2008 ve 2008/19

DOÇ. DR. SEYFETTİN ERDOĞAN

YR. DOÇ. DR. FİGEN BÜYÜKAKIN

YRD. DOÇ. DR. HİLAL BOZKURT

KOCAELİ–2008

İÇİNDEKİLER

Sayfa

ÖZET……...VII
ABSTRACT……...VIII
ÖNSÖZ…….....IX
TABLOLAR VE ŞEKİLLER…..…….....XI
KISALTMALAR…….....XII
GİRİŞ…….....1

BİRİNCİ BÖLÜM

FİYAT İSTİKRARI HEDEFİ: KAVRAMSAL ÇERÇEVE, TEORİK - PRATİK GELİŞMELER VE GÜVENİLİR BİR PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ

1.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE 4

1.1.1. Fiyat İstikrarının Tanımı 4

1.1.2. Rasyonel Göstergenin Belirlenmesi 5

1.2. FİYAT İSTİKRARI HEDEFİNİ ÖNE ÇIKARAN TEORİK -PRATİK GELİŞMELER 9

1.2.1. Para Politikasının Etkilerinin Belirsizliği 9

1.2.2. Phillips Eğrisinin Analizine Yöneltilen Eleştiriler 16

1.2.3. Para Politikasında Güvenilirlik Problemi ve Zaman Tutarsızlığı 20

1.2.4. Enflasyonun Maliyetleri 24

1.3. FİYAT İSTİKRARINI SAĞLAMAYA YÖNELİK GÜVENİLİR BİR PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ 29

1.3.1. Güvenilirliğin Tanımı ve Ölçümü 30

1.3.1.1. Güvenilirliğin Tanımı 30

1.3.1.2. Güvenilirliğin Ölçülmesi 30

1.3.2. Güvenilirliğin Temel Bileşenleri 31

1.3.2.1. Merkez Bankasının Bağımsızlığı 33

1.3.2.2. Kurala Dayalı Politika 39

1.3.2.3. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik 43

1.3.2.4. Maliye Politikasının Disipline Edilmesi 49

İKİNCİ BÖLÜM

FİYAT İSTİKRARI HEDEFİNE YÖNELİK PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI

2.1. DÖVİZ KURU HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ 53

2.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisinin Tanımı ve Temel Bileşenleri 53

2.1.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisinin Tanımı 53

2.1.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisinin Temel Bileşenleri 54

2.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesinin Başlıca Avantajları 55

2.1.2.1. Nominal Çıpa Olarak Enflasyon Beklentilere Yön Vermesi 55

2.1.2.2. Zaman Tutarsızlığı Problemini Önleyebilmesi 56

2.1.2.3. Basit ve Açık Olması 56

2.1.3. Döviz Kuru Hedeflemesine Yöneltilen Eleştiriler 58

2.1.3.1. Bağımsız Bir Para Politikası Uygulanamaması 58

2.1.3.2. Ulusal Paranın Spekülatif Ataklara Açık Hale Gelmesi 59

2.1.3.3. Finansal Kırılganlığı Arttırması ve Krize Neden Olması 60

2.1.3.4. Şeffaflık ve Hesap Verebilirliği Azaltması 61

2.1.4. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi Üzerine Değerlendirme 63

2.2. PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİ 64

2.2.1. Parasal Hedefleme Stratejisinin Tanımı ve Temel Bileşenleri 64

2.2.1.1. Parasal Hedefleme Stratejisinin Tanımı 64

2.2.1.2. Parasal Hedefleme Stratejisinin Temel Bileşenleri 65

2.2.2. Parasal Hedefleme Stratejisinin Başlıca Avantajları 65

2.2.2.1. Bağımsız Para Politikası Uygulayabilme 66

2.2.2.2. Nominal Çıpa Olarak Enflasyon Beklentilerini Azaltması 66

2.2.2.3. Şeffaflık ve Hesap Verebilirliği Sağlaması 67

2.2.3. Parasal Hedefleme Stratejisine Yöneltilen Eleştiriler 68

2.2.3.1. Hedeflenen Parasal Büyüklüklerle Enflasyon Arasındaki İlişkinin Zayıflaması 68

2.2.3.2. Nominal Çıpa Olma Özelliğini Kaybetmesi 69

2.2.3.3. Şeffaflık ve Hesap Verebilirliğin Zayıflaması 70

2.2.4. Parasal Hedefleme Stratejisi Üzerine Değerlendirme 71

2.3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ 72

2.3.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Tanımı ve Temel Bileşenleri 72

2.3.1.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Tanımı 72

2.3.1.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Temel Bileşenleri ve Ön Koşulları 74

2.3.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Başlıca Avantajları 75

2.3.2.1. Para Politikasının Bağımsız Bir Şekilde Uygulanabilmesi ve Esneklik 76

2.3.2.2. Nominal Çıpa Olarak Enflasyon Beklentilere Yön Verebilmesi 77

2.3.2.3. Zaman Tutarsızlığı Problemini Ortadan Kaldırması 77

2.3.2.4. Şeffaflık ve Hesap Verebilirliği Arttırması 78

2.3.2.5. Geniş Veri Seti Değişkenlerine Önem Vermesi 79

2.3.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Yöneltilen Eleştiriler 80

2.3.3.1. Üretim Dalgalanmalarına Neden Olması 80

2.3.3.2. Düşük Ekonomik Büyüme Performansı 80

2.3.3.3. Sinyal Vermede Gecikmelere Neden Olması 82

2.3.3.4. Hesap Verebilirliğin Azalması 82

2.3.4. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Üzerine Değerlendirme 83

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN UYGULAMA ÇERÇEVESİ VE MAKROEKONOMİK PERFORMANSA ETKİSİ

3.1. UYGULAMA ÇERÇEVESİ 87

3.1.1. Fiyat Endeksinin Seçimi 88

3.1.2. Hedefin Sayısal Niteliği 89

3.1.3. Hedef Aralığı Tercihi 90

3.1.4. Hedefleme Süresi 92

3.1.5. Kaçınma Şartlığı 95

3.1.6. Hedefin İlan Edilmesi 96

3.2. GELİŞMEKTE OLAN SEÇİLMİŞ ÜLKE DENEYİMLERİ 97
3.2.1. Şili 97
3.2.2. Brezilya 99
3.2.3. Kolombiya 102
3.2.4. Meksika 104
3.2.5. Türkiye 106
3.3. AMPİRİK ANALİZ 110
3.3.1. Literatür Araştırması 110
3.3.2. Ekonometrik Yöntem 114
3.3.2.1. Regresyon Analizinin Anlamı 114
3.3.2.2. Yapay Bağımsız Değişkenli Regresyon Modeli 117
3.3.2.3. En Küçük Kareler Yöntemi 118
3.3.3. Ekonometrik Model 122
3.3.3.1. Değişkenlerin Belirlenmesi 122
3.3.3.2. Ekonometrik Model 123
3.3.4. Ekonometrik Analiz 124
3.3.4.1. Verilerin Derlenmesi 125
3.3.4.2. Ön Değerlendirme 126
3.3.4.3. Regresyon Analizinin Yapılması 128
3.3.4.4. Regresyon Analizinin Güvenilirliğinin Test Edilmesi 129
3.3.5. Sonuç ve Değerlendirme 134

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME…….....137

KAYNAKLAR…….....144

EKLER……..159

ÖZET

1980'li ve yıllar boyunca gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedeflemenin fiyat istikrarını sağlamadaki başarısızlığı, söz konusu ülkeleri alternatif para politikası stratejisi arayışına yöneltmiştir. Bunun sonucunda ilk olarak 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi, çok sayıda gelişmiş ülkede başarılı bir şekilde uygulanmış, artan cazibesiyle gelişmekte olan ülkelerde de bir alternatif para politikası stratejisi haline gelmiştir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülke sayısının artmasında iki unsur ön plana çıkmaktadır. İlki, bu stratejiyi uygulayan ülkelerde fiyat istikrarını sağlama yolunda önemli başarılar elde edilmiş olmasıdır. Diğeri ise, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde makroekonomik performansın olumlu etkilendiği görüşünün giderek yaygınlaşmasıdır.

Bu bağlamda çalışmamızda, fiyat istikrarı hedefine yönelik para politikası stratejileri karşılaştırarak enflasyon hedeflemesi stratejisinin en güvenilir strateji olduğu tezinin kanıtlanmaya çalışılmış ve enflasyon hedeflemesi stratejisi-makroekonomik performans ilişkisi gelişmekte olan ülkeler üzerinden değerlendirilmiştir.

Çalışmamızın ilk bölümünde, konunun kavramsal çerçevesi ve teorik temelleri ele alınmıştır. İkinci bölümde ise, tezin kanıtlanmasına geçilmiştir. Böylece alternatif para politikası stratejileri, güvenilir bir para politikasında olması gereken merkez bankasının bağımsızlığı, kurala dayalı politika, şeffaflık ve hesap verebilirlik ve maliye politikasının disipline edilmesi hususlara verilen önem üzerinden karşılaştırılmıştır. Ayrıca söz konusu karşılaştırılma yapılırken deneysel kanıtlara yer verilmiştir.

Üçüncü bölümde ise, enflasyon hedeflemesinin uygulama çerçevesi ve seçilmiş gelişmekte olan ülke deneyimleri ele alınmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi-makroekonomik performans ilişkisinin gelişmekte olan ülkeler üzerinden değerlendirilmesinde ise ekonometrik analiz yöntemi kullanılmıştır.

ABSTRACT

The failure of exchange rate targeting and monetary targeting, which provide the price stability, applied in developed and developing countries during 1980's and years has directed them to a search on a strategy of policy. Consequently, inflation targeting strategy, which has firstly begun to implementation in New Zealand in 1990, has been carried out in many developed and developing countries and also it become an alternative strategy on monetary policy in developing countries with its increasing attractiveness.

Two components, which increase the number of country applying the strategy of inflation targeting, take over. The first one is to acquire important successes in the manner of providing the price stability in countries in which this strategy is applied. The other one is increasingly becoming widespread of an idea positively affected by macroeconomic performance in countries applying the strategy of inflation targeting.

In this sense, it is tried to prove a thesis in this study by comparison of strategies monetary policy on the target of price stability that inflation targeting is the most reliable strategy and the relationship of the strategy on inflation targeting-macroeconomic performance has been evaluated in developing countries.

In first chapter of text, the conceptual framework and theoretical fundaments of the study have been considered. The proving of thesis has been skipped over in second chapter. Consequently, the strategy on alternative monetary policy has been deeply compared by central bank independence, rules based on policy, transparency & accountability and disciplined fiscal policy required in reliable monetary policy. Otherwise, experimental proofs have given in addition to related comparison.

In third chapter, the framework of inflation targeting and experiences of selected developing countries have been carried out. An econometric analysis method has been used to evaluate the relationship of inflation targeting – macroeconomic performance.

ÖNSÖZ

İlk olarak 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi, çok sayıda gelişmiş ülkede başarılı bir şekilde uygulanmış, artan cazibesiyle gelişmekte olan ülkelerde de bir alternatif para politikası stratejisi haline gelmiştir. Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülke sayısının giderek artmasında iki unsur ön plana çıkmaktadır. İlki, bu stratejiyi uygulayan ülkelerde fiyat istikrarını sağlama yolunda önemli başarılar elde edilmiş olmasıdır. Diğeri ise, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde makroekonomik performansın olumlu etkilendiği görüşünün giderek yaygınlaşmasıdır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi üzerine yapılan akademik çalışmaların daha çok gelişmiş ülkeler üzerine olduğu görülmektedir. Ayrıca yeni bir uygulama olması nedeniyle bu stratejinin teorik çerçevesinin ele alındığı ve ülkelerde uygulanabilirliğinin sorgulandığı dikkati çekmektedir. Ancak son yıllarda söz konusu çalışmaların enflasyon hedeflemesinin teorik çerçevesinde ziyade makroekonomik performansı üzerine yoğunlaştığı görülmektedir.

Bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin amacı ve odağı "fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Akademik çalışmalar ve para politikası uygulama sonuçlarına bakılacak olursa, parasal otoritenin fiyat istikrarını sağlama amacını gerçekleştirebilmesi ise "güvenilirlik" koşuluna bağlanmıştır. Kaldı ki, para otoritesine güvenin olduğu, fiyat istikrarının sağlandığı ve sürdürüldüğü bir ortamda ekonomik etkinliğin sağlanacağı hususunda çoğumuz hemfikirizdir.

Bu bağlamda çalışmamızda, öncelikle para politikası stratejilerini karşılaştırarak, enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarını sağlamaya yönelik en güvenilir strateji olduğu tezi kanıtlanmaya çalışılmıştır. Daha sonra ise enflasyon hedeflemesi stratejisi-makroekonomik performans ilişkisi gelişmekte olan ülkeler üzerinden değerlendirilmiştir.

Bu çalışmanın gerçekleştirilmesinde, desteğini esirgemeyen, akademik ve sosyal gelişimime bir ağabey edasıyla ışık tutan, değerli hocam Doç. Dr. Seyfettin ERDOĞAN'a teşekkürlerimi sunuyorum. Yine çalışmanın tamamlanmasına, görüş ve önerileriyle değer katan hocalarım, Yrd. Doç. Dr. Figen BÜYÜKAKIN ve Yrd. Doç. Dr. Hilal BOZKURT'a teşekkür ediyorum.

Elbette arkadaşlar unutulmaz. Günün her saatinde kapısı açık olan ve desteğini esirgemeyen sevgili arkadaşım Araş. Gör. Durmuş Çağrı YILDIRIM'a, Araş. Gör. Hakan ATAPEK'e; başta Öğr. Gör. Hasan ÜNLÜ olmak üzere Kocaeli Sağlık Yüksekokulundaki mesai arkadaşlarıma çalışmaya olan katkılarından dolayı teşekkürlerimi sunuyorum.

Sevgili eşim Ebru GÜNEŞ, gerek manevi desteği ve önerileriyle, gerekse varlığıyla sevincimizi katlayan kızımız Zeynep Ceylin'in bakımının çoğunu üstlenerek katkı ve fedakarlıkta bulunmuştur. Yüksek lisansı tamamlama aşamasında maddi ve manevi desteğini esirgemeyen aileme, eşime ve eşimin ailesine şükranlarımı sunuyorum.

TABLOLAR VE ŞEKİLLER

TABLOLAR Sayfa

Tablo 1. Alternatif Döviz Kuru Rejimleri…….. 54

Tablo 2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Uygulama Özellikleri…… 87

Tablo 3. Enflasyon Hedeflemesi Öncesi ve Sonrası Dönemler……. 126

Tablo 4. Enflasyon Hedeflemesi Öncesi ve Sonrası Makroekonomik Göstergeler... 127

Tablo 5. Regresyon Analiz Sonuçları……..... 128

Tablo 6. Tahmin Edilen Parametrelerin Güvenilirlik Testleri ……..... 135

ŞEKİLLER

Şekil 1. Anti Enflasyonist Politikaların Üretim/İstihdam Maliyetleri…… 21

Şekil 2. Regresyon Doğrusu……..……. 115

KISALTMALAR

a.g.e.	: Adı geçen eser
a.g.k.	: Adı geçen kitap
a.g.m.	: Adı geçen makale
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BIS	: Bank for International Settlements
Bkz.	: Bakınız
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
E.K.K.	: En Küçük Kareler
Ed.	: Editör
EMBI	: Emerging Markets Bond Index
ERM	: European Exchange Rate Mechanism
FTSE	: Financial Times and the London Stock Exchange
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	: International Monetary Fund
IPCA	: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
NBER	: National Bureau of Economic Research
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development
p./pp.	: Page/pages
pre	: Previous
post	: Posterior
s./ss.	: Sayfa/sayfalar
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TOBB	: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği

TÜFE : Tüketici Fiyat İndeksi

WP : Working Paper

GİRİŞ

Aktif para politikalarının 1960'lı yıllar boyunca akademisyenlerce desteklenmesi ve politikacılar tarafından da uygulamada kabul görmesi, Phillips eğrisinin enflasyon ile işsizlik oranı arasındaki ters yönlü ilişkinin açıklanması ve bunun bir teori ve politika aracı haline getirilmesiyle başlamıştır. 1970'li yıllarda gelindiğinde ise yaşanmaya başlayan yüksek enflasyon, düşük büyüme oranı ve işsizliğin artması, aktif para politikaları ile ulaşılmak istenen düşük işsizlik ve yüksek büyüme oranı amacının sorgulanmasına neden olmuştur. Bu sorgulama, para politikası ile nelerin yapılabileceği veya nelerin yapılamayacağı üzerine akademik çalışmaları yoğunlaştırmıştır. Böylece para politikasının uzun dönemde sadece fiyatlar genel düzeyini etkileyebileceği görüşü ağırlık kazanmış ve para politikasının öncelikli amacının fiyat istikrarı olması fikri, iktisatçılar ve para politikası uygulayıcıları arasında genel kabul görmeye başlamıştır.

Aktif para politikası deneyimleri, para politikasında zaman tutarsızlığı problemi ve enflasyonun maliyetleri konusunda yapılan çalışmalar akademisyenleri ve para politikası uygulayıcılarını para politikasının birincil amacının "fiyat istikrarını sağlamak" olduğu görüşünde birleştirirken, parasal otoritenin fiyat istikrarını sağlama amacını gerçekleştirebilmesi ise "güvenilirlik" koşuluna bağlanmıştır. Sonuçta aktif para politikaları yerine kurala dayalı para politikaların uygulanmasının gerekliliği ortaya çıkmıştır.

Bu çerçevede, kurala dayalı politika olarak döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, enflasyon hedeflemesi ve nominal gelir hedeflemesi olmak üzere dört alternatif strateji bulunmakta ve söz konusu stratejiler arasından "fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme" amacı gerçekleştirecek en iyi tercihin yapılması gereği ortaya çıkmaktadır.

1980'li ve yıllar boyunca gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanan döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedeflemenin fiyat istikrarını sağlamadaki başarısızlığı, söz konusu ülkeleri alternatif para politikası stratejisi arayışına yöneltmiştir. Bunun sonucunda ilk olarak 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi, çok sayıda gelişmiş ülkede başarılı bir

şekilde uygulanmış, artan cazibesiyle gelişmekte olan ülkelerde de bir alternatif para politikası stratejisi haline gelmiştir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan özellikle gelişmekte olan ülke sayısındaki artışta; stratejiyi uygulayan ülkelerde enflasyon oranının düşmesi, fiyat istikrarını sağlama yolunda önemli başarılar elde edilmesi etkili olmuştur. Bununla birlikte söz konusu artışın bir diğer nedeni ise enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansı olumlu etkilediği görüşünün oluşması ve enflasyon hedeflemesi stratejisine ilişkin ülke deneyimleri üzerine yapılan ekonometrik analiz sonuçlarının bu görüşü destekler nitelikte olmasıdır.

Çalışmamızın amacı, alternatif para politikası stratejileri karşılaştırarak enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarını sağlamaya yönelik en güvenilir strateji olduğu tezinin kanıtlanması ve enflasyon hedeflemesi stratejisi-makroekonomik performans ilişkisinin gelişmekte olan ülkeler üzerinden değerlendirilmesidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarını sağlamaya yönelik en güvenilir strateji olduğu tezinin kanıtlanması ve enflasyon hedeflemesi stratejisi-makroekonomik performans ilişkisinin gelişmekte olan ülkeler üzerinden değerlendirilmesi için üç yöntem kullanılacaktır. Bunlardan ilki, alternatif para politikası stratejilerinin, güvenilir bir para politikasında olması gereken merkez bankasının bağımsızlığı, kurala dayalı politika, şeffaflık ve hesap verebilirlik ve maliye politikasının disipline edilmesi hususlara verilen önemin karşılaştırılmasıdır. İkincisi ise, alternatif para politikası stratejileri karşılaştırılması yapılırken deneysel kanıtlara yer verilmesidir. Üçüncü yöntem ise, enflasyon hedeflemesi stratejisi-makroekonomik performans ilişkisinin gelişmekte olan ülkeler üzerinden değerlendirilmesinde kullanılacak olan ekonometrik yöntemdir.

Çalışmamız üç bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde fiyat istikrarı kavramının ne anlama geldiğine ve içeriğine ilişkin konulara yer verilmekte ve fiyat istikrarı için rasyonel göstergenin ne olacağı ortaya koyulmaya çalışılmaktadır. Devamında aktif para politikalarına getirilen eleştirilere, dolayısıyla para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı olmasına katkı sağlayan teorik ve pratik görüşlere yer verilmektedir. Daha sonra fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi için temel ön koşul olan güvenilir kavramı ve içeriği ele alınarak güvenilir bir para politikası stratejisinin temel bileşenleri oluşturulmaya çalışılmaktadır. Bu bakımdan

güvenilir bir para politikası stratejisinin temel bileşenleri olarak merkez bankasının bağımsızlığı, kurala dayalı politika, şeffaflık ve hesap verebilirlik ve maliye politikasının disipline edilmesi koşulları ve bu koşulların nasıl sağlanacağına yer verilmektedir.

İkinci bölümde, fiyat istikrarı hedefine yönelik para politikası stratejileri olarak enflasyon hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme stratejilerini güvenilir bir para politikasının taşıması gereken nitelikleri çerçevesinde, temel bileşenleri, avantaj ve dezavantajları göz önüne alınarak karşılaştırılmaktadır. Böylece enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilir bir para politikasının temel bileşenlerini taşıdığı ve en güvenilir para politikası stratejisi olduğu kanıtlanmaya çalışılacaktır. Ancak alternatif para politikası stratejilerinin karşılaştırılırken pratikte açık bir şekilde uygulanmadığından örtülü nominal gelir hedeflemesine yer verilmeyecektir.

Üçüncü bölümde, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanma çerçevesi ve seçilmiş gelişmekte olan ülke uygulamaları ele alınmaktadır. Bu bakımdan seçilmiş gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş zamanı, uygulamaya yönelik kurumsal ve yasal düzenlemeleri, enflasyon hedefinin tanımlaması, belirlemesi ve ilan prosedürleri, politika uygulamaları ve sonuçlarına ilişkin ekonomideki birimlerle iletişimlerine yer verilmektedir. Ayrıca söz konusu ülkelerin enflasyon hedeflemesi altında fiyat istikrarını sağlamadaki başarısı ve büyüme performansı değerlendirilmektedir.

Üçüncü bölümün devamında ise, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performans üzerine etkisi ekonometrik yöntemle incelenmektedir. Gelişmekte olan ve enflasyon hedeflemesi uygulayan 10 ülke ile uygulamayan 78 ülkenin hedefleme öncesi ve sonrası enflasyon oranı, enflasyonun standart sapması ile büyüme oranı, büyümenin standart sapması, uygun ekonometrik model yardımıyla ulaşılan sonuçlar üzerinden incelenmektedir. Böylece mevcut örneklem hacmi ve ele alınan dönem itibariyle gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansa etkisi ortaya konulmaya çalışılmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİYAT İSTİKRARI HEDEFİ: KAVRAMSAL ÇERÇEVE, TEORİK - PRATİK GELİŞMELER VE GÜVENİLİR BİR PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ

1970'li yıllarda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde görülmeye başlayan yüksek enflasyon, düşük büyüme oranı ve işsizliğin artması, 1960'lı yıllar boyunca uygulanan aktif para politikalarının sorgulanmasına neden olmuştur. Bu sorgulama ülke uygulamalarından elde edilen kanıtlarla ve teorik-pratik gelişmelerle desteklenmiştir. Böylece aktif para politikası uygulamasının, uzun dönemde sürekli ekonomik büyüme ve istihdam artışına değil de enflasyona neden olduğunu anlaşılmıştır. Sonuç olarak iktisatçılar ve para politikası uygulayıcıları arasında, para politikasının uzun dönemde sadece fiyatlar genel düzeyini etkileyebileceği görüşü ağırlık kazanmış ve para politikasının öncelikli hedefi olarak "fiyat istikrarını sağlama" fikri genel kabul görmeye başlamıştır.[1]

Bu çerçevede, aşağıda öncelikle fiyat istikrarı kavramının ne anlama geldiği ve içeriğine ilişkin konulara değinilecektir. Devamında, para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı olması yönünde katkı sağlayan teorik ve pratik görüşlere yer verilecektir. Daha sonra ise fiyat istikrarı hedefine yönelik güvenilir bir para politikası stratejisinin temel bileşenleri oluşturulmaya çalışılacaktır.

1.1. KAVRAMSAL ÇERÇEVE

1.1.1. Fiyat İstikrarının Tanımı

Fiyat istikrarı genel anlamda, ekonomideki birimlerin ileriye dönük (yatırım, tüketim ve tasarruf gibi) kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder.[2] Öyle ki Alan Blinder'e göre de fiyatların

[1] Frederic S. Mishkin and Adam S. Posen , "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries," **NBER Working Paper Series**, No: 6126, August 1997, pp. 3-4.
[2] Alan Greenspan, "Opening Remarks," **Achieving Price Stability**, The Federal Reserve Bank of Cansas City Publications, 1996, p. 1., http://www.kc.frb.org/Publicat/sympos/1996/pdf/s96green.pdf, 01Mart 2007.

istikrarlı sayıldığı bu oran, artık insanların günlük yaşamlarında enflasyon oranlarının ne olacağı hususunu konuşmayı bıraktıkları orandır.[3]

Fiyat istikrarının ne anlama geldiği konusunda yukarıda yapmış olduğumuz iki tanım üzerinde genel bir kanı oluşmuş olsa da, fiyatların istikrarlı sayıldığı enflasyon oranının hangi oran veya düzey olduğu konusunda tartışmalar devam etmekte ve bazı görüş ayrılıklarının olduğu bilinmektedir. Bu bakımdan fiyat istikrarının gerçekleştiğini anlamak için rasyonel göstergenin ne olacağı önemli olmaktadır.

1.1.2. Rasyonel Göstergenin Belirlenmesi

Fiyat istikrarının gerçekleştiğini anlamak için hem teorik hem de uygulama esasında bazı görüş ayrılıklarının olduğu bilinse de fiyat istikrarı denildiğinde "sıfır enflasyon oranı" değil de "düşük ve istikrarlı enflasyon oranı" anlamı ortaya koyulmaktadır. Aşağıda fiyat istikrarı denildiğinde niçin "düşük ve istikrarlı enflasyon oranı" anlaşıldığına ilişkin tartışmalara değinilecektir. Söz konusu tartışma literatürde; fiyat endekslerindeki ölçüm hataları ve fiyatlardaki aşırı istikrarın deflasyon riski çerçevesinde devam etmektedir.

i. Fiyat Endekslerindeki Ölçüm Hataları

Teorik olarak yaklaşıldığında, sıfır enflasyonun fiyat istikrarına eşdeğer tutulması söz konusu iken uygulamada ise, fiyat istikrarı kavramını, ölçüm ve nominal katılıklar gibi faktörler etkilemekte, dolayısıyla sıfır enflasyon değil de pozitif ama küçük enflasyon oranının benimsenmesine neden olmaktadır. Bunlardan ilki, tüketici fiyat endeksinin hesaplanmasına duyulan önyargıdır. Bu ön yargı; yeni ürünlerin piyasaya sunulması, mevcut malların farklılaştırılması ve buna bağlı olarak tüketicilerin tüketim harcamalarının değişiklik göstermesi nispi fiyat değişimlerine yol açmaktadır. Öyle ki bu değişimlerin, istatistik kurumlarınca yeterli ve doğru bir şekilde ölçülmesi ve istatistiksel verilere eklenmesi oldukça güçtür. Örneğin ABD'de Tavsiye Komisyonu (1996) tarafından yapılmış olan bir araştırmada, tüketici fiyat endeksindeki sapmanın %1 civarında; Yeni Zelanda'da Rae, Lloyd and Fung (1992)

[3] Alan Blinder, "What Cenral Bankers Could Learn from Academics-and Vice Versa," **Journal of Ecomomic Perspectives**, Vol. 11, No. 2, Spring 1997, p. 4.

tarafından yapılmış olan araştırmada ise tüketici fiyat endeksindeki sapmanın %0,5'e yakın olduğunu sonucuna varılmıştır[4].

ii. Fiyatlardaki Aşırı İstikrar: Deflâsyon Riski

Merkez bankalarının sıfır enflasyon değil de pozitif ama küçük enflasyon oranının benimsemesinin diğer bir nedeni ise, ücret ve fiyatların aşağı doğru esnek olmamaları yani katı olmaları gösterilmektedir. Yani fiyat ve ücret ayarlamalarının gerekliliği pozitif ama küçük enflasyon oranına izin vermesidir. Bu bağlamda daha önemli diğer neden ise, enflasyon hedefinin sıfır olmasının, reel faizlerin negatif olmaması koşulu ile nominal faizleri sıfıra yakın bir düzeye düşürmesi sonucunda ekonomide deflasyon riskine neden olmasıdır[5].

Enflasyon hedefinin sıfır ve sıfıra yakın olması ekonomide deflasyona neden olması bağlamında gösterilebilecek en önemli örnek, 1930 Büyük Bunalımında ve gününüzde Japonya'da yaşananlar gibi finansal sistemin zayıflaması ve bunun sonucunda ekonomilerin daralmasıdır. İşte bu nedenle enflasyon hedefinin sıfırın üzerinde ve düşük oranlı tutulması deflasyon riskini azaltacaktır. Ayrıca enflasyon hedefinin sıfırın üzerinde ve düşük oranlı tutulması, enflasyon beklentilerinde çıpa olma özelliğini kaybettirmeyeceği gibi merkez bankasının güvenilirliğini de zedelemeyecektir[6].

Enflasyon hedefinin sıfırın üzerinde ve düşük oranlı tutulmasına gösterilebilecek diğer bir neden ise, enflasyon olgusunun; arz şokları, siyasal istikrarsızlık, doğal afet vb. gibi dışsal faktörlerden etkilenmesidir. Merkez bankasının enflasyon hedefi "sıfır" dahi olsa, bu hedefi yakalaması dışsal faktörlerin sabit kaldığı varsayımı altında geçerli olacaktır.

Sonuç olarak literatürdeki tartışmalara ve para politikası uygulamalarına bakıldığında fiyat istikrarı ile "düşük ve istikrarlı enflasyon oranı" anlaşılmakta[7];

---

[4] Guy Debelle, "Inflation Targeting in Practice," **IMF Working Paper**, No:97/35, March 1997, pp. 11-12.
[5] Debelle, a.g.m., pp. 11-12.
[6] Frederic S. Mishkin, "What Should Central Banks Do?" **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, Vol. 82, No.6, November/December 2000, p. 8.
[7] Lars E. O. Svensson, "Price Stabilty as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stabilty," **NBER Working Paper Series**, No:7276, August 1999, p. 4. ve Mishkin, "**What Should Central Banks Do?**" p. 2.

fiyatların istikrarlı sayıldığı söz konusu oranın sayısal niteliğinin ise, %1-3 arasında düşük bir enflasyon oranı olduğu yönünde görüş birliği bulunmaktadır.[8] Ancak gelişmekte olan ülkelerin ekonomik koşulları nedeniyle, enflasyonu %1-3 gibi düşük düzeye indirmeye çalışmak önemli üretim/hasıla maliyetlerine yol açabilmektedir. Bu nedenle literatürde, söz konusu ülkelerin enflasyon oranının %4-8 arası bir düzeye indirilmesi halinde fiyat istikrarı amacına ulaşılacağı kabul edilmektedir[9].

iii. Rasyonel Gösterge: Fiyat Düzeyi Hedefi-Enflasyon Oranı Hedefi

Fiyat istikrarı denildiğinde niçin "düşük ve istikrarlı enflasyon oranı" anlamının ortaya koyulmasıyla, fiyat istikrarının için rasyonel göstergenin niçin fiyat düzeyi hedefi değil de enflasyon oranı hedefi olduğu yakından ilişkilidir. Literatürde fiyat düzeyi mi veya enflasyon oranının mı daha iyi bir gösterge olduğu konusunda görüş ayrılıkları olsa da her iki göstergeden de amaçlanan fiyat istikrarının sağlanıp sağlanmadığının ölçülmesidir. Aşağıda her iki göstergenin ne anlama geldiğine karşılaştırmalı olarak değinilecektir.

Fiyat düzeyi hedeflemesinde para politikasının uzun dönem temel amacının fiyat düzeyi hedefi olduğu kabul edilmekte ve hedef sabit bir fiyat olarak belirlenmektedir. Bu nedenle fiyat düzeyi hedeflemesi, uzun dönem fiyat düzeyinde bir sapma olduğunda, bu sapmayı önlemek için sistematik olarak tepki vermeye dayalı bir politikadır. Enflasyon oranı hedeflemesi ise, para politikasının uzun dönem temel amacının önceden belirlenen enflasyon hedefi olduğu kabul edilmektedir[10]. Her iki hedefle amaçlanan fiyat istikrarının sağlanması olsa da aralarında hem anlam hem de neticeleri açısından farklılıklar bulunmaktadır.

Bu iki hedefleme türünün birbirlerine göre avantaj ve dezavantajları vardır. Fiyat düzeyi hedeflemesi tercih edildiğinde, fiyat düzeyine ilişkin tahminlerin uzun sürelere yayılmasından oluşan belirsizlikleri azaltması özellikle uzun vadeli nominal sözleşmelerde ve dönemler arası karar alma sürecinde yararlı olabilmektedir[11]. Yine

[8] Stanley Fischer, 'Maintaining Price Stability', **Finance & Development**, Vol: 33, No: 4, December 1996, p. 37. ve Ben S. Bernanke and Frederic Mishkin, " Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy," **NBER Working Paper Series**, No:5893, January 1997, p. 2.
[9] Tahir Büyükakın, "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme," **İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi**, 2001, s. 200.
[10] Ekrem Gül, Aykut Ekinci, Arif Argun Gürbüz, **Enflasyonla Mücadelede Enflasyon Hedeflemesi**, Ankara, Ekin Yayınevi, 2006, ss. 56-57.
[11] Bernanke and Mishkin, a.g.m., p. 3.

fiyat düzeyinin hedeflenmesi halinde ekonomi üzerinde meydana gelecek beklenmeyen şokların olumsuz etkilerini telafi etme yoluna gidileceğinden uzun dönemde enflasyon tahminlerindeki değişkenliği azaltacaktır. Böylece fiyat düzeyi hedeflemesi uygulayan bir merkez bankası, enflasyon oranı hedeflemesine göre daha az üretim değişikliğine sebebiyet verecektir[12].

Ancak Svensson(1997)'a göre, fiyat düzeyi hedeflemesinde merkez bankası, fiyat düzeyinin hedeflenen düzeyden sapması halinde ekonomi üzerinde meydana getirdiği güven kaybını telafi etmek için fiyat düzeyini hedeflenen düzeye çekme çabasına girebilmektedir. Böyle bir durumda ekonomide deflasyonist (negatif enflasyon) sonuçlar ortaya çıkacaktır[13]. Mishkin(2000) ise oluşacak deflasyonist ortamın ülke ekonomisinde finansal istikrarsızlığa neden olacağını vurgulamış ve hedeflemenin sıfırdan büyük bir enflasyon oranı üzerinden yapılması halinde deflasyon riskinin azalacağını belirtmiştir. Kaldı ki bu bakımdan ele alındığında, oluşacak deflasyonist ortamın, ülke ekonomisini finansal istikrarsızlığa sürükleyen başlıca neden olduğunu birçok deneyim ortaya koymuştur[14].

Enflasyon oranı hedeflemesinde ise ekonomi üzerinde meydana gelecek beklenmeyen şokların olumsuz etkilerini telafi etme uğraşının olmaması uzun dönemde fiyat düzeyinin ne olacağı konusunda belirsizlikleri arttırmaktadır. Bu belirsizlikler, uzun vadeli sözleşmeleri ve karar alma sürecini olumsuz etkilemekte dolayısıyla ekonominin etkinliğini azaltabilmektedir.[15] Ancak enflasyon oranının hedeflenmesinde merkez bankası, hedeflenen enflasyon oranını gerçekleştiremezse bir sonraki dönemde gerekli önlemleri alarak (dönem içindeki revizyonlarla birlikte) hedefi tutturmaya çalışmaktadır.[16] Fiyat düzeyi hedeflemesi ise fiyat düzeyine ilişkin tahminlerin uzun sürelere yayılmasından oluşan belirsizlikleri azaltmakta, özellikle uzun vadeli nominal sözleşmelerde ve dönemler arası karar alma sürecinde yararlı

---

[12] Lars E. O. Svensson, " Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: A Free Lunch?," **Institute for International Economic Studies**, Stockholm University, August 1997, pp. 1-2. http://www.princeton.edu/svensson/, 22 Mart 2007.

[13] Svensson, " **Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: A Free Lunch?**," p. 18. ve Thoraninn G. Petursson, "Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary Policy?,"**Central Bank of Iceland Monetary Bulletin**, 2000/1, pp. 41-42.

[14] Mishkin, "**What Should Central Banks Do?**" p. 8.

[15] Bernanke and Mishkin, a.g.m., p. 3.

[16] Svensson, "**Price Stabilty as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stabilty**," p. 4.

olabilmektedir[17]. Bu açıdan bakıldığında fiyat düzeyi hedeflemesi daha avantajlı görülmektedir.

Ancak yukarıda ele aldığımız karşılaştırmalar sonunda fiyat düzeyi ile enflasyon oranı arasında yapılacak seçim, deflasyon riskinin ekonomide oluşturacağı sonuçlar bakımından ele alındığında fiyat düzeyi hedefinin tercih edilmemesi yönündedir. Kaldı ki ülke uygulamalarına bakıldığında hedefleme türü olarak, çoğunlukla "enflasyon oranı"'nın tercih edildiği görülmektedir[18].

1.2. FİYAT İSTİKRARI HEDEFİNİ ÖNE ÇIKARAN TEORİK -PRATİK GELİŞMELER

Para politikasının öncelikli amacının fiyat istikrarı olması fikrinin, iktisatçılar ve para politikası uygulayıcıları arasında genel kabul görmeye başlaması, aktif para politikalara getirilen dört temel eleştiriye dayandırılmaktadır[19]. Bunlar,

1. Para Politikasının Etkilerinin Belirsizliği
2. Phillips Eğrisinin Analizine Yöneltilen Eleştiriler
3. Para Politikasında Zaman Tutarsızlığı Problemi
4. Enflasyonun Maliyetleri

Söz konusu eleştiriler, aşağıda ayrı ayrı ele alınacaktır.

1.2.1. Para Politikasının Etkilerinin Belirsizliği

Aktif para politikalarının etkilerine ilişkin ilk ve önemli eleştiri Milton Friedman tarafından gelmiştir. Friedman'a göre makro ekonomik politikaların, özelliklede para politikasının, genel ekonomi üzerindeki etkilerinin uzun ve değişken bir süreyle ortaya çıkmaktadır ve etkileri belirsizdir[20]. Bu bağlamda Friedman'ın 1970 yılında yayınlanan "The Counter-Revolution in Monetary Theory" adlı

[17] Bernanke and Mishkin, a.g.m., p. 3.
[18] Stephen G. Cecchetti, "Central Bank Policy Rules: Conceptual Issues and Pratical Considerations," **NBER Working Paper Series**, No.6306, December 1997, p. 3. ve Büyükakın, a.g.e., s. 13.
[19] Mishkin and Posen , a.g.m., pp. 3-4. ve Seyfettin Erdoğan, "Enflasyon Hedeflemesi Başarılı Bir Para Politikası Stratejisi Mi?" **Finans, Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı 485, 2004, s. 21.
[20] Frederic S. Mishkin ,"Strategies for Controlling Inflation," **NBER Working Paper Series**, No:6122, August 1997, p. 3.

çalışmasında, paranın ekonomiyi nasıl etkilediğine ilişkin on bir temel önerme ortaya koyulmuştur. Söz konusu önermeler aşağıya özetlenmiştir[21].

1. Para miktarının büyüme oranı ile nominal gelirin büyüme oranı arasında kesin olmasa da tutarlı bir ilişki vardır.

2. Bu ilişki açık değildir. Parasal büyüme ve nominal gelirin büyümesi arasında bir gecikme vardır ve söz konusu gecikme değişken süreli olabilmektedir.

3. Bununla birlikte, ortalama olarak, parasal büyüme ve nominal gelir büyümesi arasındaki gecikme, 6 ile 9 ay arasındadır.

4. Nominal gelir büyüme oranında meydana gelen bir değişiklik, ilk olarak hasıla üzerinde kendini gösterirken, fiyatlar genel düzeyi ise neredeyse hiç etkilenmemektedir.

5. Fiyatlar genel düzeyindeki etki, gelir ve hasıla üzerindeki etkiden yaklaşık 6 ile 9 ay sonra meydana gelir ki, böylece parasal büyümedeki değişikliğin enflasyon oranını etkilemesi yaklaşık 12 ile 18 ay arasında gecikmeyle gerçekleşir.

6. Bu gecikmeler hesaba katılsa bile, iki değişken arasında belirlenen etkileşim mükemmel değildir.

7. Parasal büyüme kısa dönemde hasılayı etkilese bile, uzun dönemde hasılanın nasıl etkileneceği ise, girişimcilik, yaratıcılık, insanların çalışkanlığı; ekonominin tasarruf boyutu; endüstri ve hükümetin yapısı; uluslar arası ilişkiler gibi reel faktörlere bağlıdır.

8. Enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur ve bu olgu, sadece hasıla miktarındaki artıştan daha fazla bir parasal artış olduğunda ortaya çıkmaktadır. Bununla birlikte fiyat artışının birçok kaynağı vardır.

9. Kamu harcamalarının enflasyonist etkisinin olup olmayacağı, bu harcamaların finansman yöntemine bağlıdır. Para basma ve mevduat oluşturma yolu ile

[21] Milton Friedman, "The Counter-Revelution in Monetary Theory," **Institute of Economic Affairs Occasional Paper**, No.33,1970, pp. 22-25.

finansman enflasyonist; vergi ve borçlanma yoluyla finansman ise enflasyonist değildir.

10. Parasal genişleme durumunda, başlangıçta kısa dönemli faiz oranları düşerken, diğer tüm varlıkların fiyatları artmaktadır. Varlık fiyatlarının artması, yeni varlık fiyatlarının üretimini ve cari hizmetlere yönelik harcamaları teşvik edecektir.

11. Parasal genişleme kısa dönemde faiz oranlarını düşürürken uzun dönemde faiz oranlarını arttırıcı etkisi ortaya çıkmaktadır. Bunun nedeni düşen faiz oranlarının harcamaları arttıracağı ve enflasyona yol açacağı için aynı zamanda borçlanma talebinin artırması sonucu oluşacak faiz oranlarını yükseltici etkisinin ortaya çıkmasıdır.

Bu önermelerin ilk altısı, parasal bir genişleme veya daralma söz konusu olduğunda ekonomideki dinamikler üzerine paranın aktarım mekanizmasının işleyişini ortaya koymaktadır. Bu önermelerle ortaya koyulan işleyiş, günümüz modern araştırmalarla da ulaşılan ve kabul edilen sonuçları özetlemektedir. Paranın kısa dönemde reel hasıla üzerine etkisi olduğu ancak uzun dönemde ise hasıla artışlarının girişimcilik ve tasarruf gibi reel faktörlere bağlı olduğu ortaya koyan yedinci önerme, hem teorik hem de politik açıdan özellikle önemlidir. Çünkü bir çok ekonomist tarafından kabul edilmekte olan bu önermede, paranın reel hasıla üzerine uzun dönem etkisinin olmadığı vurgulanmıştır. Bu vurgulama teknik bir ifadeyle yapılacak olursa, para politikasının uzun dönemde Phillips eğrisi ile açıklanan enflasyonla işsizlik arasındaki ilişkiyi kötüleştirdiği ve ortadan kaldırdığı ifade edilmiştir. Daha açık bir ifadeyle ise, para politikaları ile ulaşılmak istenen düşük işsizlik ve yüksek büyüme oranı amacının, uzun dönem etkileri göz önüne alındığında, sadece yanlış olmakla kalmayıp oldukça zararlı sonuçlar ortaya çıkardığı üzerinedir. Öyle ki Büyük Depresyon ardından 1970'li yıllarda yaşanan Yüksek Enflasyonlu durgunluğun nedeni uzun dönem etkileri göz ardı edilerek uygulanan para politikasıdır[22].

Sekizinci önermede ise, enflasyonun "her zaman ve her yerde parasal bir olgu" olduğunu ifade edilmiş ve sadece hasıla miktarındaki artıştan daha fazla bir

[22] Ben S. Bernanke, "The İnfluence of Milton Friedman's Monetary Framework on Contemporary Monetary Theory and Practice", **BIS Review**, 45/2003, p. 2.

parasal artış olduğunda ortaya çıkacağı vurgulanmıştır. Bununla birlikte parasal olmayan bazı faktörler ise (örneğin maliyetlerdeki artış), fiyatlar genel düzeyini veya özel fiyatları geçici bir süre etkileyebilmektedir. Bu durumda, ekonomideki para miktarı değişmedikçe insanların satın alma gücü artmayacak ve değişen sadece nispi fiyatlar olacaktır. Maliyetlerdeki artış, ancak onları finanse etmek için para yaratılırsa enflasyona neden olacaktır. Dokuzuncu önerme de ise, enflasyonist olabilecek kamu kesimi finansman yöntemi ifade edilmektedir. Friedman'a göre, enflasyonu genellikle kamu kesimi bazı hedefleri gerçekleştirmek için kullanmaktadır. Bunlardan ilki, kamu iç borcunun kısmen karşılanması için beklenmedik bir enflasyon yaratarak devletin bazı gelirler (Enflasyon Vergisi, Senyoraj Gelirleri) elde etmesidir. Bir diğeri ise, beklenmedik bir enflasyon yaratarak işsizliğin önlenmesi, üretimin arttırılmasıdır. Ancak Friedman enflasyonla sağlanan kazançların hepsinin geçici olacağını ve uzun dönemde ise topluma maliyetlerinin kazançlarını aşacağını vurgulamaktadır[23].

Friedman yukarıda özetlediğimiz önermelerle, para politikası ile nelerin yapılabileceği veya nelerin yapılamayacağı ortaya koymaya çalışmıştır. Bunun sonucunda para politikasının aşağıda yer alan üç görevi yerine getirmesi gerektiği veya getirebileceği ortaya çıkmaktadır[24].

1. Paranın ekonomik rahatsızlıkların başlıca kaynağı olmasını engellemek;
2. Ekonomi için istikrarlı bir zemin sağlamak;
3. Bütçe açıkları ve kamu iç borcu gibi faktörlerin ekonomik sistemde yol açtığı sorunları, açık ve mevcut bir tehlike arz etmeleri koşuluyla çözümlemektir.

Yine Friedman yukarıda sözü edilen görevleri yerine getirecek olan para politikasının uygulanmasında iki koşula dikkat edilmesi gerektiğini vurgulamıştır[25].

1. Para otoriteleri, döviz kurları, fiyat düzeyi ve dar ya da geniş para miktarı gibi kontrol edebilecekleri büyüklükleri seçmelidirler.

---

[23] Gülsün Gürkan Yay, "Chicago Okulu, Milton Friedman ve Monetarizm," **Liberal Düşünce**, 2001 Güz, 6(24), s. 204.
[24] Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy," **American Economic Review**, Vol.58, No.1, March 1968, pp.12-14.
[25] Friedman, "**The Role of Monetary Policy**," pp.14-15.

2. Para otoriteleri, para arzının sabit bir oranda büyümesi hedefini benimsemelidir. Böylece para otoritesi para politikası uygulamalarında keskin dönüşlerden kaçınmalıdırlar. Bu nokta da açıklanmış ve bilinen bir parasal büyüme oranı, büyüme oranının kaç olacağından daha önemli olmaktadır[26].

Keynesyen görüşle uygulama alanı bulan aktif para politikalarına getirilen eleştiriler; başlangıçta Monetarist olmak üzere Yeni Klasik iktisatçıların ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini analizlere dâhil etmesiyle daha da güçlendirilmiştir. Böylece aktif para politikalarının yarardan çok zarar getireceği görüşü iyice yaygınlık kazanmıştır. Aşağıda enflasyon beklentilerinin analizlere dahil edildiği Uyumcu Beklentiler Hipotezi ve Rasyonel Beklentiler Hipotezi ile aktif para politikalara getirilen eleştirilere değinilecektir.

i. Uyumcu Beklentiler Hipotezi

Enflasyon beklentilerin analizlere dahil edilmesi ilk olarak Milton Friedman (1968)'ın tarafından modellenen "Uyumcu Beklentiler Hipotezi" çerçevesinde başlamıştır[27]. Buna göre ekonomideki birimler mevcut döneme (t) ait beklentilerini, geçmiş dönemin (t-i) tecrübelerinden hareketle oluşturmaktadırlar. Dolayısıyla mevcut dönemde beklenen enflasyon oranı, geçmiş dönemde beklenen enflasyon oranı ile geçmiş dönemde gerçekleşen enflasyon oranının ağırlıklı ortalaması olmaktadır. Bu durumda geçmiş dönem değişkenlerine ait veriler, beklentilere yavaş bir şekilde yansıtılacaktır. Örneğin, geçmiş dönemde enflasyon %5'lik bir orana sabitlenmişse, geleceğe ait enflasyon beklentisi de %5 oranında oluşmuş olacaktır. Ancak gerçekleşen enflasyon %10 olursa, mevcut dönem enflasyon beklentisi, ilk yıl %6, ikinci yıl %7 şeklinde yavaş bir şekilde %10 düzeyine uyarlanacaktır[28]. Buradan da anlaşılacağı üzere, uyumcu beklentilere sahip olduğu ileri sürülen ekonomideki birimlerin enflasyon beklentilerinin oluşumuna ilişkin tahminlerini yaparken geçmiş döneme ait değişkenleri göz önüne alması, enflasyon oranının arttığı bir ortamda tahmin edilen enflasyonun gerçekleşen enflasyonun altında olmasına yol açacaktır.

[26] Büyükakın, a.g.e., ss. 14-15.
[27] Edward M.Gramlich, "Monetary and Fiscal Policies," **Proceedings of the Academy of Political Science**, Vol.33, No.3, 1979, p.135. ve Yay, a.g.m., s. 201.
[28] Mishkin S. Frederic, **The Economics of Money, Banking, and Financial Market**, Harper Collins Publishers, 1992, p. 695.

Bu şekilde tahmin edilen enflasyonun, gerçekleşen enflasyonun altında olması, ekonomideki firma ve işçilerin üretim ve tüketim kararlarını alırken sadece kısa dönemde yanılgıya düşecekleri ve para arzı artışı sonucunda reel etkilerin ortaya çıkacağı anlamına gelmektedir. Ancak uzun dönemde firma ve işçiler bu yanılgılarını üretim ve tüketim kararlarına yansıtarak telafi edecektir. Böylece beklenenden fazla para arzı artışı sonucu oluşan kısa dönem etkileri ortadan kalkacak ve uzun dönemde firma ve işçiler, daha yüksek bir fiyat düzeyinden üretim ve tüketimlerini gerçekleştirmeye devam edeceklerdir[29].

Böylece, uyumcu beklentilere sahip firma ve işçilerin beklentilerinde yanılgıya düştüklerinde, yeni durumu, yavaş bir şekilde beklentilerine uyarladıklarını anlaşılmakta ve uyumcu beklentilere sahip bireylerin fiyat düzeyine ilişkin yanılgılarını tekrarlayabildikleri anlamına gelmektedir.

Halbuki firma ve işçilerin beklentilerini oluştururken sadece geçmiş dönem bilgilerini kullandıklarını varsayması ile fiyat düzeyine ilişkin yanılgılarını tekrarlamaları, uyumcu beklentiler hipotezinin rasyonel olmadığını göstermektedir[30]. Oysa firma ve işçilerin üretim ve tüketim kararları alırken rasyonel davrandıkları kabul edilen ekonomik birimlerin, beklentilerini oluştururken de bu rasyonel davranış prensibine uygun hareket ettikleri kabul edilmelidir[31].

ii. Rasyonel Beklentiler Hipotezi

Rasyonel beklentiler teorisi ilk olarak 1961 yılında John Muth' un "Rasyonel Beklentiler ve Fiyat Hareketleri Teorisi" adıyla yayınlamış olduğu makalesi ile ortaya çıkmıştır. Bu çalışmada enflasyonist dönemlerde ekonomik birimlerin "uyumcu beklentiler"'den ziyade, "rasyonel beklentiler"'e sahip olduğu açıklamıştır[32]. Söz konusu hipotez sonraki yıllarda R. Lucas, T. Sargent ve N.

[29] Robert J. Gordon, **Macroeconomics**, Fifty Edition Harper Collins Publishers, 1990, pp. 195-198.
[30] David C. Colander, **Macroeconomics**, Third Edition Irvin McGraw-Hill Publishers, 1997, p. 359.
[31] Büyükakın, a.g.e., ss. 14-15.
[32] Mishkin,**The Economics of Money, Banking, and Financial Market**, p. 695. ve Thomas J. Sargent," **Rational Expectations**," http://www.econlib.org/library/Enc/RationalExpectations.html, 08 Ocak 2008.

Wallace gibi Yeni Klasik İktisatçıların teorik ve ampirik katkılarıyla daha da güçlendirilmiş ve rasyonel beklentiler üzerine önemli çalışmalar yayınlamışlardır[33].

Rasyonel beklentiler hipotezi ile biraz daha ileri gidilerek ekonomideki ajanların beklentileri oluştururken cari dönemdeki politika değişikliklerine önem vermeyip sadece geçmiş dönem bilgilerini kullandıklarını varsayan "uyumcu beklentiler hipotezinin" eksikliği giderilmiştir. Rasyonel beklentiler hipotezine göre; ekonomideki ajanlar beklentilerini; geçmiş, cari ve gelecek döneme ait ulaşabileceği tüm bilgileri kullanarak oluşturmaktadır[34]. Yani rasyonel bireyler beklentilerini oluştururken ekonomik değişkenlere ilişkin göstergeleri yakından izlerler ve bu değişkenlere ait elde edebileceği tüm bilgileri kullanırlar. Böylece ekonomideki birimler ekonomik değişkenleri doğru olarak tahmin ederek ve beklentilerinde yanılmazlar[35].

Bu hipotez, rasyonel bireylerin hiç hata yapmayacakları değil, aynı tür hatayı gerekli bilgiye sahip oldukları sürece uzun süre tekrarlamayacaklarını ileri sürmektedir. Buna göre rasyonel bireyler herhangi bir yanılgıya düştüklerinde, beklentilerini yeni duruma göre hızlı bir şekilde değiştireceklerdir[36]. Yani beklentileri rasyonel olan ekonomik birimler sistematik hata yapmayacaklardır[37]. Böylece koşullarda değişiklik olsa dahi bireyler doğru tahmin yapabilecek, tahmin edilen ve gerçekleşen enflasyon birbirini karşılayabilecektir.

Aslında tahmin edilen ve gerçekleşen enflasyonun birbirine eşit olması, rasyonel bireylerin beklentilerinde yanılmayacaklarını ifade etse de; beklentilere ilişkin sistematik olmayan yanılgılar ise ancak bireylerin ekonomik değişkenlere ilişkin tahminlerinde "bilgi problemi"'nin olması durumunda söz konusu olmaktadır. Lucas'ın (1972) "ada hikayesi" örneğinde ele aldığı gibi firma ve işçilerin karşılıklı ticaret yaptığı bir dizi ada vardır. Ada içinde fiyat düzeyine ilişkin bilgi alışverişi ve haberleşme tam iken; adalar arası eksiktir. Bu durumda, herhangi bir adada fiyatlarda

[33] Michael C. Lovell, "Test of Rational Expectations Hypothesis," **The American Economic Review**, Vol 76, No.1, March 1986, p. 110.
[34] Gordon, a.g.k., p. 197. ve Mishkin, **The Economics of Money, Banking, and Financial Market**, pp. 695-696.
[35] John A. Muth, "Rational Expectations and the Theory of Price Movements." **Econometrica,** Vol 29, No. 6 ,1961, pp. 316-317.
[36] Sargent, a.g.m.,
[37] Kevin D. Hoover, "Two Types of Monetarism,"**Journal of Economic Literature**, Vol. 22, No.1, March 1984, p. 59.

nominal artış (parasal genişleme ile) söz konusu olduğunda, adalar arası bilgi alışverişinin eksik olması; söz konusu artışların diğer adalar da reel artışlar olarak algılanmasına, üretim ve tüketim kararlarının buna göre belirlemesine neden olmaktadır. İşte bireylerin ekonomik değişkenlere ilişkin "eksik bilgilenme" ile aldıkları üretim ve tüketim kararları sonucunda, ekonomide (adaların tümünde) dalgalanmalar baş gösterecektir[38].

Ada hikayesi örneğinden de anlaşılacağı üzere, ekonomideki birimlerin üretim ve tüketim kararlarını alırken yanılgıya düşmeleri "bilgi eksikliği" nedeniyle oluşan, sadece öngörülmeyen para ve maliye politikası sonucu oluşacak parasal sürpriz ile mümkündür. Bu şekilde oluşacak parasal genişlenin ekonominin reel değişkenleri üzerine etkisi olacaktır. Ancak politikaların öngörülmesi halinde (bilgi eksikliğinin olmadığı durumda) ise kısa dönemde dahi ekonominin reel değişkenleri üzerine etkisi olmayacak, tahmin edilen ve gerçekleşen enflasyonun birbirini karşılayacaktır. Para ve maliye politikaları ile ekonomi üzerinde oluşacak etkinin rasyonel bireyler tarafından öngörülmesi halinde kısa dönemde dahi ekonomi üzerine etkisinin olmayacağına dair bu görüş, Yeni Klasiklerin iktisatçıların "politika etkisizliği" kavramı ile ortaya koyulmuştur[39].

Bu değerlendirmeler sonucunda, aktif para politikalarıyla ekonomik büyüme ve istihdamın doğal oranlarının üzerinde sürdürülebilir ve kalıcı olarak tutulamayacağı ortaya koyulabilir. Bu nedenle birçok iktisatçı, para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı olduğu düşüncesinde hem fikir olmaktadır. Bununla birlikte para politikasının, ekonomide dengesizliklerin nedeni olmayacak şekilde, öngörülebilen ve bir kural dahilinde yürütülmesi gerekliliği ortaya çıkmaktadır.

1.2.2. Phillips Eğrisinin Analizine Yöneltilen Eleştiriler

Enflasyonla ve işsizlik arasındaki ilişkinin ters yönlü kavramla ifade edilerek makro ekonomik tartışmalarda önemli yer alması, Phillips (1958) ve Lipsey

---

[38] Torben M. Andersen, "Comment on B. T. McCallum, "New Classical Macroeconmics: A Sympathetic Account," **The Scandinavian Journal of Economics**, Vol. 91, No. 2, June, 1989, pp. 256-257.

[39] Reuven Glick and Michael Hutchison, "New Results in Support of the Fiscal Policy Ineffectiveness Proposition," **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol.22, No.3, August 1990, p. 288. ve Gordon, a.g.k., pp. 200-201.

(1960)'in çalışmalarıyla ortaya koyulan; bu iki değişken arasındaki söz konusu ilişkinin istikrarlı bir fonksiyon olarak kanıtlanmasıyla başlamıştır[40]. Aslında parasal ücretler ile işsizlik arasındaki ters yönlü ilişkinin varlığı Phillips (1958)'den önce Irving Fisher (1926) tarafından da tespit edilmiştir. Phillips (1958) çalışmasında bu iki değişken arasındaki ters yönlü ve istikrarlı ilişkinin varlığını açıklamaya çalışmış olsa da; analizi teorik ve ampirik yönden yetersiz görülmüş ve eleştirilere maruz kalmıştır. İşte bu noktada Lipsey(1960) Phillips'in çalışmasını tekrarlayarak; Phillips'in metodundaki ekonometrik problemleri ortadan kaldıracak şekilde söz konusu iki değişken arasındaki ters yönlü ve istikrarlı ilişkinin varlığını teorik ve ampirik temellere dayandırmıştır[41].

Phillips(1958) ve Lipsey(1960)'in çalışmalarının ampirik sonuçları başlangıçta; işsizlik oranı ile parasal ücretlerdeki değişim oranı arasında ters yönlü ve istikrarlı bir ilişkinin olduğunu ortaya koymuştur ve buna göre parasal ücretlerin işsizlik oranı düşerken daha hızlı, işsizlik oranı artarken de daha yavaş arttığı ileri sürülmüştür[42]. Daha sonra ise söz konusu çalışmadan ayrı olarak; Samuelson ve Solow (1960), parasal ücretlerin fiyatlar genel düzeyinin işsizlik oranı düşük olduğunda yükseleceğini, işsizlik oranı yüksek olduğu zaman ise düşeceğini ileri sürmüşlerdir. Böylece Phillips eğrisi, enflasyon artış hızı ile işsizlik oranı arasındaki ters yönlü ilişkiyi açıklamaya yarayan bir teori haline getirilmiştir. Bu teori, iktisat politikası üretenlere politik tercih oluşturabilecekleri, alternatif işsizlik ve enflasyon oranlarının bileşimlerini (değiş-tokuş) içeren bir araç durumuna gelmiş ve bu araç akademisyenlerce desteklenmiş, politikacılar tarafından da 1960'lı yıllar boyunca uygulamada kabul görmüştür.[43]

Phillips eğrisi ile elde edilen daha az işsizlik amacına ulaşmak için daha yüksek enflasyona katlanma arasındaki trade-off ilişkisi, teorik ve pratik yönden 1960'lı yıllar boyunca uygulamada kabul görse de; 1970'li yıllara gelindiğinde stagflasyon olgusunun yani enflasyonla işsizliğin bir arada görülmeye başlaması, söz

---

[40] David Laidler, "Inflation and Unemployment in an Open Economy: A Monetarist View," **Canadian Public Policy**, Vol.7, April 1981, p. 179.
[41] Anthony M. Santomero and John J. Seater, "The Inflation-Unemployment Trade-Off: A Critique of the Literature,"**Journal of Economic Literature**,Vol.16, No.2, June 1978, pp. 501-502.
[42] Tahir Büyükakın, "Phillips Eğrisinin Serencamı: Phillips'in Eğerisinden Histerezis Etkisine," **Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı.1, 1998, s. 139.
[43] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 23.

konusu ilişkinin varlığı hakkında eleştirileri arttırmıştır. Eleştirilerin odak noktasını ise; ücret ve fiyatların belirlenmesinde beklentilerin önemli bir unsur olduğu ve analizlere dahil edilmesi oluşturmuştur.[44]

Bu bağlamda enflasyon beklentilerinin analize dahil edildiği standart iki model vardır. Bunlardan ilki Monetarist iktisatçı Ermund S. Phelps (1967,1968) ve M. Friedman'ın (1968) tarafından modellenen "Uyumcu Beklentiler Hipotezi" altında Phillips eğrisi analizi; ikincisi ise Yeni Klasik iktisatçı Robert E. Lucas (1972) ve Thomas J. Sargent ile Neil Wallace (1975) tarafından modellenen "Rasyonel Beklentiler Hipotezi" altında Phillips eğrisi analizidir[45]. Aşağıda söz konusu analizlere ilişkin açıklamalara yer verilmektedir.

i. Uyumcu Beklentiler Hipotezi Altında Phillips Eğrisi

Ermund S. Phelps (1967,1968) ve M. Friedman'ın (1968) yapmış olduğu çalışmalarda, aslında enflasyon beklentisinin, ücretler ve fiyatların belirlenmesinde önemli bir unsur olduğu ortaya koyulmuştur. Her iki çalışmada, Phillips eğrisi analizlerinde enflasyon beklentilerine yer verilmesi halinde işsizlikle ile enflasyon arasındaki değiş-tokuş ilişkisinin kısa dönemde geçerli olsa bile uzun dönemde geçerli olmayacağı ileri sürülmüştür. Bu bakımdan Phillips eğrisi analizine yöneltilen söz konusu eleştirilerin çıkış noktasını ise Friedman'ın "doğal oran hipotezi" oluşturmuştur[46].

Doğal oran hipotezine göre; parasal otoritenin işsizliği doğal oranın altına düşürme çabası kısa dönemde geçerli olsa bile uzun dönemde hem işsizlik hem de enflasyon oranının yüksek olmasıyla sonuçlanacaktır. Çünkü kısa dönemde, fiyatlar genel düzeyinin yükselmesi pahasına düşük işsizlik ve yüksek üretim düzeyi açıklanabilir. Bu şekilde kısa dönemde işsizlikle enflasyon arasında bir değiş-tokuş olsa da bu geçici bir durumdur. Çünkü kısa dönemde fiyatların artması, daha öncede değindiğimiz gibi uyumcu beklentilere sahip ekonomideki birimlerin ücret ve fiyat beklentilerini yükseltecek ve reel ekonomik aktivite kısa dönem etkisini kaybedecektir; bunun sonucunda ise uzun dönemde işsizlik oranı, daha yüksek bir fiyat düzeyinde doğal işsizlik oranına dönecektir. Teknik bir ifadeyle ise, Phillips

[44] Colander, a.g.k., p. 359.
[45] Gramlich, a.g.m., pp. 135.138.
[46] Hoover, a.g.m., p. 62.

eğrisi kısa dönemde negatif eğimli iken; uzun dönemde dik bir doğru şeklinde olacaktır. Böylece uzun dönemde işsizlikle enflasyon arasında bir değiş-tokuşun olmayacağı ileri sürülmüştür. Sonuç olarak analizlere beklentilerin dahil edilmesiyle 1960'lı yıllar boyunca bir çok ülkede enflasyon oranın işsizlikle birlikte giderek artmasının nedenine bir açıklama getirilmiştir.[47]

ii. Rasyonel Beklentiler Hipotezi Altında Phillips Eğrisi

Uyumcu beklentiler hipotezi altında Phillips eğrisi analizi; enflasyon ile işsizlik arasındaki değiş-tokuş ilişkisinin kısa dönemde sadece öngörülmeyen, parasal sürpriz ile geçerli olduğunu; ancak bu şekilde işsizliği doğal oranının altında kalıcı olarak tutulamayacağını ortaya koymuştur. Aslında kısa dönemde öngörülemeyen parasal genişleme söz konusu olduğunda uyumcu beklentiler hipotezi altında fiyatlar ücretlerden daha hızlı artacağı için paranın reel ekonomik aktivite üzerine etkisi kabul edilmiştir; uzun dönemde ise beklentilerin yükseltilmesi ile ücretler artışları fiyat artışlarına eşitlenecek ve paranın reel ekonomi üzerine etkisi ortadan kalkacaktır. Bu şekilde, paranın kısa dönemde değil de uzun dönemde yansız olduğu; işsizlik ve enflasyon arasındaki değiş-tokuş ilişkisinin uzun dönemde geçerli olmadığı ifade edilmiştir. Monetarist iktisatçıların bu görüşüne karşı Yeni Klasik iktisatçılar ise; işsizlik ve enflasyon arasındaki değiş-tokuş ilişkisinin kısa dönemde dahi geçerli olmadığını ileri sürmüşlerdir. Lucas (1972), Sargent ve Wallace (1976), Laidler (1981,1982) paranın kısa dönemde dahi yansız olduğunu; Phillps eğrisi yerine kullandıkları "Lucas Kısa Dönem Toplam Arz Eğrisi" olarak bilinen fonksiyonla açıklamışlardır[48].

Lucas'a (1972) göre; öngörülemeyen parasal genişleme ile paranın reel ekonomik aktivite üzerine etkisi kabul edilse de; rasyonel beklentiler hipotezi altında bireylerin ücret ve fiyat düzeyine ilişkin herhangi bir yanılgıya düştükleri durumunda, beklentilerini yeni duruma göre hızlı bir şekilde değiştirmektedirler. Bu durumda kısa dönemde dahi Phillps eğrisi ile ileri sürülen trade-off ilişkisinin

[47] Santomero and Seater, a.g.m., pp. 515-519. ve Mishkin ,"**Strategies for Controlling Inflation,**" pp. 5-6.
[48] Hoover, a.g.m., p. 61-62.

istikrarlı varlığı ortadan kalkacaktır. Yani kısa dönem toplam arz eğrisi dik bir doğru şeklinde olacaktır.[49]

Rasyonel beklentiler modelleri ile yapılan bu açıklamalarla, para ve maliye politikası uygulamalarının reel ekonomi üzerine etkisinin öngörülemeyen parasal genişleme ile kısa dönemde olduğu kabul edilse de; uzun dönemde ancak enflasyon oranı üzerine önemli etkisinin olduğu ortaya koyulmuştur. Böylece para ve maliye politikalarının ekonomideki dalgalanmaların kaynağı olmayacak şekilde enflasyon oranını kontrol ederek ekonomiyi istikrara kavuşturması gereği ortaya çıkmıştır[50].

1.2.3. Para Politikasında Güvenilirlik Problemi ve Zaman Tutarsızlığı

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde 1970'li yıllarda yaşanmaya başlayan yüksek enflasyon, düşük büyüme oranı ve işsizliğin artması Keynesyen görüşle ileri sürülen enflasyon ve işsizlik arasındaki trade-off ilişkisinin ne kısa ve ne de uzun dönemde geçerli olmayacağı yönündeki düşünceleri ortaya çıkarmıştır. Hızlanan enflasyonla birlikte üretim ve istihdam oranlarındaki düşüşün yaşanması temelde iki sorunun yanıtlanmasını gerekli kılmıştır. Bunlar[51];

1. Enflasyon oranında ortaya çıkan bu hızlı artışlara hangi faktörler neden olmuştur?
2. Hangi politikalar izlenerek işsizlik oranında artışa yol açmadan enflasyon oranını düşürmek mümkün olacaktır?

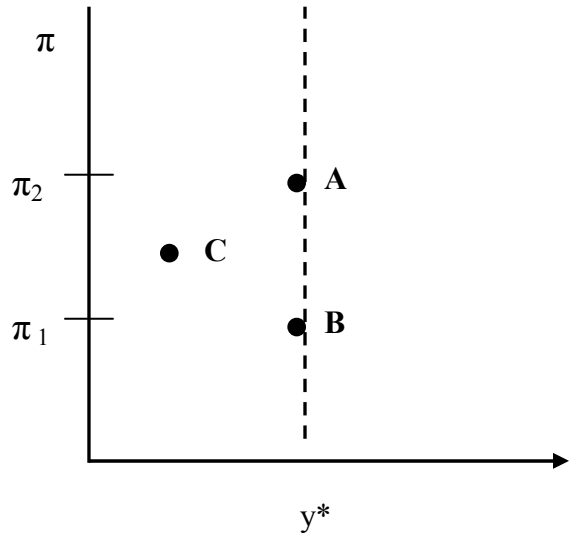
Enflasyon oranında ortaya çıkan bu hızlı artışlara hangi faktörler neden olmaktadır sorusunu yanıtı, enflasyon beklentilerini göz ardı edilerek uygulanan güvenilirlikten yoksun anti-enflasyonist politikaların, ekonomide hem reel değişkenlerde kalıcı bir değişiklik meydana getirmeyeceği hem de daha yüksek bir enflasyona neden olacağı şeklinde verilebilir.

Hangi politikalar izlenerek işsizlik oranında artışa yol açmadan enflasyon oranını düşürmek mümkün olacaktır sorusunun yanıtı ise, 1970'li yıllarda fiyat istikrarını sağlamaya yönelik anti-enflasyonist politikaların oluşumunda teorik açıdan

[49] Hoover, a.g.m., p. 61-62.
[50] Gramlich, a.g.m., pp. 137-138.
[51] Funda Erdoğan, **Para Politikasında Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi: Türkiye Örneği**, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu, Yanın No: 63, 1997, s. 31.

iki yaklaşımla açıklanmaya çalışılmıştır. Bunlardan ilki enflasyon oranındaki devamlı ve öngörülebilir azalışı savunan (gradualism)yaklaşımdır. Diğeri ise, daha radikal politikaları içeren enflasyon oranında öngörülmeyen ve ani azalışları savunan (immediacy) yaklaşımdır. Bu iki farklı yaklaşım, ekonomideki birimlerin uyarlanma hızı ve deflasyonun yaratacağı maliyetler konusunda farklılaşmaktadır[52]. Söz konusu verilen iki yaklaşımla oluşacak farklılaşma aşağıdaki Şekil-1 yardımı ile de açıklanabilir. (π, enflasyon; y, üretim/istihdamı göstermektedir.)

Şekil–1. Anti Enflasyonist Politikaların Üretim/İstihdam Maliyetleri



Gradualism'i savunan Monetarist yaklaşıma göre, başlangıçta A noktasında olan bir ekonomide uygulanan enflasyonu düşürme politikası ekonominin kısa dönemde C noktasına gitmesine neden olacaktır. Çünkü özel kesim birimlerinin beklentilerini ilan edilen politika doğrultusunda azar azar uyarlayacağını varsayan Monetarist iktisatçılara göre, anti-enflasyonist politikaların üretim/istihdam maliyeti yaratmaktadır. Bu nedenle parasal daralmanın birden bire değil azar azar gerçekleştirilmesi gerektiğini ileri sürmektedirler[53].

Ancak İmmediacy'i savunan Yeni Klasik yaklaşıma göre ise, ilan edilen ve özel kesim birimleri tarafından inanılan bir anti enflasyon politikası sonucu ekonomi hiç beklemeksizin B noktasında dengeye gelecektir. Şekil-1'den de anlaşılacağı

[52] Keith Blackburn and Michael Christensen, "Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence," **Journal of Economic Literature**, Vol. 27, No. 1, March 1989, p. 2.
[53] Erdoğan, a.g.k., s. 31.

üzere B noktasında ekonomi daha düşük bir enflasyon oranında ve doğal üretim düzeyindedir. Buradan da anlaşılacağı üzere özel kesim birimlerinin beklentilerini ilan edilen politika doğrultusunda derhal uyarladıkları varsayılırsa, Yeni Klasik yaklaşıma göre anti-enflasyon politikası herhangi bir üretim/istihdam maliyeti yaratmamaktadır. Yani ekonomi derhal daha düşük bir enflasyon ve denge doğal üretim düzeyine gideceği için parasal daralmanın azar azar gerçekleştirilmesine gerek yoktur. Sonuç olarak fiyat istikrarını sağlamaya yönelik anti-enflasyonist politika gereği hedeflenen enflasyon oranına uygun parasal daralma oranı belirlenmeli ve uygun politikalar derhal uygulamaya koyulmalıdır[54].

Enflasyon oranını azaltmaya yönelik her iki yaklaşım da politikanın başarısı, üretim/istihdam maliyetini yaratmaması ekonomideki birimlerin beklentilerini oluştururken ilan edilen politikanın uygulanacağına inanmasına yani politikayı "güvenilir" bulmasına bağlıdır. Buradan da anlaşılacağı üzere ekonomi politikalarının başarısının belirlenmesinde güvenilirlik kritik role sahip olmaktadır. Bununla birlikte ilan edilen politika ile uygulanan politika arasındaki tutarlılığı etkileyen teknolojik, politik ve stratejik faktörler vardır. Para politikası literatüründe güvenilirliğin öneminin ortaya koyulması "oyun teorisi" çerçevesinde ele alınan ve odağında "zaman tutarsızlığı" olan stratejik faktörler üzerinden açıklanmaktadır[55].

i. Zaman Tutarsızlığı Problemi

Aktif para politikalarına karşı ileri sürülen entelektüel gelişmelerden bir diğeri ise, para politikasında zaman tutarsızlığı problemidir. Kydland ve Prescott (1977), Calvo (1977) ile Barro ve Gordon (1983)' un çalışmalarıyla geliştirilen zaman tutarsızlığı problemi, ekonomideki firma ve işçilerin davranışlarının gelecekteki para politikası beklentisinden etkilenmekte olduğu görüşünden kaynaklanmaktadır.[56] Buna göre zaman tutarsızlığı kavramı, firma ve işçilerin parasal otoriteler tarafından açıklanan en son bilgiye inandıkları ve bu bilginin de takip edileceğini beklediklerinde, parasal otoritenin açıklanan bilgiden cayması

[54] Erdoğan, a.g.k., s. 31.
[55] Blackburn and Christensen, a.g.m., pp. 2-3.
[56] Peter N. Ireland, "Expectations, Credibilty, and Time-Consistent Monetary Policy," **NBER Working Paper Series**, No:7234, July 1999, pp. 1-2.

şeklinde ortaya çıkmaktadır.[57] İşte para politikası ile ilgili beklentilerin sabitlendiği bu durumlarda, para otoriteleri, para politikasını beklenenden daha genişleyici tutarak, destekleyebilecekleri yeni bir amaç belirleme sansına sahip olurlar ki, bu durumda işsizlik ve ekonominin çıktı oranın hangi seviyede olacağını belirleyebilirler. Böylece para politikası uygulayıcıları beklenenden düşük işsizlik oranı ve yüksek çıktı hedefine sahip olmaktadırlar[58].

Zaman Tutarsızlığı problemi aslında, para otoritelerinin beklenenden fazla genişletici para politikası uygulamasının altında yatan neden işsizliği azaltmak, istihdamı ve çıktı düzeyini arttırmak gibi amaçlara ulaşma isteğinden kaynaklanmaktadır. Örneğin, hükümet fiyat istikrarını sağlamak amacıyla anti-enflasyonist optimal bir politika belirleyip bunu ilan ettiğini, ekonomideki firma ve işçilerinde, fiyat ve ücretleri açıklanan politikaya inanarak belirlediğini kabul edelim. Böyle bir durumda başlangıçta açıklanan politika amacı, hükümet açısından optimal olarak kalmayacak ve hükümet daha önce ilan ettiği amaca uymaktan vazgeçerek firma ve işçileri aldatmaya yönelecektir. Çünkü bu durumda, hükümetlerin genişletici politikalar izleyerek söz konusu amaçlara ulaşması mümkün olacaktır.[59]

1970'li yıllara gelindiğinde ortaya çıkan Stagflayon olgusu, hükümetlerin genişletici politikalar izleyerek yukarıda sözü edilen amaçlara ulaşmasının mümkün olmayacağını göstermiştir[60]. Çünkü rasyonel beklentiye sahip işçiler ve firmaların, ücret ve fiyatlar hakkındaki kararlarını alırken, politika konusunda aldatılma olasılığını dikkate alacak ve beklentilerini buna göre oluşturacaktır. Böylece söz konusu amaçlardan kaynaklanan genişletici para politikası uygulaması, sadece daha yüksek enflasyon oranıyla sonuçlanacak; istihdam ve çıktı artışı ile sonuçlanmayacaktır.[61]

Ayrıca McCallum'a (1995) göre, zaman tutarsızlığı nedeniyle merkez bankaları, işçilerin ve firmaların, politika konusunda aldatılma olasılığını dikkate alacağını ve beklentilerini buna göre oluşturacağını tahmin edebilmektedir. Bu nedenle enflasyonla sonuçlanacak olan parasal genişlemeyi sürdürme oyununu

[57] Robert J.Barro and David B. Gordon, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model," **NBER Working Paper Series**, No:0807, November 1981, p. 2.
[58] Mishkin ,"**Strategies for Controlling Inflation**," p. 7.
[59] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, ss. 29-31.
[60] Blackburn and Christensen, a.g.m., p. 1.
[61] Ireland, a.g.m., p. 19.

oynamaya bilirler. Ancak analizdeki bu doğruluğa rağmen, merkez bankası problemi algılasa bile, politik baskılar nedeniyle genişleyici para politikası uygulamak zorunda kalabilmektedir. Böylece zaman tutarsızlığı probleminin ortaya çıkması engellenemeyecektir.[62] O halde zaman tutarsızlığına yol açacak olan, aktif para politikalarının uygulanması yönündeki politik baskılardan korunmak, para politikasının önceden açıklanan bir kurala bağlı olarak uygulanacağının, legal düzenlemeler veya diğer prosedürlerle taahhüt edilmesi halinde mümkün olacaktır.[63]

Dolayısıyla zaman tutarsızlığı problemi nedeniyle, para politikası uygulamalarında ve başarısında güvenilirlik kritik önem kazanmıştır.[64] Zaman tutarsızlığının yarattığı güvenilirlik problemi ise ancak para politikasının uymak zorunda olduğu bağlayıcı politika ortamı sağlanabilirse aşılabileceği hususunu gerekli kılmıştır. Bağlayıcı mevcut politika, bir önceki dönemde ilan edilen politikadan ayrılmayı imkânsız kılacak ve böylece ekonomik birimlerin beklentileri de uygulanan politika hedefleri doğrultusunda gerçekleşecektir.[65] O halde, zaman tutarsızlığından dolayı güvenilirlikten yoksun bir politika, uygulanabilir bir politika değildir. Dolayısıyla güvenilirlikten yoksun bir politikanın uygulanması halinde, işsizlik düşmeyecek ve enflasyonun yükselmesine yol açacaktır. Sonuç olarak güvenilirliğin tesis edildiği, fiyat istikrarının sürdürülmesine yönelik kurala dayalı politikalar izlenmelidir.[66]

1.2.4. Enflasyonun Maliyetleri

Aktif para politikalarına karşı ileri sürülen entelektüel gelişmelerden bir diğeri ise, fiyat istikrarının olmadığı bir ortamda, enflasyon artacağından toplumun ciddi ekonomik maliyetlere katlanmak zorunda olmasıdır. Öyle ki yapılan akademik çalışmalar, fiyat istikrarını sağlayamamanın sonucunda oluşan maliyetlerin, enflasyon oranının yüksek olduğu ekonomilerde daha büyük olduğu, bununla birlikte küçük enflasyon oranların da dahi büyük maliyetlerin oluşabileceğini

---

[62] Mishkin ,"**Strategies for Controlling Inflation**," pp. 7-8. ve Mishkin and Posen, a.g.m., p. 3.
[63] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 36.
[64] Torsten Persson and Goido Tabellini, "Political Economics and Macroeconomics Policy" **NBER Working Paper Series**, No: 6329, December 1997, p. 15. ve Blackburn and Christensen, a.g.m., p. 2. ve Ireland, a.g.m. p. 31.
[65] Bülent Usta, "Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği",**TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi**, 2003, s. 8.
[66] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 36.

göstermektedir.[67] Kaldı ki teorik ve pratik kanıtlar işsizliği azaltıp, üretimi arttırmanın ve yaşam standardını yükseltebilmenin en etkili yolunun fiyat istikrarının sağlanmak olduğunu göstermektedir.

Enflasyonun maliyetleri, başta ekonomik ve sosyal hayat olmak üzere birçok alanda toplumun refahı ve huzuru üzerine olumsuz etkiler doğurmaktadır. Bu bakımdan enflasyonun maliyetleri, büyüme maliyeti, vergi maliyeti, kredi ve işgücü maliyeti, gelir dağılımı maliyeti bağlamında ele alınacaktır.

i. Büyüme Maliyeti

Yüksek enflasyon nedeniyle bireylerin ve firmaların fiyat algılamaları güçleşmektedir. Örneğin ölçü sistemleri sayesinde belli bir mesafenin uzunluğu hakkında fikir sahibi olabiliyorsa; para da, mal ve hizmetlerin değeri hakkında fikir sahibi olmamızı sağlamaktadır. Bu bakımdan bir metrenin uzunluğunun her yıl yüzde 10 kısaldığını düşündüğümüzde, mesafeler hakkında karar vermenin oldukça karmaşık bir hale geleceği ve ölçüm sistemine olan güvenin sarsılacağı açıktır. İşte yüksek enflasyonda bu örnekle aynı sonucu doğurmaktadır.[68] Öyle ki paranın değeri hakkında karar vermenin zorlaştığı yüksek enflasyon ortamlarında merkez bankasına olan güvenin sarsılması şaşırtıcı olamamalıdır.

Yüksek enflasyon nedeniyle nispi fiyat değişimleri kolay ayırt edilememekte ve sağlıklı karar alabilmek zorlaşmaktadır. Fiyatlar genel düzeyi, bireyler ve firmaların ne kadar tüketip ne kadar tasarruf ve yatırım yapacaklarına dair karar vermelerine yardımcı olduğundan, enflasyonist ortamın getirdiği belirsizlik, bireylerin ve firmaların geleceğe ilişkin endişelerini arttırarak uzun vadeli kararlardan kaçınmalarına yol açmaktadır[69]. Örneğin fabrika kurmak, üretim yapmak ve kar elde etmek kısa sürede gerçekleşmez. Eğer gelecek beş-on yıllık dönemde ekonominin seyri yaklaşık olarak tahmin edilemiyorsa, bu tür uzun vadeli yatırımlar ertelenecek veya hiç gerçekleşmeyecektir. Böylece büyüme ve istihdam dolayısıyla ülke refahını olumsuz etkilenecektir.

[67] Mishkin and Posen, a.g.m., p. 3.
[68] TCMB, **Enflasyon**, İletişim Genel Müdürlüğü Yayını, 2004, s. 6.
[69] Paul A. Samuelson and William D. Nordhaus, **Economics**, Fourteenth Edition, McGraw-Hill Publishers, 1992, p. 591. ve Mishkin and Posen, a.g.m., p. 4.

Ayrıca, uzun yıllar süren yüksek enflasyon sonucu bireyler karar alırken fiyatların yükseleceği yönünde beklentiye girmeleri enflasyonun kendi kendini beslemesine yol açarak, düşmesine engel olmaktadır.[70] Bu nedenlerle; enflasyonun, belirsizliği arttırarak bireylerin sağlıklı yatırım ve üretim kararları almalarını engellediği ve uzun vadeli plan yapmaktan kaçınmalarına sebep olduğu anlaşılmaktadır.

Bireyler ve firmalar, birikimlerini enflasyondan korumak için üretken olmayan alanlara yöneltmelerine neden olmakta ve böylece yatırımların verimliliğini de olumsuz etkilemektedir[71]. Bir başka ifadeyle, yüksek enflasyon, işadamlarını ve üreticileri, yatırım ve üretim yapmak yerine tasarruflarını, enflasyondan daha fazla gelir getireceklerini düşündükleri etkin olmayan alternatif yatırım araçlarına kaydırarak yani üretim yapmadan kazanç elde etmeye yöneltmektedir.

Nitekim yapılan ekonometrik çalışmalarda, yüksek enflasyon oranına sahip ülkelerde kaynakların yani tasarrufların etkin kullanılmaması sonucu, büyüme oranlarının düştüğü tespit edilmiştir. Karşılaştırmalı olarak, ülkelerin zaman serisi analizleri yapıldığında, kesin olmamakla birlikte, genel kanı, enflasyonda ortalama %1'lik bir artışın, büyüme oranını %0,1 ile %0,5 oranında düşüreceği yönündedir. Yine enflasyon oranlarına göre çeşitlilik gösterse de, yüksek enflasyon oranlarında büyüme kaybının daha fazla olacağı öngörülmektedir.[72]

Robert Barro'nun (1999) 100 ülkenin 1960-1990 yıllarına ait zaman serileri verileri kullanarak yaptığı ekonometrik çalışmada, yıllık enflasyonda ortalama %10'lik bir artışın, kişi başına düşen GSYİH'yı %0,2 ile %0,3 oranında düşüreceği sonucuna varılmıştır.[73] Buradan da anlaşılacağı gibi enflasyon, bir yandan yüksek faizler nedeniyle borçlanma maliyetini arttırırken diğer yandan tasarrufların verimsiz alanlara yönelmesine yol açarak yatırımları olumsuz etkilemektedir.

[70] Samuelson and Nordhaus, a.g.k., p. 592.
[71] Seyfettin Artan, "Türkiye'de Enflasyon, Enflasyon Belirsizliği ve Büyüme," **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni, 2006/14, s. 2.
[72] Mishkin and Posen, a.g.m., p. 4.
[73] Robert Barro, "Inflation and Growth," **The Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, May/June, 1999.

ii. Vergi Maliyeti

Ilımlı seviyedeki düşük oranlı enflasyonun bile en açık maliyeti, enflasyon-vergi sistemi etkileşimiyle de ortaya çıkmaktadır. Vergi oranının enflasyon oranına endekslendiği uygulamalar olsa da, enflasyon nedeniyle vergi oranlarının artması, sermayenin getirisini azalttığı için yatırımların optimal düzeyinin altına düşmesine neden olmaktadır. Bir başka ifadeyle yüksek enflasyon nedeniyle, vergi oranları da yükselmekte, böylece yatırımcılar sermayeyi ekonomik açıdan etkin olmayan sektörlere kaydırarak sermayenin verimliliği düşürmektedir[74].

Fischer (1994) ise, yıllık % 10 düzeyinde enflasyon oranının vergi sistemi üzerine vermiş olduğu zararın sosyal maliyetinin, GSYİH'ın yaklaşık % 2-3 kadarı olduğunu hesaplamıştır. Yakın zamanda Feldstein'in (1997) yapmış olduğu bir başka çalışma, bu maliyetlerin daha da fazla olabileceğini göstermiştir. Feldstein, % 2 düzeyinde gerçekleşen enflasyon oranının dahi getirdiği maliyetin, GSYİH'ın % 0-1 aralığında olduğunu hesaplamıştır.[75]

iii. Kredi ve İşgücü Maliyeti

Yüksek enflasyon, finans piyasalarının gelecekle ilgili öngörü yapabilmelerini zorlaştırarak kredi piyasasının verimliliğini azaltmaktadır. Böylece yüksek enflasyon, hem kullanılabilecek kredi miktarı azalmakta hem de tüketicilerin ve üreticilerin özellikle uzun vadelerde kredi alabilmelerini engellemektedir. Kaldı ki enflasyonist ortamlarda uzun vadeli yatırımları finanse etmede karşılaşılan güçlükler, iktisadi büyümeyi olumsuz yönde etkileyen en temel sebeplerdendir. Çünkü enflasyonist ortamlarda, kredi verme işlemlerinde daha çok kısa vadeler tercih edilmektedir. Uzun vadeli kredi verme işlemlerinde ise, yüksek risk primi yani yüksek faiz talep edilerek ödünç verilen fonların reel anlamda erimesi önlenmeye çalışılmaktadır. Ödünç verenler açısından rasyonel bir davranış olan bu durum, makro ekonomik performansı pozitif yönde etkileyen uzun vadeli yatırımların, finansman güçlükleri ile karşılaşmasına neden olmaktadır.[76]

[74] Mishkin and Posen, a.g.m., p. 4.
[75] Mishkin and Posen, a.g.m., p. 4.
[76] Osman Z. Orhan ve Seyfettin Erdoğan, **Para Politikası**, İstanbul, Avcı Ofset, 2005, s. 274.

Enflasyonun önceden tahmin edilemeyen değişikliklere neden olarak getirdiği belirsizlik, yatırımcının kendini garantiye almak ve riskten korumak için daha fazla bir getiri talep etmesine ve dolayısıyla reel faizlerin yükselmesine yol açmaktadır. Bu da borçlanma maliyetlerini arttırarak, üreticinin kredi taleplerini kısıtlayan ve yatırımı engelleyen bir unsur olarak ortaya çıkmaktadır.[77]

Yine yüksek enflasyon işgücü piyasasının verimli çalışmasını engellemekte, enflasyon altında gerçekleşen dengesiz bir ekonomik büyüme işgücü talebinin de dengesiz olmasına yol açmaktadır[78]. Halbuki fiyat istikrarının sağlandığı bir ortam, işgücü piyasasının daha istikrarlı olmasını, işten çıkarmaların azalmasını ve istihdamın artmasını sağlayacaktır.

iv. Gelir Dağılımı Maliyeti

Enflasyonist ortamın getirdiği belirsizlik, ülkenin diğer ülkelerle rekabet edebilme gücünü zayıflatarak dış ticaret dengesini bozucu etki yapmakta, diğer yandan ülkeye gelen yabancı sermayenin ağırlıklı olarak kısa vadeli olmasına yol açarak ekonominin kırılganlığını arttırmaktadır. Sonuçta, büyümeyi ve istihdamı destekleyecek olan uzun vadeli doğrudan yatırımlar yerine kısa vadeli sermayenin ülkeye gelmesi, enflasyonun maliyetlerinin en nihai etkilerini toplumsal alanda ortaya çıkaracaktır.

Bunlardan ilki, yüksek enflasyonun neden olduğu belirsizlik, sosyal ve siyasal ilişkilerde kısa vadeli, çıkarcı ve ahlaki olmayan davranışların artmasına yol açmaktadır. Aslında enflasyon, sadece bireylerin birbirine olan güvenlerini değil, yöneticilere olan güveni de sarsarak, yönetime olan inancın azalmasına hatta kaybolmasına yol açabilmektedir. İkincisi, enflasyon toplumun düşük gelirli kesimine daha fazla zarar vermesi ve yoksulluğu arttırmasıdır. Çünkü düşük gelirli insanların, gelirinin büyük bir kısmı zaten tüketim harcamasına gitmekte, dolayısıyla enflasyon nedeniyle satın alma gücünün de azalması düşük gelirli insanların daha da fazla zarar görmesine neden olmaktadır. Enflasyonist ortamda, tasarruf edebilme imkanı olan kesim yüksek reel faizlerden yararlanırken, toplumun gelir düzeyi düşük kesminin bu imkanı olmadığı için gelir dağılımı, tasarruflarını reel faizde

[77] Ben S. Bernanke, "The Benefits of Price Stability", **BIS Review**, 13/2006, p. 1.
[78] Samuelson and Nordhaus, a.g.k., p. 591.

değerlendirenlerin lehine bozulmaktadır.[79] Gelişmekte olan ülkelerin belirgin özelliğinden biriside toplumun genelinin tasarruf oranının düşük olmasıdır. Bununla birlikte, özellikle gelişmekte olan ülkelerde artık insanlar günlük hayata daha az katılmaya başlar yani sosyal hayata katılım giderek azalır. Bunun sonucu toplumdaki insanlar arasında birlik ve beraberliği sağlayıcı etkileşim azalması ve sosyal yoksunluğun artmasına neden olmasıdır.

Enflasyonist ortamda, aldatılma duygusu, toplumsal uyumun bozulması, yöneticilere olan güven unsurunun zarar görmesi, gelecekle ilgili kaygıların artması, bireylerin kendilerini toplumdan soyutlaması, gelir dağılımın bozulması ve adaletsizliğin artması gibi nedenlerle, toplumun her kesinini etkilediği gibi, özellikle ülkenin geleceği olan genç kesimi etkilemektedir. Dolayısıyla saydığımız bu nedenler genç kesimin geleceğe dair umutlarının tükenmesi ile sonuçlanır ki bunlar; enflasyonun, toplum hayatında yarattığı olumsuzlukların birkaçıdır.

1.3. FİYAT İSTİKRARINI SAĞLAMAYA YÖNELİK GÜVENİLİR BİR PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ

Modern para politikası çalışmaları güvenilir olmayan, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik anti-enflasyonist politikaların, ekonomide hem reel değişkenlerde kalıcı bir değişiklik meydana getirmeyeceği hem de daha yüksek bir enflasyona yol açacağı sonucunu ortaya çıkarmıştır. Böylece para politikası uygulamaları ile beklenen etkilerin ortaya çıkmasında güvenilirlik kavramı kritik öneme sahip olmuş; dolayısıyla güvenilir bir para politikasının stratejisinin olmazsa olmaz koşulu haline gelmiştir[80].

Bu çerçevede, aşağıda güvenilir bir para politikası için temel ön koşulu olarak görülen güvenilirlik kavramının ne anlama geldiğine ve para politikasındaki yeri ve önemine; güvenirliğin sağlama ve sürdürmenin temel bileşenlerine değinilerek, güvenilir bir para politikası stratejisinin kurumsal çerçevesi ortaya koyulmaya çalışılacaktır.

---

[79] TCMB, a.g.k., s. 8.
[80] Blackburn and Christensen, a.g.m., p. 2. ve Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 45.

1.3.1. Güvenilirliğin Tanımı ve Ölçümü

1.3.1.1. Güvenilirliğin Tanımı

Ekonomi politikalarının başarısının belirlenmesinde güvenilirlik kritik role sahip olduğunu daha öncede vurgulamıştık. Bu bakımdan güvenilirlik kavramına ilişkin genel bir tanımlama yapılacak olursa; güvenilirliğin göstergesinin, ilan edilen politika ile uygulanan politika arasındaki tutarlılık derecesi olduğu söylenebilir[81]. A. Blinder (2000) ise para politikası otoritesi açısından güvenilirliği, "merkez bankası eğer insanlar onun ne söylerse yapacağına inanıyorlarsa güvenilirdir" şeklinde tanımlamıştır[82]. A. Blinder'in sözlük anlamına bağlı kalarak yapmış olduğu söz konusu güvenilirlik tanımlamasının para politikası literatüründe kabul gören bir tanımlama olduğu söylenebilir[83].

1.3.1.2. Güvenilirliğin Ölçülmesi

Enflasyon oranını azaltmaya yönelik anti-enflasyonist politikaların üretim/istihdam maliyetini yaratmaması ekonomideki birimlerin ilan edilen politikanın uygulanacağına inanmasına yani politikayı "güvenilir" bulmasına bağlı olmaktadır.[84] Bununla birlikte merkez bankasının güvenilirliğinin önemi konusunda, A. Blinder'in yapmış olduğu çalışma, hem merkez bankası yöneticileri hem de akademisyenler arasında fikir birliği olduğunu da göstermektedir. Söz konusu çalışmada akademisyenlere ve merkez bankası yöneticilerine "güvenilirliğin neden önemli olduğuna" yönelik yedi neden arasında önem sıralaması yapılması istendiğinde, enflasyonu düşük tutmaya yardımcı olma birinci; enflasyonu düşürmenin üretim/istihdam maliyetlerini azaltma ise ikinci sırayı almıştır. Akademisyenler arasında üçüncü sırayı, taktiksel değişime gidebilme (esneklik sağlama) alırken; söz konusu neden merkez bankacıları arasında beşinci sırada yer almıştır[85].

---

[81] Blackburn and Christensen, a.g.m., p. 2.
[82] Alan S. Blinder, "Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?" **The American Economic Review**, Vol. 90, No.5, December 2000, p. 1422.
[83] Jon Faust and Lars E. O. Svensson, "Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals,"**International Economic Review**, Vol. 42, No. 2, May 2001, p. 373.
[84] Blackburn and Christensen, a.g.m., p. 2.
[85] Blinder, "**Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?**" pp. 1425-1426.

Gerçekten de güvenilirlik ile para politikasının fiyat istikrarını sağlamada başarılı olması arasında sıkı bir ilişki vardır. Eğer merkez bankası fiyat istikrarının sağlanması konusunda kararlı olduğunu kamuoyuna inandırabilirse, bu durumda, ücret sözleşmelerine ve faiz hadlerine ilişkin oluşan ve enflasyon mücadelesini sosyal yönden maliyetli hale getiren enflasyon beklentileri ile uğraşmak zorunda kalmadığı için görevi daha da kolaylaşmış olacaktır[86].

Güvenilirliğin ölçümü ise ekonomideki birimlerin merkez bankasının açıklamalarına inanıp inanmadıklarını bir başka ifadeyle onu güvenilir bulup bulmadıklarının değerlendirilmesi açısından oldukça önemlidir. Bu bakımdan güvenilirliğin ölçülmesinde biri doğrudan diğeri ise dolaylı olmak üzere iki yöntem kullanılabilir. Buna göre, eğer merkez bankası veya para otoritesi tarafından açıklanmış resmi bir enflasyon hedefi varsa, bu hedefler ile ekonomik birimlerin enflasyon tahminleri karşılaştırılarak güvenilirliği doğrudan ölçmek mümkün olabilmektedir. Merkez bankası veya para otoritesi tarafından açıklanmış resmi bir enflasyon hedefi yoksa ekonomideki birimlerin enflasyon tahminleri ile gerçekleşen enflasyonun karşılaştırılması yoluyla da güvenilirlik ölçülebilmektedir. Çünkü söz konusu karşılaştırmayla ortaya çıkacak olan tahmin hataları, hem para politikasının güvenilirliği ile hem de para politikasının gerçekleşen enflasyonu açıklanan hedefe yakın tutma yeteneği ile ilişkili olacaktır[87].

Ayrıca merkez bankalarının güvenilirliğinin bir ölçümü olarak, enflasyon beklentilerinin oluşumuna katkısı açısından, ülkelerin uzun dönem faiz oranı düzeyleri gösterilebilir. Bu şekilde uzun dönem faiz oranları, enflasyonla mücadelede güvenilirliğin bir göstergesi olarak sıklıkla kullanılmaktadır[88].

1.3.2. Güvenilirliğin Temel Bileşenleri

Modern para politikası literatürüne ve ülke deneyimlerine bakıldığında özellikle gelişmekte olan ülkelerde güvenilirliğin sağlanması ve para politikası uygulamalarıyla başarılı sonuçların elde edilebilmesi için, merkez bankasının birincil amacının "fiyat istikrarının sağlanması" yönünde kuvvetli bir kurumsal taahhüt

[86] Suat Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı**, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1998, s. 14.
[87] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 45.
[88] Blinder, "**Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?**" p. 1423.

olduğu görülmektedir. Kurumsal taahhüt ise, yasa ile kendisine verilmiş bağımsız bir merkez bankasının gerekli unsurlarını içermektedir. Söz konusu unsurlar özellikle geçmişlerinde parasal açıdan kötü idareye sahip gelişmekte olan ülkelerde daha önemlidir[89]. Bunlar;

1. Para politikası araçlarını seçme yetkisinin ve kontrolünün tamamen merkez bankasına verilmesidir. Fiyat istikrarına olan kurumsal taahhüt aynı zamanda döviz kuru istikrarı veya yüksek istihdamın sağlanması gibi diğer amaçlarla çatışmaması için birincil amaç olan fiyat istikrarının sağlanmasında merkez bankasına kanunen yetki verilmesini de gerektirir. Bu durumda fiyat istikrarı daha önceliklidir. Kaldı ki[90] A. Blinder'in (2000) yapmış olduğu çalışma merkez bankası yöneticileri ile akademisyenler arasında merkez bankasının güvenilirliğin, merkez bankasının fiyat istikrarını sağlama kararlılığıyla eş tutulduğunu ortaya koymuştur.
2. Merkez bankasının politika oluşturma kurulunun keyfi işten çıkartılmalardan korunmuş ve uzun dönem için atanmış olması ile hükümetin dışında kalan bürokratlarında dahil edilebileceği para politikası kurulu üyelerinin yeterli izolasyonudur.

Yine A.Blinder (2000) yapmış olduğu çalışmada güvenilirliğin nasıl sağlanacağı ve sürdürüleceği konusunda önemli noktalara işaret etmektedir. Söz konusu çalışmada hem merkez bankası yöneticilerinin hem de akademisyenlere yöneltilen merkez bankasının güvenilirliğinin nasıl sağlanacağı ve sürdürüleceği konusundaki sorulara yanıt olarak, her iki grubunda hem fikir olduğu yedi kavramın önem sırası şu şekilde oluşmuştur. Buna göre ilk sırayı merkez bankasının "dürüst bir geçmişe sahip olması" alırken; ikinci sırayı ise "merkez bankasının bağımsızlığı" almıştır; diğerleri ise yine sırası ile "enflasyonla mücadele geçmişi", "şeffaflık ve açıklık", "disipline edilmiş maliye politikası", "bir kural ile sınırlandırma" ve "yönetici teşviki/işten çıkarılma yani hesap verebilirlik" olmuştur[91].

Uygulanacak olan para politikasının etkililiği açısından güvenilirlik zorunlu koşul iken güvenilirliği kısa zamanda sağlamak pek kolay değildir. Aksine

[89] Mishkin ,"**Inflation Targeting in Emerging Market Countries,**" p. 3.
[90] Blinder, "**Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?**" p. 1424.
[91] Blinder, "**Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?**" pp. 1428-1430.

güvenilirlik hem etki hem de sonuçları açısından zamana bağlıdır. Her şeyden önce politika uygulayıcıları güvenilirliği sağlamak için öncelikle anti enflasyonist önlemler alma isteğini ve becerisini göstermek zorundadırlar[92]. Kaldı ki A. Blinder'in (2000) yapmış olduğu çalışmada, merkez bankası yöneticilerinin ve akademisyenlerin güvenilirliğinin nasıl sağlanacağı ve sürdürüleceği konusunda "dürüst bir geçmişe sahip olmayı" birinci sıraya; "enflasyonla mücadele geçmişini" ise ikinci sıraya koymalarına şaşırmamak gerekir.

Aslında, enflasyonla mücadelede dürüst bir geçmiş, merkez bankasının verdiği sözleri tutması, güvenilirlik de söylediğini yapmak şeklinde tanımlanırken; enflasyonla mücadelede "dürüst bir geçmişe sahip olma" güvenilirliği sağlamanın koşulu değil, güvenilirliğin bizzat kendisi olarak değerlendirilmelidir[93]. Öyleyse güvenilirliğin bizzat kendisi olan "dürüst bir geçmişe sahip olmak" ancak diğer koşullarında sağlanması halinde, güvenilirliği sağlamak yani dürüst bir geçmişe sahip olmak ile mümkün olacaktır.

Sonuç olarak güvenilirliğin kazanılması ve sürdürülmesi ancak merkez bankasının sözünde durması ile mümkün olduğu açıkça görülmektedir. Bu açıdan söz konusu diğer koşullar merkez bankasının sözünde durmasını kolaylaştırmaktadır. Öyle ise güvenilirliği kazanmaya ve sağlamaya yardımcı olan söz konusu diğer koşulları güvenilir bir para politikası stratejisinin temel bileşenleri olarak "merkez bankasının bağımsızlığı", "şeffaflık ve hesap verebilirlik", "disipline edilmiş maliye politikası", "kurala dayalı politika" şeklinde dört ayrı başlık altında inceleyebiliriz.

1.3.2.1. Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Para politikasının birincil amacının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olduğu günümüz modern merkez bankacılığı anlayışıyla birlikte güvenilir bir para politikasının temel bileşenlerinden biri olarak merkez bankalarının bağımsız hale getirilmesi aşağıda ele alınacaktır. Bu nedenle, öncelikle merkez bankası-hükümet ilişkilerinin doğasına, merkez bankasının bağımsızlığının tanımlanmasına değinilecektir. Daha sonra merkez bankasının bağımsızlığı kavramı, bir gereklilik olarak yasal ve fiili bağımsızlık ile amaç ve araç bağımsızlığı yönünden ele alınarak

[92] Oktar, a.g.k., s.15.
[93] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 51.

açıklanmaya çalışılacaktır. Daha sonra ise merkez bankasının bağımsızlığının ekonomik etkilerine yer verilecektir.

i. Merkez Bankası-Hükümet İlişkileri

Ülkelerin ekonomilerine yön veren kararların alınmasında en önemli aktörler merkez bankaları ile hükümetlerdir. Merkez bankaları kurulmalarını izleyen ilk yıllardan itibaren hükümetlerle yakın ilişkiler içerisinde olmuşlardır. Ancak bu yakın ilişkiler genellikle hükümetlerin politik amaçları doğrultusunda, merkez bankalarını kendi denetimleri altında tutmak ve gerektiğinde bu kurumlar üzerine baskılar kurmak şeklinde olmuştur. Bu nedenle merkez bankalarının tarihsel geçmişine bakıldığında tam anlamı ile bağımsız olduklarından söz etmek oldukça güçtür. Bu güçlükle birlikte merkez bankası ile hükümetler arasındaki ilişkinin derecesi, merkez bankalarının "ne ölçüde bağımsız olduğunun bir göstergesi" olarak değerlendirilmektedir[94].

Merkez bankasının bağımsızlığı üzerine yapılan çalışmalarda endişeler, hükümetlerin genellikle politik nedenlerle, merkez bankasının emisyon yetkisini, kamu harcamaların finansmanında kullanması ve para arzının aşırı genişlemesi nedeniyle ekonomi üzerinde meydana getireceği tehlikelerden (yüksek enflasyon gibi) kaynaklanmaktadır. Devletin ekonomideki varlığı zorunlu olmakla birlikte paraya gücünü devlet vermektedir. Bu konuda fikir birliği vardır; üzerinde durulması gereken konu ise; parayı, hükümet müdahalesi ile zaman zaman değer yitirici operasyonlara girişilmesinden korumaktır[95].

ii. Merkez Bankasının Bağımsızlığının Tanımlanması

Tanımı yapılacak olursa merkez bankasının bağımsızlık, hükümetlerin, merkez bankası üzerindeki baskı ve müdahalesinin sona ermesi şeklinde dar bir çerçeveden tanımlanabilir. Bunu daha somut bir ifadeyle açarsak, merkez bankasının para politikası uygulamalarında hükümetin müdahalelerine gerek kalmadan serbestçe hareket edebilme özgürlüğü diye ifade edilebilir. Öyle ki bu durumda olan merkez bankası kurumsal kimlik kazanmış demektir. Geniş anlamda bağımsızlığın tanımı ise, merkez bankasının, para politikasını, hükümetlerin baskı ve müdahalesine gerek

[94] Suat Oktar, **Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1996, s. 82.
[95] Ö.Turgut Telman, **Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**, İstanbul, 1994, s. 114.

kalmadan kendisine verilen hedefler doğrultusunda uygulayabilme ve gerektiğinde değişiklik yapabilme esnekliğine sahip olması demektir. Yapılan bu tanımlamalar merkez bankasının, hükümetten bütünüyle ayrılması veya kopması anlamı taşımamaktadır. Her şeyden önce, merkez bankasının bağımsızlığı, genel ekonomik politikalardan ayrı olarak yorumlanamaz. Dolayısıyla para politikasının belirlenmesi ve yürütülmesi ile genel ekonomik politika arasında kopukluk değilde, bir tamamlayıcılık ve birlikteliği gerektirmektedir[96].

iii. Yasal ve Fiili Bağımsızlık

Merkez bankasının bağımsızlığı kavramı, merkez bankası ile hükümet arasındaki ilişkileri düzenleyen yasal çerçeve açısından değerlendirilebilir. Merkez bankası başkanının atanmasına, görevden alınmasına ve görev süresine; politikaların açıklanmasına; merkez bankasının amaçlarına ve kamu kesiminin merkez bankasından borçlanma koşullarına ilişkin mevzuat, yasal bağımsızlığın çerçevesini oluşturmaktadır. Buna göre, mevcut yasal çerçeve, merkez bankasının, hükümet veya diğer kamu kurum ve kuruluşlarından gelebilecek olası müdahalelerden korunmasını mümkün kıldığı ölçüde merkez bankası bağımsızdır. Ancak, yüksek düzeyli bir bağımsızlık bile, merkez bankasının siyasal baskılardan tamamen korunmasını sağlamaya yeterli olmayacaktır. Öyle ki, yasal açıdan dünyanın en bağımsız merkez bankaları arasında yer alan bankaların bile, önemli ölçüde siyasi baskılara maruz kaldığı yapılan çalışmalarda ortaya koyulmaktadır[97]. Bu nedenle merkez bankasının bağımsızlığı konusunda sadece yasal düzenlemelerin yapılmış olmasının yeterli olmadığı herkesçe kabul edilmektedir. Öyle ki, literatürde ve uygulamada yasal bağımsızlığın yeterli olmadığı aynı zamanda fiili bağımsızlığın da, yani uygulamadaki bağımsızlığında sağlanmış olması gerektiği hususunda tam bir fikir birliğinin oluştuğu görülmektedir[98].

iv. Amaç ve Araç Bağımsızlığı

Merkez bankasının bağımsızlığı; merkez bankalarının kendi politika hedeflerini belirlemede serbest olmasından ziyade daha önceden ilan ettiği enflasyon

[96] Oktar, **Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**, s. 84.
[97] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 55.
[98] Haydar Akyazı, **Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Deneyimleri ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, Ankara, Seçkin Yayıncılık, 2004, s. 33.

hedefine ulaşmak için kullanacağı para politikası araçlarını serbestçe kullanabilmesini ifade etmektedir[99]. Burada merkez bankalarının kendi politika hedeflerini belirlemede serbest olması amaç bağımsızlığını ifade etmekte iken daha önceden ilan ettiği enflasyon hedefine ulaşmak için kullanacağı para politikası araçlarını serbestçe kullanabilmesini ise araç bağımsızlığını ifade etmektedir[100]. Sonuç olarak merkez bankasının bağımsızlığı hususunda Cukierman(1992) ve Fisher(1994)'inde belirttiği gibi enflasyon hedefine ulaşmak için araç bağımsızlığı zorunlu iken amaç bağımsızlığında bu zorunluluk yoktur[101].

Araç bağımsızlığı, merkez bankalarının enflasyona etkileri, istikrar ve ekonomik gelişmeye etkileri açısından ele alındığında bağımsızlık konusunun temelini oluşturmaktadır. Bu bağlamda, siyasi etkilere açık olmayan bağımsız bir merkez bankasının tüm davranışları daha öngörülür ve güvenilirdir. Yani merkez bankası para politikası amacına ulaşmak için ekonomik gelişmeleri, çeşitli koşulları ve sosyal gelişmeleri dikkate alarak, herhangi bir taviz vermek zorunda olmadan, olayları objektif olarak değerlendirip tedbir alma imkânına sahip olmalıdır[102].

Bu bağlamda merkez bankasının bağımsızlığı güvenilir bir para politikasının temel bileşeni olarak gerekli bir unsurdur. Öncelikle yasal bağımsızlık tesis edilmelidir. Yasal bağımsızlık amacına uygun olarak merkez bankasının para politikası kurulu, her ne kadar hükümetle görüş alış verişinde bulunması önemli olsa da, rasyonel karar verebilme yeteneğine sahip olmalıdır. Devamında, uygulamada merkez bankası için araç bağımsızlığı verilmelidir. Araç bağımsızlığı, para politikasını, hükümetten, sosyal ve politik baskılardan bağımsız bir şekilde yerine getirebilmesi için zorunludur. Bu noktada, para politikasının rasyonel kalması için hükümet tarafından açık ve örtülü müdahalelerin olmasını ortadan kaldırmak

[99] Guy Debelle, Paul R. Masson, Miguel A. Savastano, Sunil Sharma, "Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy," **IMF Economic Issues**, No. 15, October 1998, p. 2.
[100] Frederic S. Mishkin, Klaus Schmidt-Hebbel, "One Decade of Inflation-Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know," **NBER Working Paper Series**, No:8397, July 2001, pp. 8-9. ve Debelle ve Diğerleri, a.g.m., p. 2.
[101] Paul R. Masson, Miguel A. Savastano, Sunil Sharma, "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries" **IMF Working Papers**, WP/97/130, October 1997, pp. 7-8.
[102] Telman, a.g.e., s. 118.

gerekecektir. Bununla birlikte fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi yönünde politik sorumluluk önemli bir gerekliliktir[103].

Politik sorumluluk ise, para politikasını uygulamaları ve enflasyon hedefinin belirlenmesinde merkez bankası ile birlikte hükümetin de yer almasıdır. Bu şekilde kamuoyuna, hükümetin mali politikalarını uygularken enflasyon hedefi ile uyumlu davranacağına dair sinyaller verilmekte ve böylece gelişmekte olan ülkeler için daha önemli olan para politikasının güvenilirliğinin arttırılması amaçlanmaktadır. Diğer taraftan, siyasal istikrarsızlığın yani hükümet değişikliklerinin sıklıkla olduğu ülkelerde, merkez bankasının enflasyon hedefini belirleme yetkisini hükümetle paylaşması enflasyon hedeflemesinin güvenilirliğini azaltabilmektedir[104].

Fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yönünde para otoritesinin başarılı olabilmesi için araç bağımsızlığı zorunlu bir koşul iken; araç bağımsızlığı, mali baskınlığın bulunmaması ve güçlü ve gelişmiş finansal yapının varlığını da gerekli kılmaktadır. Bu bağlamda, mali baskınlığın olmaması için, öncelikle merkez bankası kaynaklarından karşılanan kamu borçlanmasının düşük düzeylerde olması veya hiç olmaması ile kamu harcamaları finansmanın senyoranj gelirine bağlı kalmamasını gerektirmektedir[105].

Araç bağımsızlığı, kamu borç yükünün azaltılması ile kamunun borç yükünü azaltacak şekilde finansal yapının güçlü ve derin olması gerekir. Mali baskınlığın olması durumunda, merkez bankasının öncelikli nihai amacı olan fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme hedefine ulaşmak güçleşmektedir[106]. Çünkü kamu harcamalarının finansmanı için senyoranj gelirlerine sıklıkla başvurulduğu ülkelerde, olası bir mali krizde, krizin aşılması amacıyla hükümetlerin senyoranj gelirine başvurabileceği ve sonucunda sürpriz enflasyonun oluşacağı beklentisi, kamuoyu nezdinde merkez bankasının güvenilirliğini zedeleyecektir[107]. Buradan da

---

[103] Cuma Bozkurt, "Parasal Hedefleme Stratejileri: Türkiye İçin Uygun Politika Seçimleri," **Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayımlanmamış Doktora Tezi**, 2006, s. 72.
[104] Alina Carare, Andrea Schaechter, Mark Stone, and Mark Zelmer, "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting," **IMF Working Paper**, WP02/102, June 2002, pp. 5-6.
[105] Masson, Savastano, and Sharma, a.g.m., p. 8.
[106] Masson, Savastano, and Sharma, a.g.m., p. 8.
[107] Pierre-Richard Agénor, " Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting," **The World Bank**, November 2000, p. 23. ve Mohsin S. Khan, " Current Issues in the Desing and Conduct of Monetary Policy," **IMF Working Papers**, WP/03/56, March 2003, p. 5.

anlaşılacağı üzere mali baskınlığın olmaması, sürpriz enflasyon beklentisini azaltacağından para politikasının güvenilirliğini arttırmaya yardımcı olmaktadır.

v. Merkez Bankasının Bağımsızlığının Ekonomik Etkileri

Bir toplum için enflasyonun düşük düzeyde tutulabilmesi, arzulanan ve olması gereken bir durum olarak kabul edilir. Düşük enflasyonun ya da bir başka deyişle fiyat istikrarının yaratacağı başlıca yarar, beklentilere yön vermesi ve ekonomik riski azaltabilmesidir. Yine enflasyonun düşük düzeyde gerçekleşmesi, belirsizlikleri de azaltır. Gelecekteki enflasyon belirsizliğinin azalması uzun dönem faiz oranlarına yön vermesi ile sermaye birikimini ve verimliliğini arttırır. Bunlarla birlikte ülkenin vergi sistemi, finansal sözleşmeler ve yatırım kararlarının büyük bir çoğunluğu, kısmen enflasyon oranına endekslidir. Özetle, enflasyonun ortaya çıkardığı maliyetler, ekonomik ve sosyal refahı olumsuz yönde etkilemektedir. Bütün bu olumsuzluklar, para politikasının amacının fiyat istikrarı olması yönünde bir fikir birliği oluşturmuştur. Bununla birlikte merkez bankalarının, hükümetlere oranla fiyat istikrarına daha duyarlı oldukları genel kabul edilen bir görüş haline gelmiştir[108]. Gerçekten de uygulamalara bakıldığında, merkez bankasının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek üzere yetkili kılınması, enflasyonun düşürülmesinde önemli rol oynadığı görülmektedir.

Alesina (1988); Grilli, Masciandaro and Tabellini (1991); Cukierman (1992a); Cukierman, Webb, Neyaptı (1992); Cukierman (1994) tarafından yapılan ampirik çalışmalarda, merkez bankasının bağımsızlığı ile enflasyon oranları arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşılmıştır[109]. Bu sonuç aslında, merkez bankasının amaç fonksiyonunun siyasi karar alıcıların amaç fonksiyonlarından farklı olması ve merkez bankası fiyat istikrarı hedefine daha büyük bir önem atfetmesinin bir göstergesidir. Örneğin teknik bir ifadeyle hükümetin merkez bankasıyla en yakın ilişkide bulunan organı olan hazinenin amaç fonksiyonunda beklenmeyen

[108] Oktar, **Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**, ss. 145-146.
[109] Alberto Alesina, "Macroeconomics and Politics," **NBER Macroeconomics Annual**, Vol. 3, 1988, p. 41-42 ve Vittorio Grilli, Donato Masciandaro, Guido Tabellini, "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries," **Economic Policy**, Vol. 6, No. 13, October 1991, p. 371-375 ve Alex Cukierman, Steven B. Webb, Bilin Neyapti, "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes," **The World Bank Economic Review**, Vol. 6, No.3, September 1992, p. 375. ve Alex Cukierman, "Central Bank Independence and Monetary Control," **The Economic Journal**, Vol. 104, No. 427, November 1994, p. 1438.

sürprizlerin oluşmasına ilişkin olasılık katsayısı yüksek çıkmaktadır. Yani uygulanan politikalarında sık sık değişikliklere yönelme eğilimi, hazinenin amaç fonksiyonunda, bağımsız bir merkez bankasının fonksiyonunda olduğundan yüksektir[110].

Yine Cukierman-Webb-Neyaptı (1992)'ın yapmış olduğu çalışmada, merkez bankası bağımsızlığının düşük olduğu ülkelerdeki ortalama enflasyon oranının daha yüksek olduğu ortaya çıkmıştır. Ayrıca bu ülkelerde enflasyon oranlarındaki değişkenliğin yüksek olduğunu ve bağımsızlığın düşük olması oranında halkın politikalardaki değişiklikleri daha çabuk algılayabildiklerini bu nedenle de belirsizliğin bu şartlarda yüksek olduğunu ortaya çıkarmaktadır[111].

Merkez bankasının bağımsızlığını arttırıcı düzenlemeler, fiyat istikrarını sağlamada para politikasının başarısını kolaylaştırmakta ve para otoritesine duyulan güvenilirliği de arttırmaktadır. İlan edilen hedeflere ulaşma kararlılığı ve becerisi konusunda kamuoyunun güven derecesini ifade eden güvenilirlik olgusu, para politikasının etkili bir iktisat politikası aracı olarak kullanılmasını kolaylaştırır. Bu bağlamda, merkez bankalarının bağımsızlığı ile para politikasının güvenilirliği arasında pozitif ilişki kuran teorik görüşün kabul edilmesi ile birlikte gelişmekte olan ülkelerde merkez bankasının bağımsızlığını arttırıcı düzenlemeler hız kazanmıştır. Öyle ki Arjantin, Şili, Kolombiya ve Meksika'nın da aralarında bulunduğu birçok Latin Amerika ülkesinde; Arnavutluk, Bulgaristan, Macaristan, Çek Cumhuriyeti ve Polonya gibi eski sosyalist ülkelerde ve IMF yardımlarının ön koşullarını gerçekleştirebilmek için Asya krizinden etkilenen ülkelerde merkez bankasının bağımsızlığını arttırıcı düzenlemelere gidilmiştir[112].

1.3.2.2. Kurala Dayalı Politika

Para politikası literatüründe aktif para politikalarına karşı kurala dayalı politika tezinin öne çıkması temelde dört temel eleştiri üzerine dayandırılmaktadır. Daha öncede değindiğimiz üzere söz konusu eleştiriler, para politikasının etkilerinin uzun ve değişken süreyle ortaya çıkması ve etkilerinin belirsizliği; phillips eğrisinin

[110] N. Kamuran Malatyalı," Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği," **DTP Çalışma Raporları**, No: 1998/01, Mart 1998, ss. 50-51.
[111] Cukierman, Webb and Neyapti, a.g.m., p. 382.
[112] Gül, Ekinci ve Gürbüz, a.g.e., ss. 86-88.

uzun dönemde geçerliliğini yitirmesi; aktif para politikalarının zaman tutarsızlığı problemine neden olması ve enflasyonun maliyetleridir. İşte bu gerekçelerden yola çıkarak birçok iktisatçı ve para politikası uygulayıcıları, para politikasının öncelikli amacının fiyat istikrarı olması fikrinde birleşmiş ve kurala dayalı politika tezini öne sürmüşlerdir[113].

Aktif para politikalarına karşı kurala dayalı politika oluşturma tezinin çıkış noktası M. Friedman olmuştur. Friedman'ın doğal oran hipotezine göre; parasal otoritenin işsizliği doğal oranın altına düşürme çabası kısa dönemde geçici bir süre ile geçerli olsa bile uzun dönemde işsizlik doğal orana dönecek, ekonomide işsizlik azalmayacak ve enflasyon oranının ise daha yüksek olmasıyla sonuçlanacaktır[114]. Bu nedenle para otoriteleri, paranın ekonomik rahatsızlıkların başlıca kaynağı olmasını engelleyerek ekonomiyi istikrara kavuşturacak şekilde yürütülmelidir. Bu bağlamda ortaya koyulan öneri ise belirli bir parasal büyüklüğün sabit bir oranda büyümesinin benimsemesidir[115].

Lucas (1972), Sargent ve Wallace (1976) aktif para ve maliye politikası uygulamalarının reel ekonomi üzerine etkisinin öngörülemeyen parasal genişleme ile kısa dönemde olduğunu kabul etse de; aslında para ve maliye politikası uygulamalarının uzun dönemde ancak enflasyon oranı üzerine önemli etkisinin olduğu ortaya koyulmuştur.[116] Daha da önemlisi aktif para ve maliye politikaları ile ekonomi üzerinde oluşacak etkinin rasyonel bireyler tarafından öngörülmesi halinde ise "politika etkisizliği" ortaya çıkacak yani kısa dönemde dahi ekonomi üzerine etkisi olmayacaktır.[117] Böylece ekonomideki dalgalanmaların kaynağı olmayacak şekilde kurala dayalı para ve maliye politikaları ile enflasyon oranını kontrol ederek, ekonomiyi istikrara kavuşturması gereği ortaya çıkmıştır

Yine aktif para politikalarına karşı ileri sürülen entelektüel gelişmelerden bir diğeri ise, Kydland ve Prescott (1977), Calvo (1977) ile Barro ve Gordon (1983)' un çalışmalarıyla geliştirilen zaman tutarsızlığı problemine neden olmasıdır[118]. Daha önceden de önemle belirttiğimiz gibi zaman tutarsızlığının yarattığı güvenilirlik

[113] Mishkin and Posen , a.g.e., pp. 3-4.
[114] Santomero and Seater, a.g.m., p. 515.
[115] Samuelson and Nordhaus, a.g.k., p. 645.
[116] Gramlich, a.g.m., pp. 137-138.
[117] Glick and Hutchison, a.g.m., p. 288.
[118] Ireland, a.g.m., pp. 1-2.

problemi ise ancak para politikasının uymak zorunda olduğu bağlayıcı politika ortamı sağlanabilirse aşılabileceği hususunu gerekli kılmıştır.[119]

Öyleyse bu değerlendirmeler sonucunda, aktif para politikalarıyla ekonomik büyüme ve istihdamın doğal oranlarının üzerinde sürdürülebilir ve kalıcı olarak tutulamayacağı ortaya koyulabilir. Bu nedenle birçok iktisatçı, para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı olması ve ekonomide dengesizliklerin nedeni olmayacak öngörülebilen, kurala dayalı politikaların izlenmesi gerektiği düşüncesinde hem fikir olmaktadır.

i. Araç Kurallar-Hedef Kurallar

Para politikası uygulamalarında para otoritesine yol gösterici olarak tanımlanabilecek kurallar, araç kurallar(instruments rules) ve hedef kurallar(targeting rules) olarak üzere iki şekilde ele alınabilmektedir. Literatürde en iyi bilinen araç kurala örnek Taylor Kuralı[120] gösterilebilir. Araç kurallar, önceden belirlenmiş ve ileriye dönük bir fonksiyon şeklinde tanımlanan kurallardır[121].

Hedef kurallar ise, hedef değişkenler için ulaşılması öngörülen hedef düzeylerini belirten kurallardır. Döviz kurları, parasal büyüklükler, parasal gelir düzeyi ve enflasyon oranı gibi değişkenler, hedef değişken olarak kullanılabilmektedir[122]. Bununla birlikte uygulamada tek bir araç kurala bağlı kalan merkez bankasının bulunmaması nedeniyle para politikası uygulamalarında kurala yönelik tartışmalar araç kuraldan ziyade hedef kuralın avantajları üzerine yapılmaktadır[123].

ii. Optimal Kuralın Nitelikleri

Bu bağlamda para politikası uygulamalarında para otoritesine yol gösterici olan kuralın hangi nitelikleri taşıması gerektiği yani optimal kuralın niteliklerinin

---

[119] Usta, a.g.e., s. 8.
[120] Taylor Kuralı için ayrıntılı bilgi bkz. Christopher A. Sims, "John B. Taylor: Monetary Policy Rules" **Journal of Economic Literature**, Vol.39, No.2, June 2001, pp. 562-566.
[121] Lars E. O. Svensson, "What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules," **Journal of Economic Literature**, Vol. 41, No. 2, June 2003, pp. 428-429.
[122] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 72 ve John H. Green, "Inflation Targeting: Theory and Policy Implications," **IMF Staff Papers**, Vol. 43, No.4, December 1996, p. 783.
[123] Svensson, "**What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules**," p. 429.

ortaya koyulması gerekmektedir. Para politikası kuralının taşıması gereken nitelikleri şu şekilde sıralayabiliriz.

1. Para otoritesine yol gösterici olarak tanımlanan kural ile ulaşılmak istenen hedef arasında güçlü ve istikrarlı bir ilişki olmalı ve söz konusu kural para otoritesi tarafından kolaylıkla kontrol edilebilir olmalıdır[124].

2. Güvenilirliği arttıran bir özellik olarak kamuoyunun para politikasını anlaması, takip edebilmesi ve sonuçlarını değerlendirmesi açısından iletişim kolaylığı sağlayacak kadar açık ve şeffaf olmalıdır[125].

3. Para politikası kuralının arz şoku gibi beklenmedik risklere karşısında gerekli önlemeleri alabilecek kadar esneklik özelliğine sahip olmalıdır. Bu esneklik, merkez bankası para politikası uygulamalarında katı kurallardan ziyade merkez bankasına beklenmedik riskler karşısında önlem alabilmeye olanak veren kaçınma şartlı kural (escape clause) şeklindedir[126].

4. Güvenilirliği arttıran bir özellik olarak para politikası kuralı, merkez bankasının açıklanan kurala bağlı kalıp kalmayacağını konusunda şüpheleri azaltmaya yetecek kadar kesin olmalıdır. Bu bakımdan örneğin, "enflasyon oranının %2-3 aralığında tutulması" gibi kesin bir kuralın belirlenmesi halinde merkez bankasının bu kurala bağlı kalıp kalmayacağı konusunda şüpheleri yeterince azaltacaktır[127]. Yine merkez bankasının açıklanan hedefinin kesin olması, para politikası uygulama sonuçlarının değerlendirilmesi açısından hedefe ulaşmada merkez bankasına sorumluluk yüklemekte ve para politikasının güvenilirliğini arttırmaktadır[128].

---

[124] Svensson, "**What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules**," p.428.
[125] Faust and Svensson, a.g.m., p. 370. ve Alex Cukierman, "Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe," **Tilburg University, Center for Economic Research**, Discussion Paper, No32, January 1996, p. 6.
[126] Susanne Lohmann, "Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility," **The American Economic Review**, Vol. 82, No.1, March 1992, p. 273.
[127] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 73 ve Robert P. Flood and Peter Isard, "Monetary Policy Strategies," **IMF Staff Papers**, Vol. 36, No. 3, September 1989, p. 630.
[128] Carl E. Walsh, "Accountability, Transparency, and Inflation Targeting," **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 35, No. 5, October 2003, p. 830.

1.3.2.3. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

i. Şeffaflık ve Hesap Verebilirliğin Önemi

Güvenilir bir para politikasının bir diğer temel bileşeni olarak, para politikasının, yüksek önem derecesinde şeffaflık ve hesap verebilirliği taşımayı gerektirmesidir[129]. Çünkü para politikası uygulamalarının anlaşılır ve şeffaf olması güvenilirlik açısından oldukça önemlidir. Ayrıca merkez bankası yönetiminin hesap verebilir yapıya sahip olması da enflasyon hedefine ulaşma amacını arttıracak ve dolayısıyla ekonomideki birimlerin merkez bankasının uyguladığı para politikasına duyulan güveni arttıracaktır. Bu bağlamda merkez bankası tarafından alınan para politikasının yürütülmesine ilişkin kararların kamuoyuna açıklanması güvenilirliğin bir ölçütü olacaktır[130].

Özellikle gelişmekte olan birçok ülke deneyimi, para politikasında güvenilirliğin sağlanmasının kolay olmadığını ve bir geçiş sürecine ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir. Bu bakımdan, enflasyon hedeflerinin kamuoyuna ilan edildiği anda güvenilirliğin olacağını düşünmek doğru olmayacaktır. Ancak fiyat istikrarına yönelik olumlu ilerlemenin kaydedilmesi ve gerekli kurumsal düzenlemenin yapılması ile para politikasının güvenilirliğinin oluşması ve arttırılması mümkün olabilmiştir[131]. Bu bağlamda, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, para politikasının başarısı açısından; para politikasına olan güvenin sağlanmasında ve arttırılmasında, şeffaflık ve hesap verilebilirlik önemli bir koşul olarak görülmektedir.

Para politikasının başarısının artmasında, gerek ekonomistler gerekse merkez bankası yöneticileri şeffaflığı önemli bir koşul olarak görmektedirler. Bu bağlamda şeffaflık, merkez bankasının para politikası uygulamalarını ve sonuçlarını hükümet ve ekonomideki birimlerce değerlendirmesine olanak vermektedir. Para politikasının şeffaf olması, merkez bankası üzerine sınırlamalar getirdiği gibi belirlenen hedeften sapmayı da zorlaştırır. Dolayısıyla şeffaflık, ilan edilen hedeften sapmaları azaltması, merkez bankasının hesap verilebilirliğini arttıracağı gibi para politikasının başarı

[129] Lars E. O. Svensson, " Monetary Policy and Inflation Targeting," **NBER Reporter**, Winter 1997/98, p. 6. ve Mishkin, Schmidt-Hebbel, a.g.m., p. 9.
[130] Agénor, a.g.m., p. 25.
[131] Melike Alparslan ve Pelin Ataman Erdönmez, "Enflasyon Hedeflemesi" **Bankacılar Dergisi**, Sayı 35, Aralık 2000, s. 14.

yüzdesini de arttıracaktır[132]. Bu bağlamda para otoritesinin fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yönünde başarılı olabilmesi için para politikasında şeffaflığının sağlanması önemli bir yer teşkil edecektir.

ii. Şeffaflık ve Hesap Verebilirliğin Anlamı

Para politikasında şeffaflık, ekonomi literatüründe genellikle merkez bankasının para politikası amaçları ile ilgili olarak ekonomideki birimleri doğru biçimde bilgilendirmesi anlamına gelmektedir. Bu bakımdan şeffaflık, para politikası ile ulaşılmak istenen enflasyon hedefinin ekonomideki birimlere doğru biçimde bilgilendirmesi ve taahhüt etmesi ileriye yönelik beklentilerin şekillenmesinde önemli bir görev üstlenecektir. Böylece para politikası amaçları ile ilgili belirsizliğin ortadan kalkması para politikasının başarısını doğrudan etkileyecektir. Örneğin, merkez bankasının TÜFE'deki yıllık artışın belirli bir yılın sonuna kadar %1 ile %3 arasında gerçekleşeceğini taahhüt etmesi, ekonomideki birimlerin ileriye dönük kısa ve uzun vadeli kararların alınmasında açık bir gösterge (nominal çıpa) olarak kullanılmasına yol açacaktır[133].

Para politikası uygulamalarında ilan edilen enflasyon hedeflerinin en önemli rolü ekonomideki birimlerin enflasyon beklentileri için nominal çıpa olarak algılanmasıdır. Çünkü bu şeklide merkez bankası, açık ve anlaşılır bir enflasyon hedefi (nominal çıpa) belirleyerek para politikasının performansının değerlendirilmesini sağlamaya olanak vermektedir. Ancak geçmiş uygulamalara bakıldığında, para politikası amaca uygun yürütülmüş olsa bile hedeften sapmaya neden olan dışsal faktörlerin varlığı, performans değerlendirilmesini yani hesap verilebilirliğini güçleştirmektedir[134]. Bu bağlamda, hesap verilebilir bir merkez bankasının, para politikası uygulamasına ilişkin esasları kamuoyuna açıklamada yeterli ölçüde şeffaflığa sahip olmalıdır.

[132] Petursson, a.g.e., pp. 42-43.
[133] Erdal Demirhan, **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No:231, 2002, s. 37.
[134] Debelle, a.g.m., p. 17.

iii. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik İçin Gerekli Unsurlar

Güvenilir bir para politikasında şeffaflığı sağlamaya yönelik gerekli unsurlar aşağıya çıkarılmıştır.[135] Bunlar,

- Enflasyon hedefinin, kamuoyuna ilan edilirken açık bir şekilde tanımlanması gerekir. Yani tanımlanan enflasyon hedefinin, sayısal oranının ne olduğu belirtildiği gibi hangi fiyat endeksinin tercih edileceği ve ne kadar sürede hedefin tutturtacağı da açık bir şekilde belirtilmelidir. Hedefin ilan edilen sürede tutturulamaması durumunda bazı ülkeler, "kaçınma şartlığı" belirlemekte ve hedeften sapmanın nedenlerini kamuoyu ile paylaşmaktadırlar.
- Para politikası uygulanırken, para politikasını en iyi yansıtan, kamuoyu tarafından değerlendirilmesi kolay ve anlaşılır olan para politikası göstergeleri kullanılmalıdır. Bu nedenle kısa vadeli faiz oranları, kamuoyu tarafından değerlendirilmesi kolay ve anlaşılır olduğu için parasal taban ve diğer para politikası göstergelerine göre daha şeffaf olacaktır.
- Şeffaflığı arttıran bir unsur olarak, para politikası uygulamasında meydana gelecek olası değişiklikler ve bu değişikliklerin ileride enflasyon üzerinde oluşturacağı etki kamuoyuna bildirilmelidir. Kamuoyu tarafından izlenen bu durum, merkez bankasının enflasyon hedefine olan taahhüdünün çabası olarak algılanacaktır. Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı çoğu ülkede, bu çerçevede, enflasyon tahminleri düzenli bir şekilde yayınlanmakta ve güncellenmektedir. Bu şekilde kamuoyu, merkez bankasının enflasyon tahminlerine ilişkin verilerini değerlendirmesi ve enflasyon hedefine ulaşmada karşılaşabileceği riskleri algılaması açısından oldukça önemlidir.
- Enflasyon hedefinden olası bir sapmanın öngörülmesi halinde, merkez bankası, enflasyon hedeflemesi stratejisinin güvenilirliğinin zedelenmesini önlemek için öngörülen sapmayı ve nedenlerini önceden bildirmesi; sapma durumunda ise alacağı tedbirleri ve enflasyon hedefine ulaşma süresi hakkında açıklama yapmalıdır.
- Para politikası uygulama sonuçlarının yani performansının değerlendirilmesi, kamuoyuna hesap verilebilirlik açısından gereklidir. Bu bakımdan, enflasyon hedefine ulaşma yönünde para politikasının başarısı üzerine etki edebilecek, hem

[135] Carare ve diğerleri, a.g.m., pp. 7-8.

yurt içi hem de yurt dışı, ekonomik ve finansal gelişmeler izlenmeli ve kamuoyuna bildirilmelidir.

Şeffaflık ile hesap verebilirlik birbiri ile yakından ilişkilidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi altında, hesap verebilir bir merkez bankasının; ilan edilen hedeflerine ulaşılamaması durumunda, politika üzerinde yapılacak değişiklikleri ve bu değişikliklerin nedenleri hakkında, kamuoyuna açıklama yapması gerekir. Böylece, enflasyon hedefinde meydana gelebilecek olası bir sapmanın, politikadan kaynaklanası beklenen tahmini hata mı yoksa merkez bankasının hatası mı olduğu hususunda açıklık sağlayacaktır[136]. Bu bağlamda merkez bankasının uyguladığı para politikasına duyulan güvenilirliğin devamı için sorumluluk alanı açık bir şekilde belirlenmelidir. Bu bakımdan para politikasının başarısı için hesap verebilirlik bir önemli bir unsurdur.

Merkez bankasının bağımsızlığı, aynı zamanda hesap verebilirliği de gerekmektedir. Zira hesap verilebilirlik, demokratik bir toplumda bağımsızlığın ön koşuludur[137]. Hesap verebilirlik, sadece merkez bankasının faaliyetlerinden dolayı sorumlu tutulması anlamına gelmemekte, aynı zamanda kararların ve faaliyetlerin açıklanmasını ve doğrulanmasını da gerektirmektedir. Bu bakımdan para politikasında hesap verilebilirlik, şeffaflığın sağlanması ile yakından ilişkilidir. Para politikası uygulamalarında şeffaflığın sağlanması, merkez bankasının doğru politika tercihlerinde bulunup bulunmadığına dair kamuoyu tarafından değerlendirme yapılabilmesine imkan vermektedir. Hedefe ulaşılmadığı zaman, bunun nedeni ile ilgili olarak merkez bankasından bilgi istenebilmektedir. Öyle ki, birçok durumda ve tamamen haklı görülebilecek özel koşullar (dışsal koşullar) nedeniyle ilan edilen hedefe ulaşılmayabilir. Örneğin petrol fiyatlarının şiddetli ve beklenmeyen bir şekilde yükselmesi durumunda merkez bankası, enflasyon oranındaki geçici bir artışa engel olamayacaklardır. Merkez bankası, petrol fiyatlarında meydana gelen bu artışı, bir defaya mahsus artış olarak algıladığı sürece, enflasyon oranındaki bu artışı kabul ederek ve herhangi bir tepki vermeyebilecektir. Ancak diğer yandan, para

[136] Debelle, a.g.m., p. 17.
[137] Carl E. Walsh, " Transparency, Flexibility, and Inflation Targeting," **Central Bank of Chile Working Papers**, No:401, December 2006, p. 1. ve Lars E. O. Svensson, "Challanges for Monetary Policy," **Bellagio Group Meeting Paper of National Bank of Belgium**, January 2004, www.princeton.edu/~svensson, 25.05.2007.

politikasının yanlış yönetilmesinden dolayı ilan edilen hedef tutturulmamış ise hükümet bu durumdan merkez bankasını sorumlu tutabilmektedir. Teorik olarak, hükümet merkez bankası para politikası oluşturma kurulunu görevden alabilmekte veya para politikası kurulunu yeniden yapılandırabilmektedir[138].

Fiyat istikrarını sağlama amacına uygun olarak önceden ilan edilen enflasyon hedefi, para otoritesine doğrudan doğruya önemli bir sorumluluk yüklemektedir. Bir başka ifadeyle para otoritesinin kamuoyu karşısında enflasyonun hedeflenen düzeyde tutulacağına ilişkin açık taahhütte bulunması onu hesap verme sorumluluğu altına sokmaktadır. Ancak bu hesap vermede, ulaşamadığı takdirde gerekeni yapacak kişi ya da makamın önceden belirlenmesi gerekmektedir. Uygulamada çeşitli hesap verme biçimleri söz konusudur. Bu yaklaşımın en katı biçimde uygulandığı Yeni Zelanda'da merkez bankası başkanının görev süresi, hedefin tutturulup tutturulmamasına bağlıdır. Öyle ki, enflasyon hedeflemesi, temeli Kenneth Rogoff (1985) tarafından oluşturulan, principal-agent analizine dayalı performans sözleşmesini esas alan bir yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, agent konumundaki para otoritesi ile hükümet arasında enflasyon hedefi üzerinde bir sözleşme yapılmaktadır. Bu sözleşmeyle para otoritesi, kamuoyuna (principal), enflasyonun hedeflenen düzeyde tutulacağına ilişkin taahhüt altına girmekte; yapacağı uygulamanın sonuçlarına katlanmayı kabullenmektedir. Bu çerçevede, sözleşmede yer alan enflasyon hedefinin tutturulması durumunda merkez bankası başkanı bu performansından dolayı ödül (maaş artışına gidilmesi gibi) verilmektedir[139]. Hedefin tutturulamaması halinde ise daha önceden de belirtildiği gibi hükümetlerce, merkez bankası başkanı ve para politikası oluşturma kurulu üzerine çeşitli yaptırımlara gidilmektedir.

Yine para politikası uygulama sonuçlarının yayınlanması, enflasyon hedefini takip eden kamuoyu açısından oldukça önemlidir. Bu bağlamda, kamuoyu ile iletişim, şeffaflık ve hesap verebilirlik açısından bir gerekliliktir. Enflasyon hedefine ulaşmaya yönelik politikalar ve bu politika sonuçlarına ait bilgiler kamuoyuna aktarılırken; zamanlaması, güncelliği ve kamuoyunu tarafından anlaşılacak şekilde açık olması gerekir. Aksi halde, şeffaflıktan söz etmek güçtür. Şeffaflık ve hesap

[138] Demirhan, a.g.e., s. 38.
[139] Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı**, ss. 45-46

verebilirliğin önemi açısından merkez bankalarının, kamuoyu ile iletişim sağlanmaya yönelik kullandığı, çeşitli iletişim yöntemleri ve araçları şunlardır[140];

- Para politikası kurulunda alınan kararlar hakkında (örneğin faiz oranları), kamuoyunu hemen bilgilendirmek için toplantı sonrasında düzenli olarak basın duyurusu ve konferanslarının yapılması sıklıkla başvurulan yöntemlerden birisidir.
- Bu bağlamda, en temel araçlardan birisi ise düzenli aralıklarla yayınlanan enflasyon raporudur. Enflasyon raporunun amacı; güncel ekonomik ve finansal gelişmeler ve bunların enflasyon üzerindeki etkisi hakkında bilgi vermektir. Basit şekliyle enflasyon raporu; hedef enflasyon üzerine etki eden çeşitli arz ve talep faktörleri ile enflasyon beklentileri hakkında gösterge niteliğindedir. Bu çerçevede, enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok ülkedeki merkez bankaları, düzenli aralıklarla enflasyon raporu yayınlamaktadırlar. Ayrıca[141], enflasyonun gelecekteki eğilimi ve hedefe göre durumu hakkında da bilgi verilir. Bununla birlikte merkez bankasının önceden ilan ettiği hedefe ulaşamadığı takdirde, bunun nedenini açıklamak ve alınacak önlemler hakkında bilgi vermek için enflasyon raporu kullanılmaktadır.
- Yine bu çerçevede ve günümüzde yaygın bir yöntem olarak merkez bankası, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulama çerçevesi ve detayları hakkında özel yayınlar ve yöntemler kullanmaktadırlar (başkanın konuşmaları, duyuru, konferans v.b). Yine bunları medya, özel ve resmi kuruluşlara dağıttığı gibi resmi internet sayfasında da yayınlar. Ayrıca, merkez bankasının hesap verebilirliği açısından; enflasyon hedefine ulaşılamadığı takdirde bunun sebeplerini, enflasyon hedefine ulaşılmasına yönelik alınacak önlemleri ve bu önlemlerin enflasyon üzerine ne kadar sürede etki edeceğini gösteren "açık mektup"'u parlamentoya sunarlar.

[140] Carare ve diğerleri, a.g.m., pp. 8-9.
[141] Agenor, a.g.m., pp. 26-27.

1.3.2.4. Maliye Politikasının Disipline Edilmesi

i. Maliye Politikasındaki Dengesizlikler: Mali Baskınlık

Maliye politikasındaki dengesizliklerin en belirgin sonucu mali baskınlık şeklinde ortaya çıkmakta ve daha çok zayıf ve etkili olmayan vergi sistemine sahip olan ülkelerde daha da belirgin bir şekilde kendini göstermektedir. Zayıf bir vergi sistemi ile gelişmemiş finansal piyasanın bir arada bulunması, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, kamu harcamalarının senyoranj gelirleri ile karşılanmasını zorunluluk haline getirmektedir. Borçların monetizasyonu olarak adlandırılan bu yöntemin tartışmasız sonucu enflasyondur. Öyle ki kamu açıkları ister iç borçlanma yolu ile isterse senyoranj gelirleriyle karşılansın her iki yöntemde para politikasının başarısında önemli sorunlara neden olacağı açıktır[142]. Bu durumda en önemli sorun ise para politikalarının güvenilirliğinin kaybedilmesi olacaktır.

Şöyle ki, rasyonel özel sektör ajanları enflasyon tahminlerini oluştururken, sürdürülebilir olmayan bir kamu açığı ve borcunun varlığı halinde, politika yapıcıların bunları para basarak finanse etmek için merkez bankasına baskıda bulunma ihtimalini göz önüne alacaklarından, ortaya çıkan zaman tutarsızlığı problemi nedeniyle para politikalarının güvenilirliği kaybolacaktır. Bu nedenle, maliye politikalarının disipline edilmesi, para politikalarının güvenilirliğini ve dolayısıyla etkiliğini sağlamanın önemli koşullarından biri olmaktadır[143].

Mali baskınlığı önlemenin yolu ise maliye politikasında disiplini sağlamaktır. Yani maliye politikasını bütçe sınırları içinde kalacak şekilde uygulamaktır. Öyle ki mali disiplinin sağlanması ile ilgili olarak, T.Sargent ve N.Wallance (1981)'ın "hoş olmayan monetarist aritmetik" kavramı ile ifade edilen görüşleri oldukça önemlidir. Sargent ve Wallance'a göre, mali otoriteler bütçe disiplinini sağlamadığı sürece kamu borçlarının parasallaşma olgusu sebebiyle, enflasyonla mücadele etmek için cari dönemde uygulanan sıkı para politikası uzun dönemde enflasyon oranını düşürmek yerine yükseltecektir. Daha açık bir ifadeyle, süreklilik arz eden bütçe açıklarının borçla finansmanı, parasal finansmana göre daha enflasyonist sonuçlara neden olacaktır. Çünkü kamu borçları sürdürülemez boyuta ulaştığında parasal

[142] Akyazı, a.g.e., s. 35. ve Michael Woodford, "Fiscal Requirements for Price Stability," **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 33, No.3, August, 2001, p. 672.
[143] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 80.

finansman kaçınılmaz olacaktır. Bu bağlamda Sargent ve Wallance, para politikası uygulamalarının maliye politikası tarafından desteklenmesi gerektiğini, diğer bir deyişle para ve maliye politikalarının koordineli bir biçimde uygulanması gerektiğini ileri sürmüşlerdir. Bu çerçevede Sargent ve Wallance'ın önerisi ise bir taraftan para otoriteleri parasal tabanı, fiyat istikrarı çerçevesinde belirlemeli; diğer taraftan mali otoritelerde, kamu harcamalarını kamu gelirleri ile sınırlı tutmalıdır[144].

Yine hükümetler, "hoş olmayan monetarist aritmetik"'in ortaya çıkardığı maliyetlerden kaçınmalıdırlar. Kaldı ki merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarı olsa bile, kamu açıklarının ve kamu borçlarının hızlı bir biçimde artması durumunda, faiz oranları enflasyon risk primi nedeniyle yükselebilecektir. Böylece ileriye yönelik yatırım halinde bulunan firmaların borçlanma maliyetleri artacaktır[145]. Sonuç olarak, kamu borcunun çok yüksek olduğu ülkelerde, finans piyasalarındaki borç verilebilir kaynakların çoğunun kamuya aktarılması, hem özel sektöre verilebilecek kredi miktarının azaltırken, hem de enflasyon risk primi nedeniyle piyasa faiz oranları yükseltecektir.

ii. Maliye Politikasında Disiplini Sağlamaya Yönelik Önlemler

Para politikasının fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yönünde başarılı olabilmesi açısından bir diğer önemli koşul ise mali baskınlığın azaltılması yönünde maliye politikalarının disipline edilmesidir. Bu durumda maliye politikalarının disipline edilmesi aslında mali baskınlığı azaltma yönünde alınabilecek önlemleri beraberinde getirmektedir. Bu bağlamda öncelikle bütçe açıklarının azaltılması bununla ilgili olarak merkez bankası kaynaklarından karşılanan kamu borçlanmasının düşük düzeylerde olması veya hiç olmaması ve kamu harcamaları finansmanda senyoranj gelirine bağlı kalmaması gerekmektedir[146].

Bu bakımdan söz konusu önlemler ancak, bütçe açıklarına veya merkez bankası kaynaklarına başvurularak yapılan kamu borçlanmasına getirilecek yasal

[144] Tahir Büyükakın ve Cemil Erarslan, "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi," **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı No:8, 2004/2, p. 28.
[145] Demirhan, e.g.k., s. 35.
[146] Paul R. Masson, Miguel A. Savastano, Sunil Sharma, "Can Inflation Targeting Be a Framework for Monetary Policy in Developing Countries," **Finance&Development**, March 1998, p. 35.

düzenlemeler ve sınırlamalarla mümkündür[147]. Bu bağlamda gösterilebilecek en güzel örneklerden biri de 1992 Maastricht anlaşmasında alınan karar ile Avrupa Birliğine üye ülkelerin parasal birliğe girişte yerine yetirmesi gereken dört koşuldan biri olarak, bütçe açıklarının GSMH oranının %3'ü geçmemesi; bir diğeri de kamu borçlarının GSMH'ya oranının %60 geçmemesi koşuluna bağlanmasıdır. Bir başka örnek ise Japonya hükümetine 1947 yılında yürürlüğe giren Kamu Finans Hukuku yasası altında getirilen bütçe sınırlamasıdır. Söz konusu sınırlama ile hükümetin sadece alt yapı yatırım harcamalarını için borçlanmasına müsaade edilmiştir [148].

Yine gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke ile ayrı önem derecesinde geçiş ekonomileri uzun dönem bütçe dengesinin sağlanması amacıyla maliye politikalarını disiplin altına almaya çalışmışlardır. Bunun ilk göstergesi olarak birçok ülkenin, özellikle GSMH'ya oranlandığında yüksek kamu borcuna sahip olan ülkelerin, bütçe açıklarını azaltmaya yöneldiği ve böylece başta sağlık ve sosyal güvenlik sistemi olmak üzere birçok alanda reformlar ve yasal düzenlemeler yaparak ve bunun sonucunda uzun dönem bütçe dengesinin sağlanmasının amaçlandığı görülmüştür[149].

Maliye politikasını disiplin altına alınması için gerekli önlemlerden bir diğeri ise bütçe uygulamalarının şeffaflaştırılmasıdır. Kapsamlı bir şeklide tanımlandığında ise mali şeffaflık, hükümetin yapısı ve fonksiyonları ile maliye politikası amaçları ve önceliğinin, kamu kesimi hesapları ve projelerinin kamuoyunun anlayacağı şekilde açık olmasıdır. Bu açıklık ki, hükümetin şimdiki ve gelecekteki ekonomik ve sosyal uygulamaları ile bütçe verileri hakkında seçmelerin ve finansal piyasaların fayda ve maliyet analizi yapabilmelerine olanak verecek şekilde olmasıdır. Bu bağlamda bütçe uygularlarına ilişkin verilerin, kapsamlı, zamanında ve anlaşılır, uluslar arası karşılaştırmalara olanak verecek şekilde kullanılır olmasını da gerektirmektedir[150]. Bu bakımdan bütçe uygulamalarında şeffaflığın olmayışı ise, hükümetin kamuoyu tarafından denetlenmesini yani hesap verebilirliğini zorlaştırdığı açıktır. Dolayısıyla

---

[147] Jonathan Millar, " The Effects of Butget Rules on Fiscal Performance and Macroeconomic Stabilization," **Bank of Canada Working Paper**, WP No. 97/15, June 1997, pp. 11-12. ve Alberto Alesina and Roberto Perotti, "Balanced-Budget Rules: Fiscal Discipline and the Budget Process," **The American Economic Review**, Vol. 86, No. 2, 1996, May 1996, pp. 401.

[148] Millar, a.g.m., pp. 11-12.

[149] Alesina and Perotti, a.g.m., pp. 401.

[150] James E. Alt and David Dreyer Lassen, "Transparency, Political Polarization, and Political Budget Cycles in OECD Countries," **American Journal of Political Science,** Vol.50, No.3, July 2006, p. 534.

mali disiplinin sağlanması açısından bütçe uygulamaları yeterli düzeyde şeffaf ve hesap verebilir yapıda olmalıdır.

Ayrıca Alt ve Lassen (2006) yılında yapmış çalışmada, oluşturdukları şeffaflık indeksine göre düşük mali şeffaflığa sahip ülkelerde seçimin olmadığı yıllarda bütçe açıkları ortalamasının GSMH'ya oranı %2,9 iken, seçim yıllarında bu ortalamanın GSMH'ya oranının %3,3'e yükseldiği sonucuna ulaşılmıştır. Yine ülkelerin, siyasal kutuplaşmanın arttığı yıllarda seçim takvimine göre seçimin yaklaştığı dönem ve seçim yılında bütçe açıklarının yükseldiği sonucuna ulaşılmıştır[151].

[151] Alt and Lassen, a.g.m., pp. 536-537.

İKİNCİ BÖLÜM

2. FİYAT İSTİKRARI HEDEFİNE YÖNELİK PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİNİN KARŞILAŞTIRILMASI

Uluslararası uygulamalara bakıldığında, merkez bankalarının uzun dönemde fiyat istikrarını sağlamak amacıyla tercih edebilecekleri dört tür para politikası stratejisinin olduğu görülmektedir. Bunlar[152],

1. Döviz Kuru Hedeflemesi,
2. Parasal Hedefleme,
3. Enflasyon Hedeflemesi,
4. Açıklanmayan Ancak Kullanılan "Örtülü Nominal Gelir Hedeflemesi"'dir.

Bu noktada hangi para politikası stratejisinin fiyat istikrarını sağlama ve sürdürmede daha elverişli bir strateji olduğunun belirlenmesi gerekmektedir. Bu bakımdan çalışmamızda döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi stratejileri güvenilir bir para politikasının taşıması gereken nitelikler çerçevesinde, temel bileşenleri, avantaj ve dezavantajları göz önüne alınarak karşılaştırmaya tabi tutulacaktır. Ancak pratikte açık bir şekilde uygulanmadığından örtülü nominal gelir hedeflemesine yer verilmeyecektir.

2.1. DÖVİZ KURU HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ

2.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisinin Tanımı ve Temel Bileşenleri

2.1.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisinin Tanımı

Para politikası stratejisi olarak bir çok ülke tarafından sıklıkla uygulanan döviz kuru hedeflemesinde nominal çıpa döviz kurudur. Buna göre ülkenin ulusal para biriminin değeri, genellikle istikrarlı ve enflasyon oranının düşük olduğu ABD veya Almanya gibi başka bir ülkenin para birimine ya da bu ülkelerin para birimlerinin toplandığı bir sepete, sabit döviz kuru (fixed exchange) veya belirli bir band rejimi (crawling peg) şeklinde endekslenerek uygulanabilir.[153] Bununla birlikte, serbest dalgalanma (free float) ve tam dolarizasyon (full dolarizasyon) rejimleri

[152] Frederic S. Mishkin ,"International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes," **NBER Working Paper Series**, No:7044, March 1999, p. 1.
[153] Mishkin and Posen, a.g.m., p. 5.

döviz kuru hedeflemesinin iki uç uygulamasıdır. Bu iki uygulama arasında esneklik derecesine göre değişen rejimlerde vardır.[154] Tablo-1'de bu rejimlere yer verilmiştir.

Tablo–1. Alternatif Döviz Kuru Rejimleri

Serbest Dalgalanma (Free Float)	Kaygan Bant (Sliding Band)	Ayarlanabilir Sabit Kur (Fixed but Adjustable Exchange Rate)
Kirli Dalgalanma (Dirty Float)	Yönlendirilmiş Sabit Bant (Crawling Band)	Para Kurulu (Currency Board)
Bant İçinde Dalgalanma (Floating within a Band)	Yönlendirilmiş Sabit Parite (Crawling Peg)	Tam Dolarizasyon (Full Dolarization)

Kaynak: Edwards and Savastano, **a.g.m.**, p.6-7. Tablo, özet biçiminde tarafımızdan oluşturulmuştur.

2.1.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisinin Temel Bileşenleri

Döviz kuru hedeflemesi rejimlerini yumuşak döviz kuru hedeflemesi (soft exchange-rate peg) ve katı döviz kuru hedeflemesi (hard exchange-rate peg) olmak üzere iki ana bölüme ayrılabilir.[155] Yumuşak döviz kuru hedeflemesi, ayarlanabilir kur rejimini ifade etmektedir. Yumuşak döviz kuru hedeflemesinde, enflasyonu kontrol altına almak amacıyla ulusal paranın değeri güçlü bir paraya bağlanır. Bu sistemde, kimi zaman yabancı bir ülke parasına bağlanan ulusal paranın değeri, belirli bir bant içinde dalgalanmaya bırakılabilir.[156]

Yumuşak döviz kuru, yani ayarlanabilir veya sürünen sabit döviz kuru hedeflemesi şu üç bileşeni içeren bir para politikası stratejisidir[157].

1. Parasal döviz kurunun enflasyon ve enflasyon beklentilerinin çapası olarak kullanılması,
2. Ulusal paranın değerinin, enflasyonun düşük olduğu büyük bir ülkenin parasına sabitlenmesi veya belirli bir merkezi kur etrafındaki bant içinde tutulması,

[154] Sebastian Edwards, Miguel A. Savastano, "Exchange Rate in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know?" **NBER Working Paper Series,** No:7228, July 1999, p. 5.
[155] Stanley Fischer, "Exchange Rate Rejimes: Is the Bipolar View Correct?" **Finance & Development**, June 2001, p. 18. ve Frederic S. Mishkin and Miguel A. Savastano, "Monetary Policy Strategies for Latin America", **Journal of Development Economics**, October 2001, p. 416.
[156] Seyfettin Erdoğan, "Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme," **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2005/1, s. 35.
[157] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 86.

3. Parasal otoritenin ulusal parayı sabitlemiş olduğu bu kurdan tüm döviz alım ve satım taleplerini karşılama taahhüdünde bulunmasıdır.

Katı döviz kuru hedeflemesi (hard exchange-rate peg) stratejisinde ise iki tür uygulama Para Kurulu (Currency Board) ve Tam Dolarizasyon (Full Dolarization) rejimi öne çıkmaktadır.[158] Para kurulu rejimi, ülke parasının seçilecek olan yabancı bir para ile sabit kurdan değişimini öngören ve belirli yasal düzenlemeleri gerektiren bir sistemdir.[159] Tam dolarizasyon rejiminde ise ülkelerin ulusal parası tedavülden kaldırılarak yabancı para ile ikame edilmektedir.[160] Yani bu sistemi uygulayan ülke parasal bağımsızlığına son vermekte ve başka bir ülkenin para birimini kullanmaktadır.

2.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesinin Başlıca Avantajları

Döviz kuru hedeflemesi başlıca üç avantaja sahiptir. Bunlardan ilki, nominal çıpa olarak enflasyon beklentilere yön vermesi; ikincisi, zaman tutarsızlığı problemini önleyebilmesi ve üçüncüsü, basit ve açık olmasıdır.

2.1.2.1. Nominal Çıpa Olarak Enflasyon Beklentilere Yön Vermesi

Döviz kuru hedeflemesi uygulamada birçok avantaja sahiptir. İlk olarak, Döviz kuru hedeflemesinin nominal çıpa olarak algılanması, enflasyon oranını uluslar arası ticarete konu olan mallar için sabitler ve böylece enflasyonu kontrol altında tutmak için doğrudan katkı sağlar. Eğer döviz kuru hedeflemesine güvenilirse, enflasyon beklentileri, nominal çıpa olarak alınan ülkenin enflasyon oranı üzerinden gerçekleşir.[161] Öyle ki uluslar arası ticarete konu olan mallar için enflasyon oranının sabitlenmesi, döviz kuru hedefine duyulan güven devam ettiği sürece, iç fiyatlarında sabitlenmesine de yarayacaktır. Böylece döviz kuru hedeflemesi ile enflasyon beklentileri, çıpa ülkedeki enflasyon beklentileri doğrultusunda gerçekleşecektir[162]. Sonuç olarak, ülkenin ulusal para biriminin

---

[158] Guillermo A. Calvo and Frederic S. Mishkin , "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries," **The Journal of Economic Perspectives** , Vol.17, No.4, Autumn 2003, p. 100. ve Mishkin and Savastano, a.g.m., p. 417.
[159] K.Azim Özdemir ve Gülbin Şahinbeyoğlu, "Alternatif Döviz Kuru Sistemleri," **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, Eylül 2001, s. 6.
[160] Mishkin and Savastano, a.g.m., s. 417.
[161] Mishkin ,"**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 3.
[162] Mishkin and Savastano, a.g.m., p. 418.

değerinin genellikle istikrarlı ve enflasyon oranının düşük olduğu başka bir ülkenin para birimine endekslenmesi, döviz kuru hedeflemesi uygulanan ülkede enflasyon beklentilerinin düşük oranlı olmasını sağlamaktadır

Ayrıca döviz kuru hedeflemesi ile uluslar arası ticaret yapan firmalar, kurların gelecekteki değerini görebilme imkanına kavuşurlar. Kurların hangi oranda artacağının önceden bilinmesi de, uluslar arası ticaretle uğraşanlar açısından belirsizlikler azaltacak, ithalat ve ihracat sözleşmelerindeki kur riskini ortadan kaldıracaktır. Bu durum, dış ticaret hacmi genişletirken, ekonomik büyümeye katkı sağlayacaktır[163].

2.1.2.2. Zaman Tutarsızlığı Problemini Önleyebilmesi

Döviz kuru hedeflemesi, para politikası yönetimine belirli kurallar sağladığından zaman tutarsızlığı problemini önler. Öyle ki sabit kur hedefine yönelik taahhüdünün ilan edilmesi, para politikası için belirli bir kuralın benimsendiği anlamına gelir dolayısıyla kur hedefinin ilan edilmesi halinde parasal otorite para politikasını keyfi şekilde uygulaması önlenmiş olur. Böylece zaman tutarsızlığı probleminden sakınılmış olunur[164]. Nitekim zaman tutarsızlığı problemi, ekonomideki birimlerin (firma ve işçiler), parasal otoriteler tarafından açıklanan en son kurala inandıkları ve parasal otorite tarafından açıklanan bu kuralın da takip edileceğini beklediklerinde, parasal otoritenin açıklanan kuraldan cayması şeklinde ortaya çıkmaktadır.[165] Sabit kur hedefine olan taahhüdünün ilan edilmesi, para politikası için belirli bir kuralın benimsendiği anlamına geldiği gibi açık ve anlaşılır olması zaman tutarsızlığı probleminin oluşmasını önleyebilir.

2.1.2.3. Basit ve Açık Olması

Merkez bankasının para politikasıyla ilgili hedeflere sahip olup olması ve bunları gerçekleştirme amacını bulunup bulunmaması 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 kamuoyununda desteğini almak zorundadır. Bu nedenle politikaya ilişkin

---

[163] Petursson, a.g.m., p. 37.
[164] Mishkin ,"**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 3.
[165] Robert J.Barro and David B. Gordon, "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model," **NBER Working Paper Series**, No:0807, November 1981, p. 2.

hedefler konusunda kamuoyunun aydınlatılmasına ve bilgilendirilmesine ihtiyaç vardır. Ancak bunun içinde tüm işlemeleri saydam, anlaşılır ve kamuoyunun denetimine açık olmalıdır. Üstelik merkez bankasının izleyeceği para politikası ne kadar açık ve anlaşılır olursa başarı derecesi de o kadar yüksek olacaktır. Açıklık derecesinin yüksek olması bir yandan güvenilirliği arttırırken diğer yandan politika sonucunu olumlu yönden geliştirecektir. En önemlisi açıklığın artışı merkez bankasının saygınlığının da artmasına ve özel sektörün enflasyon beklentilerinin merkez bankasının uygulamalarına daha duyarlı olmalarına yol açacaktır[166].

Döviz kuru hedeflemesi, kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılır açıklıkta bir stratejidir. İktisadi birimlerin politika beklentilerinin etkilenmesi açısından uygulanmakta olan parasal stratejinin basit ve açık olması son derece önemlidir. Yeterli açıklıkta ve basitlikte olmayan bir stratejinin beklentileri etkileme gücü sınırlıdır[167].

Bu bağlamda, döviz kuru hedeflemesi ile sağlanan söz konusu avantajlar doğrultusunda, gelişmiş ülkelerde tercih edilmesi ve enflasyonu kontrol etmek için başarıyla kullanılmış olması şaşırtıcı olmamalıdır. Örneğin, hem Fransa hem de İngiltere ulusal paralarının değerini Alman Markına endeksleyerek, döviz kuru hedeflemesini başarıyla uygulamışlardır. Önce Fransa 1987 yılında, enflasyon oranı %3 seviyesindenken uygulamaya başlamış ve 1992 yılına kadar enflasyon oranı %2 seviyesine düşürmüştür. 1996 yılına kadar Fransa ve Almanya enflasyon oranını %2'nin altında tutabilmişlerdir. Benzer biçimde İngiltere, 1990 yılında, ulusal parasını Alman Markına endeksledikten sonra, 1992 yılına kadar (taki ERM'yi terk etmeyi zorlayana kadar.) enflasyon oranını %10'dan %3'e düşürebilmiştir[168].

Döviz kuru hedeflemesi, gelişmekte olan ülkelerde de enflasyonu hızlı bir şekilde düşürmede etkili olmuştur. Arjantin, bu duruma önemli bir örnektir. Arjantin 1990 yılındaki merkez bankasının para kurulu düzenlemesiyle ulusal parası olan 1 yeni pesoyu 1 ABD dolarına sabitlemiştir. Bunun sonucunda 1989'dan 1990 yılına geldiğinde %1000'lere yaklaşmış olan enflasyon oranı 1994'ün sonuna gelindiğinde

[166] Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı**, ss. 16-17.
[167] Erdoğan, a.g.m., s. 37.
[168] Mishkin, "**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 3.

%5'in altına düşmüş, ekonomideki büyüme hızlanmış ve 1991'den 1994'e kadar Arjantin ekonomisi ortalama %8 büyümüştür[169].

2.1.3. Döviz Kuru Hedeflemesine Yöneltilen Eleştiriler

Döviz kuru hedeflemesi stratejisi üzerine dört dezavantaj söz konusudur. İlki, bağımsız bir para politikası uygulanamaması; ikinci olarak, ulusal paranın spekülatif ataklara açık hale gelmesi; diğeri, finansal kırılganlığı arttırması ve krize neden olması ve para otoritesinin şeffaflık ve hesap verebilirliğini azaltmasıdır.

2.1.3.1. Bağımsız Bir Para Politikası Uygulanamaması

Döviz kuru hedeflemesi uygulamada birçok avantaja sahip olmasına rağmen, uluslar arası uygulamalara bakıldığında önemli problemleri de yok değildir. Bu bağlamda döviz kuru hedeflemesinin oldukça ciddi kusurları vardır. Bunların ilki, döviz kuru hedeflemesi sonucunda para politikasının bağımsızlığını kaybetmesidir. Şöyle ki, açık ekonomilerde uygulanan döviz kuru hedeflemesinde hedefleme yapan ülkenin yurt içi faiz oranı, çıpa olarak seçilen ülkenin faiz oranına yaklaşmasına neden olur. Böylece çıpa olarak seçilen ülkede meydana gelen şoklar, doğrudan doğruya hedefleme yapan ülkeyi etkilemektedir[170].

Bu tür soruna en çarpıcı örneklerden birisi, 1990 yılında Doğu ve Batı Almanya'nın birleşmesiyle yaşananlardır. Birleşmenin getirdiği yük ve Doğu Almanya'nın yeniden yapılandırılmasının, mali genişleme yolu ile finanse edilmesi enflasyonu beklentisini arttırmış, dolayısıyla Almanya'da uzun ve kısa vadeli faizlerin yükselmesine neden olmuştur. Avrupa Döviz Kuru Mekanizması (ERM)'nda çıpa ülke durumunda olan Almanya'da faiz oranlarındaki bu yükseliş, ulusal paralarını Alman Markına bağlayan ülkelerde de faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Bu durum, döviz kuru mekanizmasına bağlı kalan Fransa ve İngiltere'de işsizliğin artması ve ekonomik büyümenin yavaşlanması ile sonuçlanmıştır[171].

Sonuç olarak, döviz kuru hedeflemesi ile para politikasının bağımsız politika uygulayabilme yeteneğini kaybederek gelişmiş ülkelerde dahi bu denli bir soruna

[169] Mishkin, "**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 3.
[170] Mishkin, "**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 4.
[171] Mishkin, "**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 4.

neden olması, zaten sığ ve güçlü olmayan finansal yapıya sahip gelişmekte olan ülkelerde, çıpa ülkede meydana gelebilecek şokların etkisinin ekonomileri üzerindeki olumsuz etkisi daha büyük olacaktır. Yani daha çok işsizlik ve büyüme kaybı ile sonuçlanabilecektir.

2.1.3.2. Ulusal Paranın Spekülatif Ataklara Açık Hale Gelmesi

Bir diğer eleştiri ise, Obstfeld ve Rogof (1995) tarafından belirtildiği gibi döviz kuru hedeflemesi uygulayan ülkelerin spekülatif atağa açık hale gelmesidir. Avrupa Döviz Kuru mekanizmasının 1992 yılının Eylül ayında yaşadığı döviz krizi Almanya'nın birleşmesinin bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bundan dolayı Almanya'nın birleşmenin sonrasında sıkı para politikası uygulaması Avrupa Döviz Kuru mekanizmasında yer alan ülkeleri negatif talep şokuyla karşılaşmalarına neden olmuş ve bu ülkelerde büyüme oranı düşmüş ve işsizlik artmıştır. Bu ülkelerde işsizliğin artmasına daha fazla katlanamayacakları tahmin eden spekülatörler kendi ülkelerindeki paraya karşı spekülatif atağa geçmişlerdir. Böylece Avrupa Döviz Kuru mekanizmasında yer alan ülkelerin merkez bankaları paralarının değerlerini korumak için rezervlerini önemli ölçüde tüketmek zorunda kalmışlardır.[172]

Bazı iktisatçılar, hükümetlerin sabit döviz kuru hedeflemesinden vazgeçmelerinin nedenini iç ve dış faiz oranları arasındaki farka bağlamışlardır. Bu noktada sermaye hareketleri önem kazanmaktadır. Öyle ki Avrupa Döviz Kuru Mekanizması içinde Almanya'nın yüksek faiz oranlarına sahip olması, sermaye hareketlerini bu ülkeye kaydırarak, mekanizmada yer alan diğer ülke ekonomilerinin durgunluğa girmesinde önemli bir etken olduğunu ileri sürülmüştür[173].

Gelişmekte olan ülkeler, başlangıçta döviz kuru hedeflemesi ile enflasyonu düşürmede başarılı olsalar bile spekülatif ataklar nedeniyle yeniden yüksek enflasyona maruz kalmışlardır. Çünkü geçmişlerinde zaten yüksek ve değişken enflasyon dönemleri geçiren, dolayısıyla güvenilirlikten yoksun olan bu ülkelerde, spekülatif atakların yaşanması ile ulusal paranın değer kaybetmesi ve bu kaybın fiyatlara yansıması enflasyonun artması ile sonuçlanmıştır. Nitekim 1988 yılından önce Meksika'da yıllık %100 olan enflasyon oranı, döviz kuru hedeflemesinin

[172] Mishkin, "**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 5.
[173] Gökhan Karabulut, **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, İstanbul, Der Yayınları, Yayın No.328, 2002, s. 101.

uygulanması ile 1994 yılına kadar yıllık enflasyon oranı tek haneli rakamlara indirilmiştir. Ancak, 1994 yılında döviz krizinin yaşanması ve ulusal paranın değer kaybetmesi sonuçlanmış, 1995 yılında enflasyon oranı yıllık %50'lilere yükselmiştir. Yine döviz kuru hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde, ulusal paraya yönelik yapılan spekülatif ataklar neticesinde, faiz oranlarında yükselmiş ve enflasyon beklentileri artmıştır. Faiz oranlarındaki artışlar, dolayısıyla yaşanan krizin olumsuz etkilerinin artmasına neden olmuştur. Meksika ve Doğu Asya ülkelerinde yaşanan krizlerde olduğu gibi, faiz oranları aniden yükselmiş, bu yükselişle birlikte bankaların ve firmaların aktif-pasif pozisyonları ve bilançoları bozulmuştur[174].

2.1.3.3. Finansal Kırılganlığı Arttırması ve Krize Neden Olması

Döviz kuru hedeflemesine yönelik bir diğer dezavantaj ise özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hedeflemesinin finansal kırılganlığı arttıracağı ve ekonomide ciddi ölçüde zarar veren finansal krizlere neden olacağıdır. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler için döviz kuru hedeflemesi oldukça tehlikeli bir rejim olarak görülmektedir. Örneğin, 1982'de Şili, 1994 ve 1995'te Meksika ve 1997 ve1998'de Doğu Asya ülkelerinde yaşanan döviz krizi sonrasında yapılan devalüasyonun ekonomilerindeki küçülmenin en önemli nedeni olmuştur[175].

Döviz krizleri ile yaşanan devalüasyon beraberinde bankacılık krizlerini de tetiklemektedir. Döviz kurunun sabitlenmesi veya reel değerinin altında tutulmaya çalışılması, döviz kuru üzerinde artan bir baskıya neden olmaktadır. Bu durumla birlikte özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki enflasyonist ortamın etkisi, bankacılık sektörünün ve diğer finansal kuruluşların, borç yapısının önemli bir kısmını döviz şeklinde gerçekleşmesine neden olmaktadır. Nitekim, döviz kurunun bu şekilde baskılanması, bankaların açık pozisyonlarının artmasına neden olurken dolayısıyla dövize bağlı riski artırır ve bankacılık sektörünü krize daha açık hale getirir[176]. Kaldı ki para politikasının güvenilirliğinin kaybedilmesiyle sonuçlanan Meksika 1994, Tayland 1997, Kore 1997, Endonezya 1997, Malezya 1997, Bulgaristan 1997, Rusya

[174] Mishkin, "**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 8.
[175] Mishkin, "**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 6. ve Barry Eichengreen, "International Monetary Options for the Twenty-First Century," **Annals of the American Academy of Political and Social Science**, Vol. 579, January 2002, pp. 11-13.
[176] Karabulut, a.g.k., s. 103.

1998, Brezilya 1999, Ekvator 2000 ve Türkiye 2001 yılında yaşanan finansal krizler bunun bir göstergesidir[177].

Döviz kuru hedeflemesinde mevcut olan diğer bir tehlike ise ulusal paranın değerinin katı bir şekilde sabitlenmesidir. Böylece döviz kuru riskinin azaldığını gören bankacılık ve toplumun diğer kesimleri dövizle borçlanabilecektir. Sermaye akışının devamında ve teşvik edilmesinde, borçlanma yoluyla elde edilen söz konusu sermaye, üretim yatırımlarına kanalize edilerek büyüme sağlanabilecektir. Burada anahtar rol bankalar gibi yurt içi aracı kurumlarda olacaktır. Sonuç olarak gelişmekte olan ülkelerin ortak problemi, bankaların denetim ve yönetiminin yetersizliğidir. Bu durumda aşırı ve kontrolsüz borçlanma bankaların bilânçolarını bozacak ve finansal sistemi zayıflatarak krizlere açık hale getirecektir[178]. Yakın geçmişte bir çok Doğu Asya ülkesi, Latin Amerika ülkeleri ile Türkiye'de bankacılık sektörünün zayıflığı ve ulusal paralarına yapılan spekülatif ataklar, bu ülkelerin finansal krize girmesine neden olmuştur[179]. Bu durumda gelişmekte olan ülkeler için döviz kuru hedeflemesinin ne kadar tehlikeli olabileceğini göstermektedir.

2.1.3.4. Şeffaflık ve Hesap Verebilirliği Azaltması

Döviz kuru hedeflemesine yönelik bir diğer dezavantaj ise özellikle gelişmekte olan ülkelerde, para politikası uygulayıcılarının sorumluluğunu zayıflatmasıdır[180]. Dolayısıyla döviz kuru hedeflemesine dayalı para politikası rejimi özellikle gelişmekte olan ülkelerde, para otoritesinin güvenilirliğini azaltabilmektedir. Bunun sebebi, para politikasının aşırı genişletici bir biçimde uygulanmasını engelleyen önemli bir sinyalin döviz kuru hedefi ile birlikte ortadan kalkmasıdır[181]. Yani gelişmiş ülkelerde, uzun vadeli tahvil piyasaları, para politikasının genişleticimi yoksa daraltıcımı olduğuna ilişkin sinyalleri ekonomik birimlere verirken; gelişmekte olan ülkelerde uzun vadeli tahvil piyasaları bulunmadığı için bu işlevi döviz kurlarındaki günlük dalgalanmalar yerine getirir.

---

[177] Andrew G. Berg, Cristopher J. Jarvis, Mark R. Stone, Alessandro Zanello, " Re-Establish Credible Nominal Anchor After a Financial Crisis: A Review of Recent Experience" **IMF Working Papers**, WP/03/76, April 2003, p. 3.
[178] Mishkin, "**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," pp. 8-9.
[179] Eichengreen, a.g.m., pp. 15-16.
[180] Mishkin, "**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 9.
[181] Demirhan, a.g.k., s. 16.

Nitekim döviz kuru hedeflemesi altında kurların sabitlenmesiyle, para politikasına ilişkin günlük bazda sinyaller sunma olasılığı ortadan kalkmış olacaktır[182].

Döviz piyasasından gelecek sinyallere olan ihtiyaç, gelişmekte olan ülke piyasaları için çok daha hayati öneme sahiptir. Öyle ki söz konusu olan bu ülkelerde merkez bankaları bilançoları ve faaliyetleri, gelişmiş ülkelerin aksine şeffaf değildir. Nitekim döviz kuru hedeflemesi ile Temmuz 1997 krizinden önce Tayland'da yaşananlar bu duruma bir örnektir. Krizden önce Tayland merkez bankasının tutumu, kamuoyunca para politikalarının takibini daha da zorlaştırmıştır. Kamuoyu tarafından merkez bankalarını ve merkez bankası üzerine baskı oluşturabilen politikacıları izleyememeleri, yani para politikasının yeterince şeffaf olmaması, aşırı genişletici para politikası uygulamasını kolaylaştırmıştır[183]. Bu bakımdan para politikasının yeterince şeffaf olmaması, aşırı genişletici para politikası uygulamasını kolaylaştırdığı için zaman tutarsızlığı problemine neden olabilecektir.

Siyasi kurumları ile para politikası yönetimine güvenin az olduğu, geçmişlerinde sürekli ve yüksek enflasyona maruz kalan gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hedeflemesi, enflasyonu kırmak ve ekonomiyi istikrara kavuşturmanın tek yolu olarak görülebilir. Bu durumda, döviz kuru hedeflemesi son çare olarak kullanılan bir istikrar politikasıdır. Ancak, bu ülkelerde döviz kuru hedeflemesi stratejileri şeffaf olmazlarsa, beklenen avantajları sağlayamayarak çözülürler ve genellikle yıkıcı finansal krizlerle son bulurlar[184].

Döviz kuru hedeflemesinde şeffaflığın sağlanması ve kur hedefine bağlı kalınması yönünde Para Kurulu ve Dolarizasyon olmak üzere iki önemli alternatif strateji gündeme gelmiştir. Ancak her iki stratejide, şeffaflığın sağlanması ve kur hedefine bağlı kalınması yönünde başarılı görülseler bile; bağımsız para politikası uygulama imkanının kaybedilmesi, ekonominin çıpa ülkedeki şoklara açık olması, merkez bankasının para yaratma gücünün ve son başvuru mercii olma özelliliğinin elinden alınması gibi bir çok sorunu beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla bütün bu sorunların olması ekonomiyi bankacılık krizlerine karşı daha açık hale getirecektir. Bununla birlikte, para kuruluna spekülatif saldırı olması halinde, ulusal paranın

[182] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 96.
[183] Frederic S. Mishkin, Para **Teorisi-Politkası,** çev. İlyas Işılar, Ahmet Çakmak ve Suat Yavuz, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, s. 140.
[184] Işılar, Çakmak ve Yavuz, a.g.k., s. 141.

yabancı paraya çevrilmesi para arzında ani bir daralmaya neden olacağından ekonomi için son derece zararlı sonuçlar doğuracaktır[185].

2.1.4. Döviz Kuru Hedeflemesi Stratejisi Üzerine Değerlendirme

Buraya kadar yapılan açıklamalar sonucunda, döviz kuru hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarını sağlama yönünde elverişli bir strateji olmamasının nedenleri şu şekilde sıralanabilir.

1. Gelişmiş ve gelişmekte olan ülke deneyimlerine bakıldığında döviz kuru hedeflemesi spekülatif atakların başlıca kaynağı olmaktadır. Bu nedenle, merkez bankası para arzını kontrol etme yeteneğini kaybetmekte, dolayısıyla bağımsız bir para politikası uygulama yeteneğinden yoksun kalmaktadır. Örneğin Avrupa Döviz Kuru Mekanizması'nda (ERM) çıpa ülke durumunda olan Almanya'da faiz oranlarındaki yükseliş, ulusal paralarını Alman Markına bağlayan ülkelerde de faiz oranlarının yükselmesine neden olmuştur. Dolayısıyla Fransa ve İngiltere'de bağımsız bir para politikası uygulama yeteneği zayıflamıştır. Kaldı ki döviz kuru mekanizmasına bağlı kalan Fransa ve İngiltere'de faiz oranlarının yükselmesi, bu ülkelerde işsizliğin artması ve ekonomik büyümenin yavaşlanması ile sonuçlanmıştır.
2. Özellikle gelişmekte olan bir çok ülkede mali ve finansal sistemin zayıf olması, döviz kuru hedeflemesi uygulayan bu ülkelerin spekülatif ataklara karşı kırılganlığını arttırmış ve bir çoğunda finansal krizle sonuçlanmıştır. Kaldı ki Şili, Meksika, Türkiye ve Doğu Asya ülkelerinde yaşanan döviz krizi, bu ekonomilerindeki küçülmenin de en önemli nedeni olmuştur.
3. Döviz kuru hedeflemesi altında kurların sabitlenmesiyle, para politikasına ilişkin sinyaller sunma olasılığının ortadan kalkması, kamuoyunca para politikalarının takibini zorlaştırmıştır. Bu bakımdan para politikasının yeterince şeffaf olmaması merkez bankası üzerine politik baskıları yani aşırı genişletici para politikası uygulamasını kolaylaştırmıştır.
4. Şeffaflığın sağlanması ve kur hedefine bağlı kalınması yönünde Para Kurulu ve Dolarizasyon olmak üzere iki önemli alternatif strateji gündeme gelse de bağımsız para politikası uygulama imkanının kaybedilmesi, ekonominin çıpa

[185] Işılar, Çakmak ve Yavuz, a.g.e., ss. 141-142.

ülkedeki şoklara açık olması, merkez bankasının para yaratma gücünün ve son başvuru mercii olma özelliliğinin elinden alınması gibi bir çok sorunu beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla bütün bu sorunların olması ekonomiyi finansal krizlerine karşı daha açık hale getirecektir.

Sonuç olarak döviz kuru hedeflemesi kendisine yöneltilen eleştirileri özeti şeklinde yukarıda sıralanan dört eleştiriden dolayı, özellikle gelişmekte olan ülkeler için fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yönünde elverişli bir strateji olmadığı sonucuna ulaşılabilir. Bu nedenle para politikasının başarısı açısından; oluşturulacak strateji, merkez bankasının bağımsız politika uygulayabilmesi ile şeffaflık ve hesap verebilirliği kurumsal bir taahhüt altına almalıdır. Bununla birlikte özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından son derece önemli olan mali sistemin zayıflıklarının giderilmesi ve finansal yapının güçlendirilmesine yönelik çalışmaların yapılması gerektiği sonucuna varılabilmektedir.

2.2. PARASAL HEDEFLEME STRATEJİSİ

2.2.1. Parasal Hedefleme Stratejisinin Tanımı ve Temel Bileşenleri

2.2.1.1. Parasal Hedefleme Stratejisinin Tanımı

Parasal hedefleme stratejisi, enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla, belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin artış oranının hedef olarak belirtilmesidir. Parasal hedefleme stratejisinin tercih edilmesi, para arzı değişkeninin yetkili para otoritelerince kısa süre içerisinde yönlendirilebileceği gerekçesine dayanmaktadır. Para politikası araçları vasıtasıyla para arzının iktisadi konjonktüre uyumlu bir şekilde ayarlanması, yeterli gelişmişlik düzeyine sahip para ve sermaye piyasalarının varlığı halinde mümkündür. Bu bağlamda 1970'li yılların ortalarından itibaren birçok gelişmiş ülkede parasal hedefleme stratejisi gündeme gelmiştir.[186]

Parasal hedefleme stratejisinin benimsenmesi hem pratik hem de akademik gelişmelerin bir ürünü olmuştur. Bretton Woods sisteminin çöküşü ile döviz kuru çıpası kaybedilince, parasal otoriteler para politikası uygulamalarında kılavuzluk edecek yeni bir parasal çıpa arayışına girmişlerdir. Söz konusu dönemde birçok iktisatçının para talebi fonksiyonunun istikrarlı ve dolayısıyla paranın dolaşım

[186] Erdoğan, a.g.m., s. 39.

hızının tahmin edilebilir olduğunu kanıtlaması, parasal otoritenin, kısa dönemde parasal geliri; uzun dönemde ise, enflasyonu kontrol edebilecekleri düşüncesinin yaygınlık kazanmasına yol açmıştır[187].

2.2.1.2. Parasal Hedefleme Stratejisinin Temel Bileşenleri

Mali baskınlığın olmaması ve döviz kurunun esnek olması koşulu ile parasal hedefleme stratejisi, enflasyonu kontrol etmek için üç ana unsura odaklanmıştır[188].

1- Para politikası otoritelerinin parasal tabanla ya da büyüklüklerle ilgili açıkladıkları bilgiye kamuoyu tarafından güven duyulması
2- Parasal tabanla ya da büyüklükler ilgili açıklanan hedefin, kamuoyunun enflasyon beklentisini yönlendirmesi
3- Parasal hedeflemelerde oluşacak büyük ve sistematik sapmaları önlemesi açısından bazı hesap verilebilirlik mekanizmalarının işlemesi

Parasal hedefleme stratejisi, 1974'te Almanya daha sonrada sırasıyla 1974'te ABD, 1975'te İsviçre ve Kanada ve 1976'da İngiltere parasal hedefleme stratejisini izlemeye başlamışlardır. Parasal hedefleme, Arjantin (1.1990-1.1991), Brezilya (2.1990-4.1990), Şili (2.1975-4.1977), Dominik Cumhuriyeti (2.1991-), Peru (4.1990-) gibi gelişmekte olan ülkeler tarafından da istikrar programlarının temel stratejisi olarak kullanılmıştır. Bilindiği üzere parasal hedefleme stratejisi 1990 yılında Türkiye'de de benimsenmiş ve süreklilik arz etmeyen ve daha sonra terk edilen yıllık para programları ilan edilmiştir[189].

2.2.2. Parasal Hedefleme Stratejisinin Başlıca Avantajları

Parasal hedefleme stratejisi başlıca üç avantaja sahiptir. Bunlardan ilki; para otoritesine, para politikasını ekonominin gereklerine göre uygulayabilme yeteneğini vermesi; ikinci olarak, nominal çıpa olarak enflasyon beklentilerini azaltması ve zaman tutarsızlığı problemini önleyebilmesi; üçüncüsü ise şeffaflık ve hesap verebilirliği sağlamasıdır.

---

[187] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 99
[188] Frederic S. Mishkin and Miguel A. Savastano, "Monetary Policy Strategies for Emerging Market Countries: Case Studies from Latin America," **Comparative Economic Studies,** Vol. XLIV, No.2, Summer 2002, pp. 46-47.
[189] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 100.

2.2.2.1. Bağımsız Para Politikası Uygulayabilme

Parasal hedefleme stratejisi, sabit döviz kuru hedeflemesi ile karşılaştırılacak olursa en önemli avantajı, merkez bankasının, ulusal ekonomide çıkabilecek sorunlar karşısında para politikasında değişiklik yapabilme ve ekonominin gereklerine göre ayarlayabilme olanağını sağlamasıdır. Dolayısıyla parasal hedefleme ile merkez bankası; diğer ülkelerden farklı olan enflasyon hedeflerini seçebilmekte, dışsal şoklar ve üretim dalgalanmaları olması halinde de para politikasında değişiklik yapabilme yeteneğine sahip olabilmektedir[190].

Döviz kuru hedeflemesinde de vurguladığımız üzere, para politikasının bağımsız bir şekilde uygulanamaması halinde ortaya çıkacak sorunların, parasal hedefleme stratejisi ile giderilmesi önemli bir avantaj olarak görülmelidir. Ayrıca mali baskınlığın olmaması, merkez bankasının bağımsızlığının arttırılması ve parasal hedefler haricinde, döviz kuru gibi bir diğer değişkene ait taahhüdün olmaması kamuoyunca hedefe duyulan güveni arttıracak ve parasal hedeflemenin başarısı üzerinde belirleyici olacaktır.

2.2.2.2. Nominal Çıpa Olarak Enflasyon Beklentilerini Azaltması

Parasal hedefleme stratejisi, sabit döviz kuru hedeflemesinde var olan birkaç ortak avantaja da sahiptir. Döviz kuru hedeflemesinde kurun ilan edilmesi gibi parasal hedeflemede de parasal büyüklüklerin artış oranının hedef olarak ilan edilmesi ile nominal çıpa sağlanır. Dolayısıyla nominal çıpa, para politikasının şeffaflığını arttırır ve kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılmasını sağlar. Öyle ki parasal hedeflemede merkez bankasının parasal büyüklüklere ilişkin bilgileri kısa süreli (genellikle iki haftalık) zaman dilimleri halinde yayınlaması, hedeflemenin başarısı hakkında piyasalara, kamuoyuna ve enflasyonu kontrol altında tutmak isteyen politikacılara önemli sinyaller sağlar. Bu sinyaller enflasyon beklentilerini olumlu yönde etkileyerek enflasyonun düşmesine yardımcı olur. Ayrıca parasal hedefleme, enflasyonu düşük düzeyde tutulması için birincil olarak merkez

[190] Mishkin, "**Strategies for Controlling Inflation**," p.19. ve Mishkin and Savastano, "**Monetary Policy Strategies for Latin America**," p. 21.

bankasının sorumluluğunu arttırması, para politikasını zaman tutarsızlığı problemine karşı korumuş olmaktadır[191].

Ayrıca parasal hedefin ilan edilmesi, merkez bankasının politik baskılardan uzak kalmasına yardımcı olacaktır. Belirli bir parasal büyüklüğün ne ölçüde artacağının önceden ilan edilmesi halinde, siyasal iktidarın merkez bankası kaynaklarına başvurmamaları zorunluluğunu ortaya çıkarır[192]. Bu durum, merkez bankasının parasal hedefe ulaşma yönünde bağımsız politika uygulama şansını arttırırken, uyguladığı politika sonuçları bakımından da sorumluluk altına sokacaktır.

2.2.2.3. Şeffaflık ve Hesap Verebilirliği Sağlaması

Parasal büyüklüklerin artış oranının hedeflenerek ilan edilmesi, para politikasının şeffaflığını arttırır ve kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılmasını sağlar. Parasal hedeflemede merkez bankasının parasal büyüklüklere ilişkin bilgileri kısa süreli genellikle iki haftalık zaman dilimleri halinde yayınlaması hedeflemenin başarısı hakkında piyasalara, kamuoyuna ve enflasyonu kontrol alında tutmak isteyen politikacılara önemli sinyaller sağlamaktadır[193]. Bununla birlikte, parasal hedefin ilan edilmesi ile ortaya koyulan taahhüt, parasal büyüklüklere ilişkin verilerin yayınlanmasıyla birleşince, merkez bankasını hedeflerden sapmalar ve politika karar ve uygulamaları konusunda hesap verme yükümlülüğü altına sokmaktadır[194].

Almanya parasal hedefleme stratejisi altında, enflasyonu başarılı bir şekilde düşürebilmiştir. Aslında Almanya'nın başarı hikayesi açısından 1990 yılında Doğu ve Batı Almanya'nın birleşmesi önemli bir yere sahiptir. Söz konusu birleşmeden sonra, mali genişleme ve yüksek ücret talepleri nedeniyle enflasyon oranları geçici olarak artmış olsa bile, Bundesbank, 1995 yılına gelindiğinde enflasyon oranını %2'lik hedefin altına düşürebilmiştir[195].

Almanya'nın parasal hedefleme stratejisinde başarılı sonuçlar elde etmesinde, iki temel özellik göze çarpmaktadır. Bunlardan ilki, parasal hedeflemensin katı kuraldan ziyade esnek bir şekilde uygulanması; diğeri ise, şeffaflığa ve kamu oyu ile

---

[191] Mishkin and Savastano, "**Monetary Policy Strategies for Latin America**," pp. 21-22.
[192] Erdoğan, a.g.m., s. 41.
[193] Mishkin and Savastano, "**Monetary Policy Strategies for Latin America**," p. 21.
[194] Büyükakın, **Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme**, s. 103.
[195] Mishkin ,"**Strategies for Controlling Inflation**," pp. 20-21.

iletişime oldukça fazla önem verilmesidir. Buna bağlı olarak, parasal hedeften sapmalar söz konusu olduğunda, sapmanın nedenleri kamuoyuna iyi bir biçimde açıklanmıştır[196].

2.2.3. Parasal Hedefleme Stratejisine Yöneltilen Eleştiriler

Parasal hedefleme stratejisinin üç dezavantaja sahip olduğu söylenebilir. Bunlardan ilki, hedeflenen parasal büyüklüklerle enflasyon arasındaki ilişkinin zayıflaması; ikincisi, nominal çıpa olma özelliğini kaybetmesi; üçüncüsü ise şeffaflık ve hesap verebilirliğin azalmasıdır.

2.2.3.1. Hedeflenen Parasal Büyüklüklerle Enflasyon Arasındaki İlişkinin Zayıflaması

Parasal hedefleme stratejisinin yukarıda saydığımız avantajların ortaya çıkabilmesi iki koşula bağlıdır. Bunlar[197];

1. Hedeflenen parasal büyüklükle ve hedef değişkeni arasında güçlü ve güvenilir bir ilişki söz konusu olmalıdır.
2. Hedeflenen parasal büyüklükler merkez bankası tarafından kontrol edilebilir olmalıdır.

Parasal hedefleme stratejisinin merkez bankası tarafından başarılı bir şekilde uygulaması; hedeflenen parasal büyüklük ile enflasyon arasındaki, güvenilir, istikrarlı ve önceden tahmin edilebilen bir ilişkinin ve özelliklede uygun bir yapının sağlanması ile olmaktadır. Ancak, finansal yenilikler ve sermaye akımının serbestleşmesi söz konusu bu ilişkinin istikrarını önemli ölçüde azaltmakta ve stratejiden beklenen avantajları ortadan kaldırmaktadır[198].

Parasal büyüklükler, merkez bankasının kontrolünde olan M1, M2 veya M3 gibi büyüklüklerdir. Bu bağlamda dar anlamda parasal büyüklük olan M1, merkez bankası tarafından kolaylıkla kontrol edilebilirken, geniş anlamda M2 ve M3 gibi parasal büyüklükler için aynı kolaylık söz konusu değildir. Öyle ki son yıllarda finansal sistemde meydana gelen gelişmeler hangi finansal aktifin para tanımına

[196] Demirhan, a.g.k., s. 19.
[197] Mishkin ,"**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 13.
[198] Bozkurt, a.g.k., ss. 60-61.

dahil edileceği konusunda sorun yaratmaktadır. Bu da parasal hedeflemenin çıpa olarak kullanılmasını güçleştirmektedir. Bu konudaki doğal çözüm merkez bankasının nihai hedefleri (fiyat istikrarı ve düşük enflasyon) ile tutarlı bir parasal büyüklüğü seçmesidir. Ancak burada da sorun merkez bankasının nihai hedefi ile ilgili olarak, farklı zamanlarda farklı parasal büyüklüklerin tutarlılık göstermesidir. Örneğin, reel gelir ve fiyat düzeyi ile bazen M1, bazen de M2 yakından ilişkilidir.[199] Ülke uygulamalara bakıldığında, hangi parasal büyüklüğe ilişkin bilginin çıpa olarak alınmasın daha uygun olacağı hususunda da fikir birliği oluşmadığı görülmektedir.[200]

Parasal hedefleme stratejisini uygulamasında, özellikle kronik enflasyonla yüz yüze kalan gelişmekte olan ülkelerde ortaya çıkan bir diğer dezavantajı ise, kronik ve yüksek enflasyon nedeniyle, ekonomilerinde dolarizasyon sürecinin hızla artmaya başlamasıdır. Dolarizasyonun artmasıyla, ekonomideki birimler artık mevduatlarını, tasarruflarını ve kira sözleşmelerini dolar cinsinden ifade etmeye başlamışlardır. Bu durum ulusal para arzının kısılmasına neden olurken, parasal büyüklüklerin nihai hedefi etkileme özelliliğinin azalması anlamına gelir, dolayısıyla merkez bankasının para politikası üzerindeki etkisini azaltır.[201]

Yüksek enflasyon problemine sahip gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon hedefi ile tutarlı bir parasal büyüme oranı hesaplamak oldukça güçtür. Çünkü söz konusu bu ülkelerde paranın dolanım hızı öngörülebilir bir nitelikte değildir. Paranın dolanım hızının öngörülememesi, söz konusu ülkelerde parasal hedeflemenin tercih edilmemesinin en temel gerekçelerinden biri olmuştur[202].

2.2.3.2. Nominal Çıpa Olma Özelliğini Kaybetmesi

Amerika, Kanada ve İngiltere'nin parasal hedefleme stratejisi ile enflasyonu kontrol altına alma çabası başarısızlılıkla sonuçlanmıştır. Bunu iki önemli nedene bağlayabiliriz. Bu nedenlerden ilki, ilan edilen parasal hedeften sapmalara izin verilmesidir. Bu durumda nedeni açıklanmayan sapmalar, hedeflemeye duyulan güveni de azaltmıştır. İkinci önemli neden ise, hedeflenen parasal büyüklükle ve hedef değişkeni arasındaki ilişkinin zayıflamasıdır. Öyle ki 1980'li yıllara

[199] İlker Parasız, **Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar**, Bursa, Ezgi Basımevi, 2001, s. 74.
[200] Erdoğan, a.g.m., s. 4.
[201] Guillermo A. Calvo and Carlos A. Vegh, " Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries" **NBER Working Paper Series**, No:6925, February 1999, p. 43.
[202] Erdoğan, a.g.m., s. 42.

gelindiğinde söz konusu ülkelerde, enflasyon ile parasal büyüklükler ve nominal gelir arasındaki ilişki iyice zayıflamış, devamında ise parasal hedefleme stratejisi terk edilmiştir[203]. Bu ülke örnekleri, ilan edilen parasal hedeften sapmalara izin verilmesi ve hedeflenen parasal büyüklük ile hedef değişkeni arasındaki ilişkinin zayıflaması halinde, hedefin nominal çıpa olma özelliği kaybedileceği gibi hedeflemeye duyulan güvenin azalacağını ortaya koymuştur.

2.2.3.3. Şeffaflık ve Hesap Verebilirliğin Zayıflaması

Parasal büyüklüklerin artış oranının hedeflenerek ilan edilmesi, para politikasının şeffaflığını arttırır ve kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılmasını sağlamaktadır. Parasal hedeflemede merkez bankasının parasal büyüklüklere ilişkin bilgileri kısa süreli genellikle iki haftalık zaman dilimleri halinde yayınlaması hedeflemenin başarısı hakkında piyasalara, kamuoyuna ve enflasyonu kontrol alında tutmak isteyen politikacılara önemli ipuçları sağlamaktadır. Ancak 1980'li yılların başında Amerika, Kanada ve İngiltere'nin uygulamalarına bakıldığında, ilan edilen hedeften sapmalara izin verilemesi ve bunların nedenlerinin açıklanmaması parasal hedeflemenin şeffaflığını azaltmıştır[204].

Hangi parasal büyüklüğün, enflasyon veya gelir üzerinde etkili olduğunu sorunu ile merkez bankasının söz konusu parasal büyüklükleri kontrol edebilme yeteneğinin zayıflaması, zaman içerisinde hedeften sapmalara izin verilmesinin iki önemli nedenini oluşturmaktadır. Bununla birlikte, parasal büyüklükler ile amaç değişkeni arasındaki güvenilir ve istikrarlı ilişkinin olmaması, parasal hedeflemenin kamuoyu ile iletişim aracı olma özelliğini azaltacaktır. Şeffaflık ve kamuoyuna hesap verebilirlik açısından, parasal hedeflerin iletişim aracı olma özelliği ise son derece önemlidir[205]. Aksi halde parasal büyüklüklerin, enflasyon beklentilerini yönlendirmesi yani nominal çıpa olma özelliği kaybolacaktır.

---

[203] Mishkin ,"**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 14.
[204] Mishkin and Savastano, "**Monetary Policy Strategies for Latin America**," p. 21.
[205] Mishkin ,"**Strategies for Controlling Inflation**," p. 21.

2.2.4. Parasal Hedefleme Stratejisi Üzerine Değerlendirme

Buraya kadar yapılan açıklamalar sonucunda, parasal hedefleme stratejisinin fiyat istikrarını sağlanma yönünde elverişli bir strateji olmamasının nedenleri şu şekilde sıralanabilir.

1. Amerika, Kanada ve İngiltere gibi gelişmiş ülke örneklerinde olduğu gibi, hedeflenen parasal büyüklükle ve hedef değişkeni ilişkinin zayıflaması ve hedeflenen parasal büyüklüklerin merkez bankası tarafından kontrol edilebilirliği sorunlarının hedeften sapmalara neden olmuştur. Hedeflerin sapması ve bu konuda kamuoyuna açıklama yapılmaması şeffaflık ve hesap verebilirliğin azalması ve nominal çıpanın kaybedilmesi ile sonuçlanmıştır. Öyle ki, parasal hedefleme stratejisi ile beklenen avantajların ortaya çıkabilmesi; hedeflenen parasal büyüklükle ve hedef değişkeni arasında güçlü ve güvenilir bir ilişki söz konusu olması ile hedeflenen parasal büyüklüklerin merkez bankası tarafından kontrol edilebilir olması koşuluna bağlıdır.
2. Geçmişlerinde yüksek enflasyon yaşayan gelişmekte olan ülkelerde ise parasal hedefleme stratejisinin iki nedenden dolayı elverişli bir strateji olmadığı ileri sürülebilir. Bunlardan ilki, hedeflenen parasal büyüklükle ve hedef değişkeni arasındaki ilişkinin zayıflaması daha belirgin olmaktadır. Bu nedenle paranın dolanım hızını öngörülememesi, söz konusu ülkelerde parasal hedeflemenin iyi bir tercih olmayacağının bir göstergesidir. Bir diğer neden ise, bu ekonomilerdeki dolarizasyon olgusunun varlığıdır. Dolarizasyonun artması, parasal büyüklüklerin nihai hedefi etkileme özelliliğinin azalmasına neden olacak, dolayısıyla merkez bankasının para politikası üzerindeki etkisini azaltacaktır.
3. Almanya deneyiminde olduğu gibi parasal hedefleme stratejisinde başarılı sonuçların elde edilmesi istisnai bir durumdur ve iki temel özelliği göze çarpmaktadır. Bunlardan ilki, parasal hedefleme ile bağımsız şekilde para politikası uygulanması; diğeri ise, şeffaflığa ve kamuoyu ile iletişime oldukça fazla önem verilmesidir. Buna bağlı olarak, parasal hedeften sapmalar söz konusu olduğunda, sapmanın nedenleri kamuoyuna iyi bir biçimde açıklanmıştır. Ancak gelişmiş ülkelere göre gelişmekte olan ülkelerde şeffaf ve hesap verebilir bir politika uygulamanın zorluğu, parasal hedeflemenin söz konusu ülkelerdeki başarısını olumsuz etkileyecektir.

Sonuç olarak parasal hedefleme stratejisi yukarıda sıralanan eleştiriden dolayı, özellikle gelişmekte olan ülkeler için fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yönünde elverişli bir strateji olmadığı sonucuna ulaşılabilir. Bu nedenle para politikasının başarısı açısından; oluşturulacak strateji, merkez bankasının bağımsız politika uygulayabilmesi ile şeffaflık ve hesap verebilirliği kurumsal bir taahhüt altına almalıdır. Yine gelişmekte olan ülkeler açısından son derece önemli olan mali sistemin zayıflıklarının giderilmesi ve finansal yapının güçlendirilmesine yönelik çalışmaların yapılması gerektiği sonucuna varılabilmektedir.

2.3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ

2.3.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Tanımı ve Temel Bileşenleri

2.3.1.1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Tanımı

Sabit döviz kur rejimi ile kendilerini 1990'lı yıllarda derin finansal krizlerin içerisinde bulan Latin Amerikan ve Doğu Asya ülkelerinin talihsiz deneyimi ile parasal hedeflemenin fiyat istikrarını sağlamadaki başarısızlığı gelişmekte olan ülkeleri alternatif nominal çıpa arayışına itmiştir. Çok sayıda gelişmiş ülkede başarılı bir şekilde uygulanmış bir para politikası stratejisi olan enflasyon hedeflemesi bundan dolayı artan cazibesiyle bir alternatif haline gelmiş ve Şili, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Polonya, Güney Afrika gibi ülkeleri de kapsayan ve sayısı giderek artan gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaya başlamıştır[206].

Enflasyon hedeflemesi ilk olarak 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlanmıştır. Yeni Zelanda'da oldukça başarılı bir şekilde uygulanmış ve günümüzde hem gelişmiş ve hem de gelişmekte olan 20'den fazla ülke tarafından uygulanan bir para politikası stratejisi olmuştur. Enflasyon hedeflemesi; sayısal bir enflasyon hedefinin kamuoyuna ilan edildiği, enflasyon tahminlerinin para politikasında önemli bir rol oynadığı, para politikasının şeffaflık ve hesap verebilirliğinin önemli ölçüde arttırıldığı bir para politikası stratejisidir[207].

---

[206] Frederic S. Mishkin ,"Inflation Targeting in Emerging Market Countries," **NBER Working Paper Series**, No:7618, March 2000, pp. 1-2. ve Debelle, a.g.m., p. 4. ve Mason, Savastano and Sharma, " **The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries**,", p. 4.

[207] Lars E.O. Svensson, "Inflation Targeting," **The New Palgrave Dictionary of Economics**, 2nd ed , ed. by Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume, December 2006., p. 1.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik olarak kurumsallaştığı modern bir stratejidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin; katı kurallardan ziyade her ülkenin kendine özgü tarihsel, kültürel, ekonomik ve siyasi koşullarına göre şekillendirebileceği esnek bir yapı sunmaktadır.[208] Bu nedenle enflasyon hedeflemesiyle ilgili çalışmalara bakıldığında çeşitli tanımlamaların olduğu görülmektedir.

Svensson (1997)'a göre enflasyon hedeflemesi, yüzde 1,5 ile 2,5 oranında enflasyon hedefinin tespit edilip ilan edildiği ve bu orana yüzde ±1 tolerans aralığının ilave edildiği, para politikası araçları ile ulaşılabilecek enflasyon oranından başka bir hedefin olmadığı, döviz kurunun dalgalı olduğu, merkez bankasının şeffaflık ve hesap verilebilirliğinin arttırıldığı bir para politikası stratejisi olarak tanımlanmıştır[209].

Bernanke ve Mishkin (1997)'e göre enflasyon hedeflemesi, belirli bir zaman dilimini kapsayan enflasyon oranı için resmi nitelikli sayısal hedeflerin kamuoyuna ilan edildiği, bu hedeflerin hükümet ve merkez bankasının birlikte hareket ederek oluşturulduğu bir para politikası stratejisi olarak tanımlanmıştır[210].

Mishkin (2000)'e göre enflasyon hedeflemesi, enflasyon oranı için orta vadeli sayısal hedeflerin kamuoyuna ilan edildiği, para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı olmasına yönelik kurumsal taahhüdün olduğu bir para politikası stratejisidir.. Bununla birlikte para politikası araçlarının belirlenmesinde çok sayıda değişkene ait bilgi setinin kullanıldığı, şeffaflığının ve hedeflere ulaşmada merkez bankasının sorumluluğunun yani hesap verilebilirliğinin arttırıldığı bir para politikası stratejisi olarak tanımlanmıştır[211].

Schmidt, Hebbel ve Tapia (2002)'ya göre enflasyon hedeflemesi, para otoritesinin araç bağımsızlığına sahip olduğu, enflasyon hedefinin nominal çıpa olarak belirlendiği, merkez bankasının hedeflenecek olan enflasyon oranın tahmin edilmesinde teknik yeterliliğe sahip olduğu, para politikasının şeffaflığının ve hesap

---

[208] TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, Ankara, İletişim Genel Müdürlüğü Yayını, 2006, ss. 3-11.
[209] Svensson, "**Inflation Targeting**," p. 1.
[210] Bernanke and Mishkin, a.g.m., p. 2.
[211] Mishkin ,"**Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?**," p. 1.

verilebilirliğinin önemli ölçüde arttırıldığı bir para politikası stratejisi olarak tanımlanmıştır[212].

Oktar(1998)'a göre enflasyon hedeflemesi, ekonominin genel değişkenlerinin ve verilerinin dikkate alınarak belirli bir dönem için kabul edilebilir bir enflasyon oranının belirlenmesi ve para politikalarının belirlenen bu orana ulaşacak şekilde yürütülmesidir[213]. Alparslan ve Erdönmez(2000)'e göre 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 hedefine ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanabilen bir para politikası uygulamasıdır[214].

2.3.1.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Temel Bileşenleri ve Ön Koşulları

Para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi aşağıda sıralanan başlıca beş unsuru içermektedir. Bunlar[215];

1. Enflasyon oranı için orta vadeli sayısal hedeflerin kamuoyuna ilan edilir.
2. Para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı olmasına yönelik kurumsal taahhüt vardır.
3. Para politikası elemanlarının belirlenmesinde, sadece para tabanına veya döviz kuruna ait bilginin değil bununla birlikte çok sayıda değişkene ait bilgileri de içeren bir stratejidir.
4. Para politikasının şeffaflığının arttırılması bağlamında parasal otoritelerin uygulamaları, hedefleri ve mali kararları hakkında kamuoyu ve piyasalar ile olan iletişimin sağlanmasına önem verilir.
5. İlan edilen enflasyon hedeflerine ulaşmada merkez bankasının sorumluluğu yani hesap verilebilirliği arttırılmıştır.

Verilen bu unsurlar enflasyon hedeflemesi hakkında önemli birçok noktayı açıklamakta olup, orta vade de enflasyon hedeflerinin kamuoyuna ilanından daha fazlasını kapsamaktadır. Bu unsurlar, gelişmekte olan ülkeler bağlamında oldukça

[212] Klaus Schmidt-Hebbel and Matias Tapia, "Monetary Policy Implementation and Results in Twenty İnflation-Targeting Countries," **Central Bank of Chili Working Papers**, No.166, 2002, p. 1.
[213] Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi, Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı**, s. 8.
[214] Alparslan ve Erdönmez, a.g.m., s. 14.
[215] Frederic S. Mishkin ,"Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?," **NBER Working Paper Series**, No:10646, July 2004, p. 1.

önemlidir. Çünkü bu ülkelerin çoğunda gelecek yıllar için sayısal enflasyon hedefleri düzenli olarak hükümetlerin ekonomik programları olarak ilan edilmektedir ve bu tür ülkelerin para politikası stratejisinin orta vadede sürdürelebilirliği diğer dört öğeyi de gerektirir. Kaldı ki enflasyon hedeflemesi bu unsurların olmadığı durumda karakterize edilmemelidir[216].

Yine enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel bileşenlerine ek olarak, bazı ön koşulları da gerektirmektedir. Bunlar[217],

1. Merkez bankasının bağımsızlığı,
2. Fiyat istikrarı amacı dışında diğer değişkenlere yönelik taahhüdünün olmaması,
3. Mali baskınlığın olmaması,
4. Finansal sistemin güçlü olmasıdır.

Söz konusu dört koşul, güvenilir bir para politikasının kurumsal çerçevesinde de önemle ele alındığı gibi enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilmesi söz konusu koşulların varlığı halinde mümkün olacak, dolayısıyla enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı da önemli ölçüde buna bağlı olacaktır.

2.3.2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Başlıca Avantajları

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülke sayısındaki artışta; stratejiyi uygulayan ülkelerde enflasyon oranının düşmesi, fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yolunda önemli başarılar elde edilmesi ve bu rejimi terk etmeyi gerektirecek hiçbir olumsuz sonuçla karşılaşılmamasında etkili olan beş önemli avantaj ortaya koyulabilir. Bunlar; para politikasının bağımsız bir şekilde uygulanabilmesi ve para politikasına esneklik getirmesi, nominal çıpa olarak enflasyon beklentilere yön verebilmesi, zaman tutarsızlığı problemini önleyebilmesi, şeffaflık ve hesap verebilirliği arttırması, geniş veri değişkenlerine önem vermesidir.

---

[216] Mishkin ,"**Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?**," pp. 1-2.
[217] Masson, Savastano and Sharma, "**The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries**," pp. 7-8. ve Mark Allen, Ulrich Baumgartner, Raghuram Rajan, "Inflation Targeting and the IMF" **IMF**, Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department, and Research Department, March 2006, pp.8-13.

2.3.2.1. Para Politikasının Bağımsız Bir Şekilde Uygulanabilmesi ve Esneklik

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşma yönünde kullanacağı politika araçlarını belirlerken ve bunları kullanırken, enflasyon üzerine etki edebilecek mevcut bütün bilgileri kullanmayı gerektirmektedir. Yani bu politikada kural, tek bir değişkene bağlı değildir. Bununla birlikte enflasyon hedefleri, ekonomideki koşullara göre değiştirilebilmektedir. Bu şekilde sağlanan esnekliğin zaman tutarsızlığı problemine yol açmaması için politikada; şeffaflık, kamuoyu ile iletişim ve hesap verebilirliğin arttırılmasına büyük önem verilmektedir[218].

Enflasyon hedeflemesinin orta vadeli stratejisi olarak çok sayıda avantajları vardır. Bunlardan ilki, döviz kuru hedeflemesinin tersine enflasyon hedeflemesi para politikasını ülke çıkarlarına odaklayabilmeye ve ülke ekonomisinde meydana gelen şoklara karşılık verebilmeye olanak tanımasıdır[219]. Öyle ki, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde bunun en temel nedeni, para politikasının bağımsız bir şekilde uygulanabilmesidir. Enflasyon hedeflemesi ile para politikasının, yurt içi ekonomik koşulları dikkate alacak şekilde, yurt içi şoklara cevap verebilme ve dış şoklara karşı ekonomiye müdahale edebilme imkanı sağlamaktadır[220].

Ekonomide oluşabilecek şokların etkilerini azaltmasına karşı verileyebilecek örneklerden biri, İngiltere ve İsveç'in deneyimleridir. Söz konusu ülkelerin, 1992'de Avrupa Döviz Kuru Mekanizması ile sağlanan sabit kurlarını devalüasyon sonrası terk etmişlerdir. Devalüasyonun, ithal ve ihraç mal fiyatları üzerindeki doğrudan etkisi ile ücret ve diğer sözleşmeler üzerindeki etkilerinin enflasyonu hızlandırması gerekiyordu. Ancak, o dönemde enflasyonist etkilerin ortaya çıkmamış olmasını, enflasyon hedeflemesi uygulamasıyla ortaya çıkan avantajlara bağlamak oldukça anlamlıdır[221].

---

[218] Mishkin ,"**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 26.
[219] Mishkin ,"**Inflation Targeting in Emerging Market Countries,**" p. 2.
[220] Frederic S. Mishkin and Adam S. Posen , "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries," **Federal Rezerve Bank of New York Economic Policy Review**, Vol.3, No:3, August 1997, p. 14.
[221] Mishkin ,"**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 24.

2.3.2.2. Nominal Çıpa Olarak Enflasyon Beklentilere Yön Verebilmesi

Enflasyon hedeflemesinde, hedef olarak enflasyon oranının ilan edilmesi nominal çıpa sağlamaktadır[222]. Nominal çıpa, para politikasının şeffaflığını arttırdığı gibi para politikasının kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılmasını sağlamaya da yardımcı olmaktadır[223]. Enflasyon hedefinin açık bir şekilde ilan edilmesi, enflasyon belirsizliğini azaltacağı gibi; belirsizliğinin azalması, ekonomik istikrarın sağlanması açısından da oldukça önemlidir. Çünkü ekonomik faaliyetlere yönelik uzun vadeli kararların alınması ve uygulanmasında sadece düşük enflasyon değil, aynı zamanda enflasyon belirsizliğinin azalması da etkilidir. Gelecekteki enflasyona ilişkin belirli bir hedefin kamuoyuna açıkça ilan edilmesi, enflasyon belirsizliğini dolayısıyla göreli fiyatların oynaklık düzeyini azaltarak, fiyat mekanizmasının ekonomik faaliyetlere yol gösterecek şekilde etkili olmasını sağlayacaktır. Tasarruf ve yatırım kararlarının, fiyat belirsizliği kaygısı olmadan alınması ekonominin genel verimlilik düzeyinin artmasına da katkı sağlayacaktır[224].

2.3.2.3. Zaman Tutarsızlığı Problemini Ortadan Kaldırması

Enflasyon için kesin sayısal hedefler merkez bankasının sorumluluğunu arttırmaktadır ve enflasyon hedeflemesi merkez bankasının zaman tutarsızlığı problemine düşmesi gibi olasılıkların azaltılmasında önemli bir potansiyele sahiptir. Öyle ki zaman tutarsızlığı probleminin kaynağı çoğunlukla politik baskılar nedeniyle merkez bankasının genişleyen para politikasını sürdürmek zorunda kalması sonucunda ortaya çıkmaktadır. Enflasyon hedeflemesi, uzun dönemde merkez bankasının ne yapabileceğinden (örneğin; enflasyon kontrolü) çok para politikası ile nelerin yapılamayacağı (örneğin; hasıla artışının yükselmesi, daha az işsizlik ve dış rekabetin arttırılması) üzerine politik müzakerelere odaklanma avantajına sahiptir[225]. Politik müzakereden kasıt, enflasyon hedeflerinin hükümetlerin de katılımıyla belirlenmesi anlamına gelmektedir. Bu, maliye politikaları ile merkez bankasının belirlenen enflasyon hedefine ulaşma yönünde uygulayacağı para politikasının uyumunu beraberinde getirmektedir.

---

[222] George A. Kahn and Klara Parrish, " Conducting Monetary Policy With Inflation Targets," **Federal Rezerve Bank of Kansas City Economic Review**, Vol.83, No:3, 1998, p. 6.
[223] Mishkin and Savastano, "**Monetary Policy Strategies for Latin America**," p. 21.
[224] Erdoğan, a.g.m., s. 45.
[225] Mishkin ,"**Inflation Targeting in Emerging Market Countries,**" pp. 2-3.

Öyle ki, enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamalarına bakıldığında, enflasyon hedefinin belirlenme sürecinin hükümetin de katılımıyla gerçekleştiği görülmektedir. Enflasyon hedefinin belirlenmesinde para ve maliye politikalarının birbirleriyle uyumlu olması, hedeflemenin başarıya ulaşması açısından da oldukça önemlidir[226].

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde, parasal ve mali otorite arasındaki koordinasyon oldukça güçlüdür. Bu bir bakıma, her iki otorite arasında zorunlu işbirliği anlamına gelmektedir. Çünkü her iki tarafta kamuoyuna karşı taahhüt altında girdikleri enflasyon hedefini gerçekleştirmek konusunda çok sıkı bir işbirliği içerisindedir. Para ve maliye politikası arasındaki koordinasyonun sağlanması, aynı zamanda, makro ekonomik politikalarla piyasa arasındaki uyumun sağlanmasına yardımcı olacaktır. Bu sayede, ekonomideki birimlerin karar mekanizmaları olumlu yönde etkilenecektir. Ayrıca, enflasyon hedefinin ilan edilmiş olması, uygulayıcıların niyeti hakkında "nominal çıpa" etkisi yaratacaktır. Böylece ekonomideki birimlerin iktisadi davranışları ile kamunun politikaları arasında paralellik ortaya çıkacaktır[227].

2.3.2.4. Şeffaflık ve Hesap Verebilirliği Arttırması

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, yüksek önem derecesinde şeffaflığı ve hesap verebilirliği sağlamaktadır[228]. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi rejiminde gerekli olan para politikası şeffaflığının oluşturulması ve kamuoyu ile düzenli iletişimin sağlanması önemlidir. Aslında bu özellikler gelişmiş ülkelerde stratejinin başarısı için merkezleştirilmiştir. Frederic Mishkin ve Adam Posen (1997), ile Ben Bernanke, Thomas Laubach, Frederic Mishkin ve Adam Posen (1999)'nin de belirttiği gibi enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları hükümet ile sıkça iletişim halindedir ve para politikası stratejileri üzerine kamuoyu açıklamalarını her fırsatta birlikte gerçekleştirirler. Enflasyon hedeflemesinde merkez bankaları bir adım daha ileri giderek enflasyon ve para politikasının geçmişteki ve gelecekteki performansı hakkındaki açık görüşlerini içeren raporları kamuoyuna basılı belge olarak sunarlar[229].

---

[226] Debelle, a.g.m., p. 8.
[227] Akyazı, a.g.k., ss. 29-30
[228] Svensson, "**Monetary Policy and Inflation Targeting,**" p. 6. ve Kahn ve Parrish, a.g.m., p. 7.
[229] Mishkin ,"**Inflation Targeting in Emerging Market Countries,**" pp. 3-4.

Enflasyon hedeflemesinin bir diğer önemli avantajı ise merkez bankasının sorumluluğunu arttırmasıdır. Aslında, şeffaflık ve kamuoyu ile iletişim, artan sorumluluğun bir ölçütüdür. Bu bağlamda merkez bankasının, para politikasının gidişatı hakkında kamuoyuna yaptığı düzenli açıklamalar ve yayınladığı dokümanlar, hedeflemenin başarısı ve fiyat istikrarı amacına ulaşmak için kamuoyunun desteğini almaya yönelik faaliyetinin en önemli yapı taşından birini oluşturmaktadır[230]. Ayrıca enflasyon hedefinin açık bir şekilde kamuoyuna ilan edilmesi, hedefe ulaşma açısından şeffaflığı sağladığı gibi uygulama sonuçlarına ilişkin merkez bankasının sorumluluğunu arttırmaktadır[231].

2.3.2.5. Geniş Veri Seti Değişkenlerine Önem Vermesi

Enflasyon hedeflemesi, ekonominin genel değişkenlerinin ve verilerinin dikkate alınarak belirli bir dönem için kabul edilebilir bir enflasyon oranının belirlenmesi ve para politikalarının belirlenen bu orana ulaşacak şekilde yürütülmesidir[232]. Bu bağlamda TCMB örneğinde olduğu gibi, enflasyon hedeflemesi çerçevesinde merkez bankası, gelecekteki enflasyonu başarılı bir şekilde öngörebilmek için kullandığı bilgi setini genişletmiş ve enflasyon tahmin modelleri geliştirmiştir.

Enflasyon hedeflemesi para politikasını, paranın dolaşım hızının tahmin edilememesinden kaynaklanan problemlerden de korumaktadır. Çünkü, enflasyon hedeflemesinin başarısı, parasal büyüklük ile enflasyon arasındaki ilişkinin istikrarlı olmasına bağlı değildir[233]. Bundan dolayı merkez bankası enflasyonun nedeni olarak sadece parasal büyüklükler üzerinde durmamakta; enflasyon üzerine etkili olabilecek diğer tüm değişkenleri dikkate almaktadır. Öyle ki parasal büyüklük ile enflasyon arasındaki ilişki zayıflamış olsa bile merkez bankası para politikasını fiyat istikrarını gerçekleştirme yönünde uygulamaya devam edebilmektedir[234].

---

[230] Miskin and Posen, a.g.m., p. 18. ve Mishkin, "**Inflation Targeting in Emerging Market Countries,**" p. 4.
[231] Kahn ve Parrish, a.g.m., p. 7.
[232] Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi, Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı**, s. 8.
[233] Mishkin and Posen, a.g.m., p. 14.
[234] Akyazı, a.g.k., s. 28.

2.3.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Yöneltilen Eleştiriler

Enflasyon hedeflemesi stratejisine yönelik eleştiriler dört başlık altında ele alınabilir. Bunlardan ikisi, enflasyon hedeflemesinin katı bir şekilde uygulanmasının sonucu olarak üretim dalgalanmalarına ve düşük ekonomik büyümeye neden olmasıdır. Diğer ikisi ise, sinyal vermede gecikme ve hesap verebilirliğin azalmasıdır. Burada söz konusu olan eleştirilerin geçerli olup olmadığı pratik kanıtlarla açıklanmaya çalışılacaktır.

2.3.3.1. Üretim Dalgalanmalarına Neden Olması

Enflasyon hedeflemesi, esnek para politikası olması yanında katı bir şekilde uygulanması halinde, ekonomide meydana gelebilecek beklenmedik şoklara karşı para politikasının esneklik göstermesi mümkün olmayacaktır. Bu durum, merkez bankasının sadece enflasyon hedefine odaklandığı "katı enflasyon hedeflemesi" olarak karşımıza çıkmaktadır. Ekonomide meydana gelebilecek beklenmedik şoklar karşısında para politikasının esneklik göstermemesi, üretim dalgalanmalarını kaçınılmaz hale getirecektir. Dolayısıyla, ekonomik büyümeyi kısa dönemde olumsuz etkileyebilecektir. Ancak enflasyon hedeflemesi stratejisi, Asya Krizi'nden başka ciddi bir krizle test edilememiş ve enflasyon hedeflemesinin büyüme istikrarsızlığı üzerinde kanıtlanmış herhangi bir tecrübe söz konusu değildir[235]. Ayrıca enflasyon hedeflemesi, katı hedefleme şeklinde uygulanabildiği gibi, merkez bankasının enflasyon hedefinin yanında faiz oranı, döviz kuru, üretim ve istihdam gibi başka hedeflerinin olması şeklinde de uygulanabilmektedir.[236]

2.3.3.2. Düşük Ekonomik Büyüme Performansı

Enflasyon hedeflemesi üzerine yöneltilen eleştirilerin önemli bir kısmı, enflasyon hedeflemesi rejiminin oldukça katı bir uygulama olması nedeniyle, enflasyon hedeflemesinin üretim istikrarsızlığını arttırması ve düşük ekonomik büyüme sağlaması üzerinedir. Ancak bu dezavantajlar Mishkin ve Bernanke tarafından tartışılmış, uygun bir enflasyon hedeflemesi stratejisinin oluşturulmasında

[235] Akyazı, a.g.k., s. 30.

[236] Merkez bankasının enflasyon hedefinden başka hedefinin olmaması katı enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının enflasyon hedefinin yanında faiz oranı, döviz kuru, üretim ve istihdam gibi başka hedeflerinin olması ise esnek enflasyon hedeflemesini ifade eder. Ayrıntılı bilgi için bkz. Alina Carare, Mark R. Stone, "Inflation Targeting Regimes," **European Economic Review,** Volume 50, Issue 5, July 2006, pp. 1297-1299.

gerçekte önemsenecek dezavantajlar olmadığı vurgulanmıştır[237]. Aşağıda söz konusu eleştirilerin enflasyon hedeflemesi stratejisinin oluşturulmasında gerçekte önemsenecek dezavantajlar olmadığı açıklanmaya çalışılacaktır.

Aslında enflasyon hedeflemesi, ülke uygulamalarına bakıldığında, katı olmaktan oldukça uzaktır. Çünkü enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşma yönünde kullanacağı politika araçlarını belirlerken ve bunları kullanırken, enflasyon üzerine etki edebilecek mevcut bütün bilgileri kullanmayı gerektirmektedir. Yani bu politikada kural, tek bir değişkene bağlı değildir. Bununla birlikte enflasyon hedefleri, ekonomideki koşullara göre değiştirilebilmektedir. Bu şekilde sağlanan esnekliğin zaman tutarsızlığı problemine yol açmaması için politikada; şeffaflık, kamuoyu ile iletişim ve hesap verebilirliğin arttırılmasına büyük önem verilmektedir[238].

Ekonomide meydana gelebilecek beklenmedik şoklar karşısında para politikasının sıkı bir şekilde takip edilmesi yani merkez bankasının sadece enflasyon hedefine odaklanması, üretim dalgalanmalarına neden olabilmektedir. Aslında, enflasyon hedeflemesinin sadece bir enflasyon üzerinde yoğunlaşmayı gerektirmediği; aynı zamanda politika yapıcıların üretim dalgalanmalarına olan ilgisinin, hedeflenen enflasyon oranının sıfırın üzerinde belirlemelerinden anlaşılmaktadır. Bu durum ülke uygulamalarına bakıldığında açıkça görülmektedir. Öyle ki, Yeni Zelanda enflasyon hedefini ortalama %1,5; Kanada ve İsveç, %2; İngiltere, Avustralya ve İspanya %2,5 iken İsrail %8,5 olarak belirlemişlerdir. Enflasyon hedeflerinin sıfırın üzerinde belirlenmesi; para politikacılarının, düşük enflasyon oranlarının ekonomik aktivite üzerindeki olumsuz etkilerinin ortaya çıkması endişesinden kaynaklanmaktadır. Öyle ki enflasyonunu sürekli düştüğü negatif enflasyon bir başka ifadeyle deflasyon durumunda, finansal istikrarsızlığın kaynağı olarak görülmektedir. Son yıllarda Japonya'da yaşanan bu süreç, finansal sisteminin zayıflamasına ve ekonomik aktivitenin zayıflamasına neden olmuştur. Bu nedenle birçok iktisatçı, Japonya'nın enflasyon hedefini sıfırın üzerinde belirlemeye

[237] Mishkin ,"**Inflation Targeting in Emerging Market Countries,**" p. 4.
[238] Mishkin ,"**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 26.

davet etmesinin temel amacı olmuştur. Bu bağlamda, enflasyon hedefinin sıfırın üzerinde tutulması deflasyon riskini azaltacaktır[239].

Enflasyon hedeflemesinde esnekliğin bir başka unsuru ise, enerji ve hammadde arzındaki sınırlamalar gibi üretim üzerinde önemli olumsuz etkileri olan arz şoklarına karşı enflasyon hedefinden sapmalara izin verilmesidir. Bir arz şokundan sonra merkez bankası, resmi enflasyon hedeflerinin dayandığı fiyat endeksini genellikle "arz şoklarının" etkilerini içermeyecek şekilde ve yumuşatacak şekilde tanımlamaktadır. Yani enflasyon hedeflemesi, arz şoku ile oluşacak sapmalar ve bunlara karşı alınabilecek önlemlerin nedenlerini kamuoyuna açıklayabilmektedir[240].

2.3.3.3. Sinyal Vermede Gecikmelere Neden Olması

Döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedeflemeden farklı olarak; enflasyon, para otoritelerince kolayca kontrol edilemez. Bununla birlikte, para politikası etkilerindeki uzun ve değişken süreli gecikmeler nedeniyle, enflasyonist sonuçlar önemli bir gecikmeyle kendini gösterir. Bu nedenle enflasyon hedefi, halka ve piyasalara para politikasının durumu ile ilgili olarak çabuk sinyaller gönderemez[241]. Nitekim parasal büyüklükler tarafından gönderilen sinyallerin çok güçlü olmadığı ve döviz kurunun sabitlenmesi durumunda ise aşırı genişleyen para politikasına ilişkin sinyaller alınamayacağını daha önce vurgulamıştık. Bu nedenle, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi stratejisinin enflasyon hedeflemesinden üstün olduğu sonucuna varılamaz.

2.3.3.4. Hesap Verebilirliğin Azalması

Enflasyon hedeflemesi, ileriye dönük belirli bir zaman dilimini kapsayan enflasyon oranı için resmi nitelikli sayısal hedeflerin kamuoyuna ilan edildiği bir para politikası stratejisidir[242]. Bu bakımdan, ileriye dönük enflasyon tahminlerinin gerçeklememesi durumunda para otoritesinin uyguladığı politikaya karşı, hesap verebilirliğini zayıflatır ve güven kaybı da söz konusu olabilir. Ancak Bernanke ve

[239] Mishkin ,"**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p.20.
[240] Işılar, Çakmak ve Yavuz, a.g.k., s. 158.
[241] Işılar, Çakmak ve Yavuz, a.g.e., s. 156.
[242] Bernanke and Mishkin, a.g.m., p. 2.

Mishkin'in de savunduğu[243] gibi, 1970'li yıllarda enflasyon tahminlerinin güç olmasının nedeni, o yıllarda yaşanan petrol fiyatlarındaki aşırı yükselme sonucu oluşan stagflasyon olgusudur. Stagflasyon ortamından çıkılmasını izleyen yıllara gelindiğinde, özellikle gelişmiş ülkelerde düşük ve istikrarlı enflasyon oranlarına ulaşılması ile enflasyon tahminlerinin daha sağlıklı bir şekilde yapılabileceğini öne sürmüşlerdir.

2.3.4. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Üzerine Değerlendirme

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yolundaki başarı hikâyesine bakıldığında, enflasyon hedeflemesini diğer stratejilerden ayıran ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülke deneyimleriyle elde edilen sonuçlar şu şekilde özetlenebilir[244].

1. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankalarının bağımsızlığını güçlendirmiştir.

2. Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile para politikasının; kamuoyu ile iletişimi, şeffaflığı ve hesap verebilirliği attırılmıştır.

3. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde, enflasyon başarılı bir şekilde düşürülmüştür. (Enflasyon hedeflemesi uygulamayan gelişmiş ülkelerin altında olmasa da enflasyon başarılı bir şekilde düşürülmüştür.)

4. Enflasyon hedeflemesinin, ekonomide meydana gelen şoklara karşı başarılı bir şekilde test edildiği söylenebilir.

5. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, bu stratejiyi uygulayan ülkelerde, çıktı değişkenliğinin ve fedakârlık oranının azalmasına yardımcı olmuştur. Fedakârlık oranı[245]; enflasyonu düşürmenin maliyeti olarak çıktıda meydana gelen azalma şeklinde tanımlanmaktadır.

---

[243] Bernanke and Mishkin, a.g.m., pp. 18-19.
[244] Frederic S. Mishkin, Klaus Schmidt-Hebbel, "One Decade of Inflation-Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know," **NBER Working Paper Series**, No: 8397, July 2001, pp. 8-11.
[245] Stephen G. Cecchetti and Guy Debelle, "Inflation Persistence: Has the Inflation Process Changed?," **Economic Policy**, April 2006, p. 314.

6. Enflasyon hedeflemesi, enflasyonun aşağı çekilmesinde ve enflasyon beklentilerinin oluşmasında belirgin bir rol oynamıştır. Bununla birlikte, ekonomide meydana gelen şoklara, daha iyi cevap verebilmektedir.

7. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, geçici enflasyon ve çıktı şoklara karşı simetrik cevap verebilecek düzeyde esnektir. Bununla birlikte sağlanan bu esneklik, orta dönem hedeflerini etkilemeyecek düzeyde olmaktadır.

8. Enflasyon hedeflemesi stratejisi altında para politikası, enflasyona daha açık bir şekilde odaklanabilmektedir.

Erdoğan ve Büyükakın (2005) ile Büyükakın ve Büyükakın (2005), güvenilir bir para politikasının "vazgeçilmez kurumsal bileşenleri"'ine ilişkin on iki göstergeden hareketle para politikalarını karşılaştırma kılavuzu oluşturmuştur. Bu kılavuzdan elde edilen bulgulara göre, güvenilir bir para politikası stratejisinde bulunması gereken temel nitelikler olarak, merkez bankasının bağımsızlığı, kurala dayalı politika, şeffaflık ve hesap verebilirlik, maliye politikasının disipline edilmesi ortaya koyulmuştur. Söz konusu çalışmalarda, güvenilir bir para politikasında bulunması gereken vazgeçilmez bileşenlere ilişkin tüm göstergelerin, döviz kuru hedeflemesinde sadece %46,8'ini, parasal hedefleme stratejisi ise, sadece %37,3'ünü karşılarken; enflasyon hedeflemesi stratejisi %90,8'ini karşılamaktadır. Sonuç olarak enflasyon hedeflemesinin hem döviz kuru hem de parasal hedeflemeden daha başarılı ve tercih edilebilir olduğu açıkça ortaya koyulmuştur[246].

Öyleyse enflasyon hedeflemesi stratejisinin diğer stratejilere göre önemli avantajlar sağladığı şu şekilde sıralanabilir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi,

1. Güvenilir bir para politikası stratejisinde bulunması gereken temel bileşenlerini içeren bir çerçevede uygulanmaktadır.

2. Fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yolunda önemli başarılar elde edilmiştir.

3. Bu rejimi terk etmeyi gerektirecek hiçbir olumsuz sonuçla karşılaşılmamıştır.

[246] Seyfettin Erdoğan ve Figen Büyükakın, "Alternatif Para Politikası Stratejilerinin Etkililiği: Bir Karşılaştırma Kılavuzu Denemesi," Ed. Ö. Faruk Çolak, Ummuhan Gökovalı, Bora Süslü, **Para Teorisi ve Politikasında Son Gelişmeler Sempozyumu Tebliği**, Muğla, 24-26 Şubat 2005, s. 355. ve Tahir Büyükakın ve Figen Büyükakın, "Para Politikası Stratejilerinin Karşılaştırılması İçin Klavuz," **Finans-Politik & Ekonomik Yorumlar**, Sayı 497, Ağustos 2005, p. 47-48.

Bütün bu değerlendirmeler sonunda enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yününde diğer stratejilere göre daha etkili bir para politikası stratejisi olduğu anlaşılmaktadır. Öyle ki gerek ülke uygulamaları gerekse akademik çalışmalar bu tezi destekler niteliktedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN UYGULAMA ÇERÇEVESİ VE MAKROEKONOMİK PERFORMANSA ETKİSİ

Döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme stratejilerinin fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yönündeki başarısızlığı, 1990'lı yılların başından itibaren gelişmiş ve gelişmekte olan bir çok ülkenin (nominal çıpa olarak) enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başlamasına neden olmuştur[247].

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ilk olarak Yeni Zelanda, ardından sırasıyla Kanada, İngiltere, İsveç, Brezilya, Şili, Çek Cumhuriyeti ve Polonya gibi hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde uygulanmaya başlamış ve yaygınlık kazanmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülke sayısındaki artışta; stratejiyi uygulayan ülkelerde enflasyon oranının düşmesi, fiyat istikrarını sağlama yolunda önemli başarılar elde edilmesi, ekonominin şoklara karşı dayanıklılığının artması ve bu rejimi terk etmeyi gerektirecek hiçbir olumsuz sonuçla karşılaşılmaması etkili olmuştur. 2008 yılı itibariyle enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin sayısı, Türkiye ile birlikte 24'tür[248]. Tablo-2'de enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan ülkeler ve uygulama özelliklerine yer verilmiştir.

---

[247] Mishkin and Posen, a.g.m., p. 1. ve Mason, Savastano, and Sharma, "**The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries,**" p. 4. ve Debelle, a.g.m., p. 8. ve Mishkin and Savastano, "**Monetary Policy Strategies for Latin America**," s. 416. ve Svensson, " **Monetary Policy and Inflation Targeting**," p. 5. ve Bernanke and Mishkin, " **Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy**," p. 8.

[248] Mark Allen, Ulrich Baumgartner, Raghuram Rajan, "Inflation Targeting and the IMF" **IMF, Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department, and Research Department**, March 2006, p. 5. ve TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, ss. 3-11.

Tablo–2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Uygulayan Ülkeler ve Uygulama Özellikleri

Gelişmekte Olan Ülkeler	Geçiş Yılı	Geçiş Yılı Enflasyon Oranı	Fiyat Endeksi Tercihi*	Enflasyon Hedefi*	Hedefleme Süresi	Hedefin İlan edilmesi*
İsrail	1997	8.5	TÜFE	1-3	Sürekli/Orta vadeli	Hükümet
Çek Cumhuriyeti	1998	13.1	TÜFE	3(±1)	Sürekli/Orta vadeli	MB
Polonya	1998	9.9	TÜFE	2.5(±1)	Sürekli/Orta vadeli	MB
Brezilya	1999	3.3	TÜFE	4.5(±2)	1-3 yıl	MB+Hükümet
Şili	1999	2.9	TÜFE	2-4	1-3 yıl	MB
Kolombiya	1999	9.3	TÜFE	5(±0.5)	1-3 yıl	MB+Hükümet
Güney Afrika	2000	2.3	TÜFE	3-6	1-3 yıl	Hükümet
Tayland	2000	1.7	ÜFE	0-3.5	Sürekli/Orta vadeli	MB
Kore	2001	3.2	ÜFE	2.5-3.5	1-3 yıl	MB
Meksika	2001	8.1	TÜFE	3(±1)	Sürekli/Orta vadeli	MB
Macaristan	2001	10.5	TÜFE	3.5(±1)	1-3 yıl	MB+Hükümet
Peru	2002	-0.8	TÜFE	2.5(±1)	Sürekli/Orta vadeli	MB+Hükümet
Filipinler	2002	3.8	TÜFE	5-6	1-3 yıl	MB+Hükümet
Slovakya	2005	3.2	TÜFE	3.5(±1)	1-3 yıl	MB
Endonezya	2005	7.8	TÜFE	5.5(±1)	1-3 yıl	Hükümet
Romanya	2005	8.8	TÜFE	7.5(±1)	1-3 yıl	MB+Hükümet
Türkiye	2006	7.7	TÜFE	5(±2)	1-3 yıl	MB+Hükümet
Gelişmiş ülkeler	**Geçiş Yılı**	**Geçiş Yılı Enflasyon Oranı**	**Fiyat Endeksi Tercihi***	**Enflasyon Hedefi***	**Hedefleme Süresi**	**Hedefin İlan edilmesi**
Yeni Zelanda	1990	7.0	TÜFE	1-3	Sürekli/Orta vadeli	MB+Hükümet
Kanada	1991	6.2	TÜFE	1-3	Sürekli/Orta vadeli	MB+Hükümet
İngiltere	1992	3.6	TÜFE	2	Sürekli/Orta vadeli	Hükümet
İsveç	1993	4.8	TÜFE	2(±1)	Sürekli/Orta vadeli	MB
Avustralya	1993	1.9	TÜFE	2-3	Sürekli/Orta vadeli	MB+Hükümet
İzlanda	2001	3.9	TÜFE	2.5	Sürekli/Orta vadeli	MB+Hükümet
Norveç	2001	3.7	TÜFE	2.5	Sürekli/Orta vadeli	Hükümet

Kaynak: Gerald Epsteina and Erinc Yeldan, "Inflation Targeting, Employment Creation And Economic Development: Assessing The İmpacts And Policy Alternatives," **International Review of Applied Economics**, Vol. 22, No. 2, March 2008, p. 133. ve Allen ve diğerleri, **a.g.m.**, p. 5. ve TCMB, **a.g.k**., p. 20.
* 2008 yılı verileri temel alınmıştır.

3.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATESİNİ UYGULAMA ÇERÇEVESİ

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde, stratejinin uygulamasının gelişimini ve başarısını etkileyebilecek hususlarda karar verilmesi zorunluluğu vardır. Bu hususlar[249];

1. Hedeflemenin türü olarak enflasyon oranı ya da fiyat düzeyi tercihi,
2. Hedefleme enflasyon oranı üzerinden yapılıyorsa fiyat endeksinin seçimi,
3. Hedeflemenin belli bir nokta hedef ya da bant hedef olarak mı yapılacağı,
4. Hedeflemenin süresinin ve ilan prosedürünün belirlenmesidir.

[249] N. Kamuran Malatyalı," Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği," **DTP Çalışma Raporları**, No: 1998/01, Mart 1998, s. 9.

Enflasyon oranı ya da fiyat düzeyi tercihinin belirlenmesine birinci bölümde yer verildiği için bu bölümde ayrıca değinilmeyecektir. Ancak enflasyon hedeflemesi uygulamasında aşağıda yer alan hususlar da önem arz ettiği için çalışmamızda yer verilecektir.

5. Enflasyon oranı üzerinden hedefleme yapılıyorsa hedefin sayısal niteliğinin belirlenmesi.

6. Hedefleme süresi sonunda, dışsal faktörler nedeniyle hedeften sapma olmuşsa, kamuoyuna, kaçınma şartlığın (escape clauses) önceden bildirilmesi.

3.1.1. Fiyat Endeksinin Seçimi

Hedeflemenin enflasyon oranı üzerinden yapılması halinde ülkelerin hangi endekse bağlı oranı hedefleyeceği önemli hususdur. Burada, bireyler beklentilerini oluştururken, bunu hangi endeks üzerinden yaptığı önem kazanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler, genelde TÜFE enflasyon oranlarını kullanmaktadır. Ayrıca, politikaların sonuçlarının değerlendirilmesinde, "Çekirdek Enflasyon"'un (core inflation) izlenmesi bir başka yöntemdir[250]. Çekirdek enflasyon bazı mal grupları ile fiyat değişmelerine yol açan bir takım unsurların tüketici fiyat endeksinden çıkarılması sonucu ulaşılan daha dar kapsamlı bir enflasyon tanımıdır[251]. Yani, dışsal etkilere (mevsimsel koşullar, gıda ve enerji fiyatlarındaki geçici iniş-çıkışlar, ipotek faizi vs.) daha açık olan ve geçici nitelikler taşıyabilen mal ve hizmetlerin TÜFE sepetinden çıkarılmasıyla hesaplanır. Enflasyondaki temel eğilimlerin saptanmasında çekirdek enflasyon oldukça önemlidir[252].

Hangi enflasyon sepetinin yani fiyat endeksinin seçileceği ülkeden ülkeye farklılıklar gösterse de çoğu ülke, kamuoyu tarafından kolay anlaşılabildiği, rahat izlenebildiği, yaşam maliyetini iyi ölçtüğü ve iletişim açısından avantajlı olduğu için Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) üzerinden hesaplanan enflasyon oranını tercih etmektedir[253]. Ülkelerin fiyat endeksi tercihlerinde zaman içinde değişiklikler olabilmektedir. Örneğin, bu ülkelerden Çek Cumhuriyeti ve İngiltere başlangıçta Çekirdek Enflasyonu endeks olarak baz alırken, sonradan TÜFE'yi endeks olarak

[250] Malatyalı, a.g.m., p. 10.
[251] TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, s. 12.
[252] Schmidt-Hebbel and Tapia, a.g.m., p. 4.
[253] TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, s. 12.

baz almışlardır. Diğer taraftan, başlangıçta TÜFE'yi endeks olarak baz alan Güney Kore, sonradan Çekirdek Enflasyonu endeks olarak baz almaya başlamıştır[254]. 2002 yılında 16 ülke TÜFE ve 4 ülke Çekirdek Enflasyon üzerinden hesaplanan enflasyon oranını tercih etmekte[255] iken, 2008 yılına gelindiğinde 22 ülkenin TÜFE ve 2 ülkenin Çekirdek Enflasyonu endeks olarak tercih ettiği görülmektedir[256]. Tablo-2'de bu ülkelere ve tercih etmiş olduğu fiyat endeksine yer verilmiştir.

3.1.2. Hedefin Sayısal Niteliği

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde merkez bankasının hedefleyeceği enflasyon oranının ne olması gerektiği konusu, karar verilmesi gereken temel unsurlardan birisidir. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok ülke için hedefin sayısal niteliği, fiyat istikrarı anlayışını da yansıtmaktadır.[257]

Fiyat istikrarına yönelik enflasyonun sayısal olarak hedeflenmesi hususunda, Svensson (1997), Bernanke ve Miskin (1997) ve Debelle (1997) hedefin yıllık yüzde 2 oranında belirlenmesi yönünde görüş bildirmişlerdir[258]. Schmidt, Hebbel ve Tapia (2002) hedefin yıllık yüzde 0-3 arasında belirlenmesinin uygulanabilir ve bu oranının fiyat istikrarı için makul bir düzey olduğu yönünde görüş bildirmişleridir[259]. Tablo-2'de enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan ülkelerin 2008 yılı itibariyle sayısal hedeflerine ve hedef aralığı tercihlerine yer verilmiştir.

Ancak enflasyon hedeflemesi uygulamasına yeni geçen gelişmekte olan birçok ülkenin merkez bankalarının enflasyonun sayısal niteliğinin yukarıda belirtilen görüşlerin üzerinde bir değer olması, geçiş yılındaki enflasyon oranıyla yakından ilgilidir. Kaldı ki bu durum söz konusu ülkelerin geçmişte yaşadığı kötü enflasyon deneyimi yanında, merkez bankasının güvenilirliğinin tam anlamıyla sağlanamadığının bir göstergesi olarak algılanmaktadır.

---

[254] Eren Öğretmen, "Enflasyon Hedeflemesi: Uygulama Özellikleri," **TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü**, Temmuz 2004, p. 10.
[255] Schmidt-Hebbel and Tapia, a.g.m., p. 26.
[256] TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, s. 12.
[257] Debelle, a.g.m., pp. 11-12.
[258] Svensson, "**Monetary Policy and Inflation Targeting**," p. 1. ve Bernanke and Mishkin, " **Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy**," p. 3. ve Debelle, a.g.m., p. 12.
[259] Schmidt-Hebbel and Tapia, a.g.m., p. 5.

3.1.3. Hedef Aralığı Tercihi

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamasında karar verilmesi gereken konulardan birisi de hedef aralığı tercihidir. Hedef aralığı tercihinin temel amacı merkez bankasının belli bir enflasyon hedefini ilan ederek ekonomideki birimlerin enflasyon beklentileri için bir çıpa oluşturmaktır[260]. Bu bağlamda aşağıda, literatürde hedef aralığına ilişkin tanımlamalara yer verilecektir.

Debelle, Masson, Savastano ve Sharma (1998) hedef aralığı tercihi hususunda üç uygulamayı vurgulamıştır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin hedef aralığı tercihine bakıldığında, birçok ülkenin enflasyon hedefini "nokta hedef " veya " bant hedef " olarak belirlediği görülmektedir. Bununla birlikte enflasyonun alabileceği değerin üst sınırının hedef olarak belirlendiği bir başka ifadeyle, "tavan hedef" tercih eden ülkelerinde olduğu belirtilmiştir[261].

Schmidt, Hebbel ve Tapia (2002) ise, hedef aralığı tercihi hususunda dört uygulamayı vurgulamıştır. Bu bağlamda enflasyon hedefinin % 3 olarak belirlenmesi "sıkı nokta hedef"; enflasyon hedefinin % 3 olarak belirlenmesi ve buna ±1 hata payının eklenmesini "nokta hedef"; enflasyon hedefinin % 0-3 aralığında belirlenmesi "bant hedef" ve enflasyon hedefinin maksimum % 3 olarak belirlenmesi ise " tavan hedef" olarak ifade edilmiştir[262].

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelere bakıldığında, birçok ülkenin enflasyon hedefini "nokta hedef " veya " bant hedef " olarak belirlediğini görülmektedir. Bununla birlikte enflasyonun alabileceği değerin üst sınırının hedef olarak belirlendiği bir başka ifadeyle, "tavan hedef" tercih eden ülkelerde vardır[263].

Bu çerçevede bir değerlendirme yapılacak olursa, " nokta hedef"'in tam olarak tutturulması neredeyse imkânsızdır. Çünkü petrol fiyatları, uluslar arası gelişmeler, dolaylı vergilerdeki değişiklikler, kamudaki fiyat ayarlamaları ve tarım ürünlerinin fiyatlarında iklimden kaynaklanan ani hareketler gibi para politikasının kontrolünde olmayan unsurların enflasyon üzerinde önemli etkiler doğurur. Bu

[260] Gül, Ekinci ve Gürbüz, a.g.e., ss. 64-65.
[261] Debelle ve diğerleri, a.g.m., p. 8.
[262] Schmidt-Hebbel and Tapia, a.g.m., pp. 4-5.
[263] Debelle ve diğerleri, a.g.m., p. 10.

etkiler, gerçekleşen enflasyonun hedeflenen noktadan sapmasına neden olabilmektedir. Bundan dolayı nokta hedefleme yapan ülkelerin tümünde nokta hedef etrafında ülkeden ülkeye değişen büyüklükte bir aralık tanımlandığı görülmektedir. Bu aralığı bazı ülkeler, "belirsizlik", bazıları "güven", bazıları ise "hoşgörü" aralığı olarak isimlendirmektedirler. Nokta hedef'in tercih eden ülkelerde bu şekilde belirsizlik aralığının oluşturulması, bant hedeflemesi ile karıştırılmamalıdır. Nokta hedefleyen merkez bankalarında temel amaç nokta hedefin tutturulmasıdır. Nokta hedefin etrafındaki belirsizlik aralığı sadece hedeften "aşırı" sapmanın sınırlarını belirlemektir[264].

Bant hedeflemesinde ise önemli olan enflasyonun hangi noktada olduğundan çok "belirlenen ve ilan edilen bant" içinde olmasıdır. Enflasyon oranı belirlenen bant içinde olduğu sürece hangi noktada olursa olsun hedef tutturulmuş olarak kabul edilmektedir. Ekonomideki birimlerin algılamasıyla ilgili olarak iki tür bant uygulaması göz önüne alınabilir. Birincisi; merkez bankasının kısa dönemli güvenirliğine önem veren ancak genellikle bandı zedeleme riski bulunan dar bant (hard-edged) uygulamasıdır. İkinci olarak ise; merkez bankasına kısa vadede daha fazla esneklik olanağı tanıyan fakat güvenilirlik zafiyetine neden olabilen geniş bir bant (soft-edged) uygulamasıdır[265]. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinde bir bant kullanılması, pek çok avantajına rağmen önemli sakıncaları da bünyesinde taşımaktadır. Örneğin, bandın genişliğinin ne kadar olması gerektiği son derece önemlidir. Dar bir hedef bandın uygulanması, ekonomideki birimlerin merkez bankasının enflasyonu düşürmede daha istekli, güçlü ve ciddi olduğunu düşünmesine, yani merkez bankasının güvenilirliğinin artmasına neden olmaktadır. Fakat dar bir bant aralığının tutturulamaması çok daha muhtemeldir. Bundan dolayı hedeflenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasındaki sürekli sapmalar merkez bankasının kararlılığı hakkında toplumda şüpheler yaratacaktır. Ayrıca, dar bir bant hedefi para politikası araçlarında da istikrarsızlığa yol açacaktır. Geniş bir bant uygulaması ise, merkez bankasının enflasyonu düşürme konusunda niyeti ve gücü hakkında ekonomideki birimler nezdinde şüpheler uyandıracak ve dolayısıyla da politikanın güvenilirliği azaltacaktır. Ayrıca, geniş bir bant ile merkez bankasının

[264] TCMB, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, s. 13.
[265] Serdar Öztürk, "Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye Örneği," **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı 29, Temmuz 2003, p. 6.

performansını değerlendirmek daha zordur[266]. Bu değerlendirmeler ışığında, 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. Bu nedenle güvenilirliği görece düşük merkez bankaları uygun genişlikte bir bant belirlemeli ve uygulama sonuçlarından elde edilen başarı oranında zaman içinde bandı daraltmalıdır. Yine güvenilirliğin sağlanması açısından, başlangıçta dar olarak belirlenen bandı başarısızlık sonucu genişletmenin maliyeti, bunun tersi yönünde yapılacak bir uygulamadan daha yüksek olmaktadır[267].

Hedeflemenin bir nokta hedef ya da belli bir bant aralığında olması tercihi ile ilgili olarak en büyük belirleyici husus, nokta hedefin tutturulmasının zorluğudur. 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 süreğen 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 akılcı bir yaklaşım olduğu söylenebilir[268]. Ancak bant hedeflemesi, para otoritesine kısa dönemde esnek uygulamalara fırsat vermesinden dolayı belirsizliğe yol açabilmektedir. Bununla birlikte hedef aralığının geniş olarak belirlenmesi, ekonomideki birimlerin, para otoritesinin enflasyon hedefine olan taahhüt hususunda güven kaybının oluşmasına neden olabilmektedir. Güvenilirliğin sağlanmadaki etkisi açısından merkez bankasının hedef aralığı tercihinde alternatif olarak "nokta hedef"'i öneren[269] görüşlerde vardır. Tablo-2'de enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan ülkelerin 2008 yılı itibariyle hedef aralığı tercihlerine yer verilmiştir.

3.1.4. Hedefleme Süresi

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısını doğrudan etkileyen unsurlardan biri de hedeflemenin süresidir. Hedefleme süresi, enflasyon hedefinin ilan edildiği dönem başlangıcı ile hedefin gerçekleştirilmesinin beklendiği dönem arasındaki

[266] Öztürk, a.g.m., pp. 6-7.
[267] Debelle, a.g.m., pp. 16-17.
[268] Malatyalı, a.g.m., ss. 10-11.
[269] Mishkin and Posen, "**Inflation Targeting: Lessons from Four Countries**," p. 11.

süreyi ifade eden zaman aralığıdır. Bu aralığın uzun ya da kısa olması farklı sonuçlara neden olabilmektedir. Aşağıda hedefleme süresi çerçevesinde ortaya çıkabilecek sonuçlara değinilecektir.

Hedefleme süresi çok kısa tutulduğunda, özelliklede hedef aralığının dar olması durumunda, para politikası yönetimi optimal olsa bile enflasyonun kısa vadede kontrol edilebilirliği problemi baş gösterecek ve hedef sıklıkla tutturulamayacak, dolayısıyla merkez bankalarının güvenilirliği azalacaktır. Kaldı ki bu durum özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankalarının güvenilirliği için oldukça önemlidir. Yine hedefleme süresinin çok kısa ve hedef aralığının dar olması durumunda, merkez bankası enflasyon hedefini tutturmak için para politikası araçlarını aşırı şekilde kullanması araç istikrarsızlığı sorununa neden olacaktır. Bu dışa açık ve küçük ekonomiler için oldukça önemli bir sorundur. Çünkü bu ülkelerde döviz kuru dalgalanmalarının enflasyona etkisi faiz oranınınkinden daha hızlı olmaktadır ve enflasyon hedeflemesinin başarısı faiz oranlarından çok döviz kuruna duyulan güvenle ilgilidir. Yine hedefleme süresinin çok kısa ve hedef aralığının dar olması ekonomide istenmeyen üretim dalgalanmalarına neden olabilmektedir[270].

Hedef süresinin uzun tutulması halinde ise, hedefin enflasyon beklentilerini yönlendirmedeki rolü önemli ölçüde azalacaktır. Bir başka ifadeyle enflasyon hedefinin beklentiler için "çıpa" olma özelliği ortadan kalkacaktır[271]. Bununla birlikte hedef süresinin uzun tutulması para politikasının güvenilirlik kaybına neden olacaktır. Çünkü hedef süresinin uzun tutulması, ekonomideki birimlerce, merkez bankasının daha yüksek düzeyde sürpriz enflasyon yaratma eğiliminde olduğu şeklinde algılanacaktır[272].

Hedefleme süresinin çok kısa veya çok uzun tutulması halinde olumsuz sonuçlara neden olması, en uygun hedef döneminin belirlenmesinin kritik önemini ortaya çıkarmaktadır. Uygun dönemin belirlenmesi ise çeşitli unsurların varlığına göre değişmektedir. Bunlar; para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin gecikmeli gerçekleşmesi; başlangıçtaki enflasyon oranı; arz şoklarını telafi edebilme olasılığı ve bunun süresi; enflasyon hedeflemesinin katı veya esnek uygulanma

[270] Mishkin and Schmidt-Hebbel, a.g.m., pp. 12-13.
[271] Akyazı, a.g.e., s. 85.
[272] Agénor, a.g.m., p. 35.

biçimidir. Bunlarla birlikte enflasyon ataleti yani enflasyonun yüksek ve kalıcı olduğu ülkelerde anti enflasyonist politikalarla enflasyonu indirilmesi uzun zaman almaktadır; parasal aktarım mekanizmasının süresi; merkez bankasının bağımsızlığı ve güvenirliği şeklinde özetlemek mümkündür. Enflasyon hedeflemesi için uygun hedefleme süresinin belirlenmesinde rol oynayan en önemli unsur ise, para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin gecikmeli olarak ortaya çıkmasıdır[273].

Svensson (1996) ise, enflasyon hedefinin sapması halinde merkez bankasının bunu en iyi süreyle iki yılda kontrol edebileceğini vurgulamıştır[274]. Debelle (1997) ise, hedefleme süresinin ülkelerin enflasyon hedeflemesi uygulamasına başladıkları yıldaki enflasyon oranlarına göre değişebileceğini vurgulamıştır. Buna göre hedeflemeye başlanan yılda görece yüksek enflasyona sahip ülkeler, para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin gecikmeli gerçekleşmesi nedeniyle enflasyon hedefini iki yıl olarak belirlemektedirler. Hedeflemeye başlanan yılda düşük düzeyde enflasyona sahip ülkeler ise, hedefleri yıllık uygulayabilmektedirler[275].

Miskin (2000)'e göre para politikası ileriye dönük bir uygulamadır ve enflasyon üzerindeki etkisi gecikmeli olarak ortaya çıkmaktadır. Öyle ki para politikası enflasyonu ve üretimi iki yıl gibi bir sürede etkilemektedir ve hedef süresinin kısa tutulmasından kaynaklı sorunlar da göz önüne alındığında para politikasının etkisi açısından için uygun hedefleme süresi, iki yıl olarak belirlenmelidir[276].

Agénor (2000)'e göre hedefleme süresinin, kontrol süresinden kısa olmaması gerektiği görüşündedir. Yani hedefleme süresi, merkez bankasının faiz oranlarını kullanarak gelecekteki enflasyonu etkilemesi süresi göz önüne alınarak belirlenmelidir[277]. Sonuç olarak hedeflemenin bir-iki yıldan az olmaması gerektiği yönünde fikir birliğinin olduğu söylenebilir. Bununla birlikte, hedefleme süresi konusunda farklı uygulamaların olduğu görülmektedir. Örneğin, bir yıllık, iki yıllık, konjonktür devresi süresi, çoklu yıl, merkez bankası başkanının görev süresi ve

[273] Akyazı, a.g.e., ss. 85-86.
[274] Lars E. O. Svensson, " Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targeting," **Forthcoming in European Economic Rewiev**, October 1996, p. 8.
[275] Debelle, a.g.m., p. 10.
[276] Mishkin, "**What Should Central Banks Do?"** p. 4.
[277] Agénor, a.g.m., p. 35.

belirsiz zaman süresi gibi uygulamalar vardır[278]. Tablo-2'de 2008 yılı itibariyle enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin hedef süresi tercihi yer almaktadır.

3.1.5. Kaçınma Şartlığı

Enflasyon hedeflemesi, belirli bir zaman dilimini kapsayan enflasyon oranı için resmi nitelikli sayısal hedeflerin kamuoyuna ilan edildiği bir para politikası stratejisidir[279]. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesi; para politikalarının, belirlenen ve ilan edilen hedefe ulaşacak şekilde yürütülmesini de kapsar[280]. Buradan anlaşılacağı üzere enflasyon hedeflemesinin temelinde belli bir enflasyon oranının belli bir dönemde gerçekleştirileceğine ilişkin taahhüt bulunmaktadır. Bu taahhüt beraberinde sorumluğu getirmektedir. Ancak, uygulanan politikalar optimal olsa bile, merkez bankalarının elinde olmayan nedenlerden dolayı bu taahhütlerin her zaman yerine getirilmesi imkan dahilinde olmayabilir. Bu bağlamda, merkez bankalarının iradeleri dışında gerçekleşen faktörler şunlardır[281];

1. Dolaylı vergi oranlarının arttırılması gibi enflasyonu doğrudan etkileyen hükümetlerin politika değişiklikleri,
2. Petrol fiyatlarındaki ani artış gibi yurt dışındaki gelişmelerden kaynaklanan krizler,
3. Deprem, sel veya kurak iklim vb. doğal afetler

Uygulamaya bakıldığında, birkaç ülke dışında kaçış yolunun yaygın olarak kullanılmadığı görülmektedir. Kanada, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, İzlanda, Yeni Zelanda, Güney Afrika ve İsviçre bu uygulama söz konusudur. Kaçış yolunun yaygın olarak kullanılmamasının nedeni böyle bir uygulamanın kolayca kötüye kullanılması ve dolayısıyla para politikasının güvenilirliğini azaltmasıdır[282]. Yani hedeften sapma olması halinde merkez bankası kaçış yoluna başvurabilir. Merkez bankalarının, haklı nedenleri olsa bile kaçış yoluna sıklıkla başvurması, güvenilirlik kaybı ile sonuçlanacaktır.

---

[278] Akyazı, a.g.e., s. 86.
[279] Bernanke and Mishkin, "**Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy**," p. 2.
[280] Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi, Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı**, ss. 8-9.
[281] Öğretmen, a.g.m., s. 15.
[282] Akyazı, a.g.e., s. 89.

3.1.6. Hedefin İlan Edilmesi

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde; enflasyon hedefi, hem hükümet hem de merkez bankası tarafından ayrı ayrı ilan edilebileceği gibi her ikisinin birlikte katılımı ile de ilan edilebilir[283]. Uygulama ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği gibi hedefin kim tarafından ilan edileceği de zaman içerisinde değişmekte olduğu görülmektedir. Tablo-2'de 2008 yılı itibariyle enflasyon hedefinin kim tarafından ilan edildiğine yer verilmiştir.

Enflasyon hedeflemesinde hedefin kimin tarafından belirleneceği merkez bankasının bağımsızlığıyla yakından ilgilidir. Ancak, merkez bankasının bağımsızlığında önemli olan araç bağımsızlığıdır. Yani Debelle ve Fisher(1994)'in de vurguladığı gibi hedefler merkez bankası tarafından belirlenmese de, önemli olan bu hedeflere ulaşmada merkez bankasının para politikası araçlarını özgürce kullanabilmesidir. Hedefin ilan edilmesinde ülke uygulamalarına bakıldığında bunlardan ilki, hedefin hükümetin açık desteği olmaksızın sadece merkez bakası tarafından ilan edilmesidir. Diğeri ise, hükümet adına maliye bakanı ile merkez bankası başkanı tarafından birlikte ilan edilmesidir. Merkez bankasının hedefi hükümet desteğiyle ilan etmesi, her iki kurumun para politikası uyumunu yansıtması açısından yararlıdır. Öyle ki merkez bankasının hedefi, hükümet desteği olmadan, tek taraflı ilan etmesi para politikasının güvenilirliği ve etkililiğini azaltabilmektedir[284].

Hedefin kim tarafından ilan edileceği de önemli olmakla beraber bunun önemi, aslında hükümet ve merkez bankası arasındaki uyum derecesini göstermesi ve bunun içerdiği bilgilendirmeden 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 inisiyatife 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. Buna karşın hedeflenecek değişken üzerinde birden fazla kurumun etkisi oluyorsa ya da merkez bankası hedef

[283] Bernanke and Mishkin, "**Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy**," p. 2. ve Alina Carare, Andrea Schaechter, Mark Stone, and Mark Zelmer, "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting," **IMF Working Paper**, WP02/102, June 2002, p. 5.
[284] Debelle, a.g.m., pp. 7-8.

belirleme serbestliğine sahip değilse, o zaman ilgili kurumların tamamının hedeflerin ilan edilmesi sırasında hazır bulunması (örneğin merkez bankası, maliye ve hazine) para politikasına olan güvenirliğin tesisi açısından gereklidir[285].

3.2. GELİŞMEKTE OLAN SEÇİLMİŞ ÜLKE DENEYİMLERİ

Çalışmamızın bu kısmında enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan gelişmekte olan ülke deneyimlerine yer verilecektedir. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan gelişmekte olan ülkeler arasından Şili, Brezilya, Kolombiya, Meksika ve Türkiye seçilmiştir. Aşağıda, seçilmiş ülkelerin enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş zamanı; kurumsal ve yasal düzenlemeleri; enflasyon hedefini tanımlama, belirleme ve ilan prosedürleri ele alınacaktır. Ayrıca bu ülkelerin, para politikası uygulamaları ve sonuçlarına ilişkin ekonomideki birimlerle iletişimine ve fiyat istikrarını sağlanması yönünde kat edilen aşamalara ve büyüme performansına açıklık getirilecektir.

3.2.1. Şili

Gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başlayan ilk ülke Şili'dir[286]. Şili'de enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulama aşamasına bakıldığında 1989 yılında çıkan Yeni Merkez Bankası yasasının 1990 yılında yürürlüğe girmesiyle merkez bankasının bağımsızlığı sağlanmış ve merkez bankasının birincil amacının fiyat istikrarı olduğu yasa ile taahhüt altına alınmıştır. Bununla birlikte yeni yasada, iç ve dış dengelerin sağlanması amacıyla merkez bankasına müdahale yetkisi de verilmiştir. Söz konusu bu yetki, merkez bankasına fazladan yük getirmiş, enflasyonu düşürerek fiyat istikrarına ulaşma amacı yavaş bir şekilde gerçekleşmiştir. Öyle ki, Şili merkez bankası 1990 yılında %20'nin üzerinde olan enflasyon oranını, ancak 2001 yılına geldiğimizde %5'in altına indirebilmiştir[287].

Şili döviz kuru rejimi olarak 1999 yılına kadar uygulanan sürünen parite diye adlandırılan döviz kuru bandı uygulamış, ancak Asya krizi nedeniyle oluşan finansal

[285] Malatyalı, a.g.m., s. 12.
[286] Vittorio Corbo and Klaus Schmid-Hebbel, "Inflation Targeting: The Latin American Experience," **Latin American Macroeconomic Reforms**, Ed.by., Jose Antonio Gonzalez; Vittorio Corbo; Anne O. Kruger; Aaron Tornell, The University Chicago Press, Chicago and London, 2003, p. 41.
[287] Frederic S. Mishkin; Miguel A. Savastano, "Monetary Policy Strategıes For Emergıng Market Countrıes: Lessons From Latın Amerıca,"**IMF Research Department**, January 2002, p. 18.

sorunlar ve dış ticaret şokları, döviz kuruna müdahale edilmesini zorunlu kılmıştır. 1998 sonunda ekonominin durgunluğa girmeye başladığının görülmesiyle faiz oranları düşürülmüş, böylece ulusal para pesonun değer kaybetmesine izin verilmiştir. Sonrasında ise sürünen parite şeklinde uygulanan döviz kuru bandı tamamen terk edilerek 1999 yılında dalgalı kur rejimine geçilmiştir[288].

Uygulama özelliklerine bakıldığında hedef indeksi olarak TÜFE'yi kullanmaktadır. Şili'de hedefleme ilk ilan edildiği tarihten 1994 yılına kadar taahhüt altına alınmış katı hedef değil de, ulaşılması hedeflenen resmi enflasyon tahmini şeklinde uygulanmıştır. 1994 yılında enflasyon oranın %10'un altına çekilmesiyle ilan edilen hedef taahhüt alınmış, bununla birlikte 1995 tarihi itibariyle nokta hedef uygulamıştır.[289] Ancak 2002 yılından itibaren nokta hedef uygulanması yerine aralık hedef uygulamaya başlamıştır[290].

Şili merkez bankası, 1995 yılından itibaren para politikası aracı olarak gecelik bankalar arası reel faiz oranları kullanılmaktadır. Söz konusu faiz oranları enflasyon hedefi amacına uygun olarak belirlenirken döviz kuru, cari açık, işsizlik ve büyüme oranı, kamu açıkları ve bunların vade yapısı gibi ekonomideki diğer değişkenlerin etkileri göz önüne alınmaktadır[291].

Şili merkez bankasının 1990 yılında uygulamaya başladığı enflasyon hedeflemesi stratejisi deneyimi oldukça başarılıdır[292]. Öyle ki Şili merkez bankasının enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlamasıyla güvenilirliği sağladığı ve bu güne gelindiğinde fiyat istikrarı amacına ulaşıldığı görülmektedir[293]. Şili merkez bankasınca enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanacağı ilan edildiğinde %20'nin üzerinde olan enflasyon oranı, 2001 yılına gelindiğinde %3 düzeyine inmiştir. Aynı

---

[288] Mishkin and Schmidt-Hebbel, a.g.m., p. 23.
[289] Mishkin and Savastano, "**Monetary Policy Strategıes For Emergıng Market Countrıes: Lessons From Latın Amerıca**," p. 18. ve Corbo and Schmid-Hebbel, a.g.k., p. 42.
[290] Klaus Schmidt-Hebbel and Matias Tapia, "Monetary Policy Implementation and Results in Twenty İnflation-Targeting Countries," **Central Bank of Chili Working Papers**, No.166, 2002, p. 27.
[291] Felipe Morande and Klaus Schmidt Hebbel, "Monetary Policy and Inflation Targeting in Chile", **Inflation Targeting in Practice**, Ed.by. Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Sergio Werlong, IMF, Washington D.C, 2000, s. 91.
[292] Mishkin and Savastano, "**Monetary Policy Strategıes For Emergıng Market Countrıes: Lessons From Latın Amerıca**," p. 19.
[293] Vittorio Corbo, "Monetary Policy under İnflation Targeting in Chile and around the World," Speech by Mr Vittorio Corbo, **Governor of the Central Bank of Chile, At the ninth annual Conference of the Central Bank of Chile**, "Monetary Policy under İnflation Targeting", Santiago, 20 October 2005.

dönem de ülkenin ekonomisinin büyüme performansına bakıldığında ise, 1991-1997 yılları arasında ortalama %8,5 düzeyinde oldukça yüksek büyüme oranı gerçekleşmiştir. 1998 yılında büyüme oranı ortalama %3,4 düzeyinde gerçekleşmiş, 1999 yılında ise %-1,4 gibi negatif değer almıştır. Söz konusu düşüşte Asya ve Rusya krizlerin önemli etkisi olmuştur[294].

Şili'nin enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamasında göstermiş olduğu başarısını destekleyen iki önemli unsur olarak fiskal pozisyonun ve finansal sistemin güçlülüğü göze çarpmaktadır. Öyle ki söz konusu 1991-1998 döneminde bütçe fazla vermiş, 1991-1997 dönemi için söz konusu fazla ortalama GSMH'nın %2,8' kadar gerçekleşmiştir. Bu durum maliye politikasında disiplinin sağlandığının açık bir göstergesi olmaktadır. Yine 1980'li yılların başında yaşanan bankacılık krizi sonrası sektör üzerine yapılan düzenlemeler, 1990'lı yıllara gelindiğinde finansal yapıyı gelişmiş ülkelerle karşılaştırılabilir düzeye getirmiştir. Bununla birlikte Şili'de merkez bankasının başarısındaki bir diğer unsur ise fiyat istikrarı amacının bir göstergesi olarak enflasyon hedeflerini yavaş bir şekilde sıkılaştırması ve son olarak ta çok yıllı hedef şeklinde ilan etmiş olmasıdır. Ancak Şili'de merkez bankasının şeffaflık ve hesap verebilirliği sağlamaya yönelik düzenlemeler açısından başarılı olduğu söylemez. Öyle ki 2000 tarihinden itibaren enflasyon tahmin modellerini de içeren enflasyon raporu yayınlamaya başlamıştır[295].

3.2.2. Brezilya

Brezilya enflasyon hedeflemesi rejimi öncesinde Temmuz 1994'te enflasyonu düşürmek amacıyla sabit döviz kuru çapasına dayalı istikrar programı "Real Plan"'ı uygulamaya koymuş, 1994 yılında % 900'lerde olan enflasyon oranını, 1998 yılına kadar %2'nin altına indirmeyi başarmıştır. Ancak enflasyonu düşürmeyi başarsa da, Brezilya'nın aynı dönemde maliye politikalarını disipline edememiş olması ve ulusal paranın sabit kur sistemi altında aşırı değerlenmiş olması nedeniyle 1997'de Asya Krizi ile 1998'de Rusya krizi ile gelen spekülatif ataklarla karşı karşıya kalmıştır. 1997'de baş gösteren Asya Krizi nedeniyle spekülatif ataklara maruz kalması ardından 1997'nin ortalarında %19 olan faiz oranları Kasım ayında %46 düzeyine

[294] Mishkin and Savastano, "**Monetary Policy Strategıes For Emergıng Market Countrıes: Lessons From Latın Amerıca**," p. 19.
[295] Mishkin and Savastano, "**Monetary Policy Strategıes For Emergıng Market Countrıes: Lessons From Latın Amerıca**," pp. 20-21.

yükselmiş; 1998 ortalarında yeniden %19 düzeyine inen faiz oranları 1998'in Eylül ayında Rusya krizi ile ikinci kez spekülatif atağa maruz kalarak faiz oranlarını %40'a tekrar yükselmiştir. Bununla birlikte Brezilya'nın 1997'nin Aralık ayında GSMH'nın %28'si olan iç ve dış borç toplamı 1998'in Aralık ayına gelindiğinde GSMH'nın %42'sına kadar yükselmiştir[296].

Böylece Brezilya'nın enflasyon hedeflemesi stratejisine uyumu, 1999 yılının başında Merkez bankasının, spekülatif atakların döviz rezervlerine üzerine baskısı sonucu ulusal parasının değerini %50 oranında düşürmesi ve ardından ulusal parayı dalgalanmaya bırakarak döviz kuruna dayalı para politikası çapasını sonlandırmasıyla başlamış[297] ve 1999 yılının Haziran ayında enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemiş, bunu IMF'in yönlendirmesi ve desteği altında yapan ilk ülke olmuştur.[298]

Brezilya'da enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulama öncesinde merkez bankasının bağımsızlığının sağlandığı, para politikasını kurulunu oluşturduğu ve enflasyon hedefine ulaşmada politika araçlarını seçebilme yetkisinin verildiği görülmektedir[299]. Brezilya'nın enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulama çerçevesine bakıldığında gerekli şartları büyük ölçüde sağlamıştır[300]. Buna göre,

1. 1999, 2000 ve 2001 yılları için sayısal enflasyon hedefleri ilan etmiş ve 2002 yılı dahil olmak üzere enflasyon hedeflerinin iki yıl önceden belirleneceği açıklanmıştır.
2. Maliye Bakanlığınca Ulusal Para Konseyine enflasyon hedeflerini ve tolerans aralığını belirleme yetkisi verilmiştir.
3. Merkez Bankası'na enflasyon hedeflerine ulaşmada gerekli tüm politikaları uygulama sorumluluğu verilmiştir.

---

[296] Tito Nicias, "The Brazilian Inflation Targeting Experinces," **Inflation Targeting Experinces**, Inflation Targeting Conferance held by The Central Bank of The Republıc of Turkey, 19-20 October Ankara, 2000, pp. 132-134.
[297] Francesco Giavazzi, Ilan Goldfanj, Santiago Herrera, "Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003", **Owerview: Lessons from Brazil**, Ed.by., Francesco Giavazzi, Ilan Goldfanj, Santiago Herrera, The MIT Pres Cambridge, London, 2005. p. 8.
[298] Mario I. Blejer, Alfredo M. Leone, Pau Rabanal, Gerd Schwartz "Inflation Targeting in the Context of IMF-Supported Adjustment Programs," **IMF Staff Papers**, Vol.49, No.3, 2002, p. 322.
[299] Blejer ve diğerleri, a.g.m., p. 314.
[300] Mishkin and Savastano, "**Monetary Policy Strategıes For Emergıng Market Countrıes: Lessons From Latın Amerıca**," p. 30.

4. Merkez Bankası'nın hesap verebilirliğini arttırmak için prosedürler geliştirilmiştir. Örneğin hedeften sapma söz konusu olduğunda Merkez Bankası başkanı, söz konusu sapmanın nedenleri hakkında Maliye Bakanına açık mektup vermektedir.
5. Yine şeffaflığın sağlanması açısından Merkez Bankasınca üç ayda bir olmak üzere yılda dört kez enflasyon raporları yayınlanmakta ve raporda enflasyon tahmin modellerine de yer verilmektedir.

Brezilya merkez bankası para politikası aracı olarak gecelik bankalar arası reel faiz oranları; hedef indeksi olarak ise ulusal tüketici fiyat indeksini (IPCA) kullanmaktadır. Aynı zamanda Enflasyon hedeflemesine geçtiği tarihten itibaren 2003 yılının birinci çeyreğine kadar enflasyon hedefleri ±2% tolerans aralığında nokta hedef olarak belirlemiştir[301]. 2002 yılında gerçekleşen enflasyonun, hedeflenen enflasyonun çok üzerinde çıkması tolerans aralığının revize edilmesiyle sonuçlanmış ve 2003 yılının ikinci çeyreğinden 2006 yılına kadar enflasyon hedefleri ±2,5% tolerans aralığında belirlenmiştir. Enflasyon oranlarının tek haneye düşürülmesinin ardından 2006-2009 projeksiyonunda enflasyon hedefleri tolerans aralığı yeniden ±2,0%'a çekilmiştir[302].

Brezilya merkez bankasının 1999 yılında uygulamaya başladığı enflasyon hedeflemesi stratejisi deneyiminin başarı durumu değerlendirmenin erken olduğu söylenebilir. Yine de güvenilirliğin bir ölçütü olarak hedef enflasyon ile gerçekleşen enflasyon oranları yıllar itibariyle karşılaştırılacak olursa 2000, 2006 ve 2007 yılında gerçekleşen enflasyon oranın nokta hedef oranının altında gerçekleşmiştir. Yine 1999, 2004 ve 2005 yılında gerçekleşen enflasyon nokta hedefin üstünde ancak üst tolerans arağının altında gerçekleşmiştir. 2001, 2002 ve 2003 yıllarında ise gerçekleşen enflasyon üst tolerans aralığının da üstünde gerçekleşmiş olduğu görülmektedir[303]. Bu bakımdan 2004 ve 2005 yılında gerçekleşen enflasyon oranın tolerans aralığında olması, 2006 ve 2007 yılında ise gerçekleşen enflasyonun nokta hedefin altında çıkması Brezilya merkez bankasının fiyat istikrarını sağlama amacına verdiği önemin bir göstergesidir.

[301] Corbo and Schmid-Hebbel, a.g.k., p. 47.
[302] Banco Central Do Brazil, **Inflation Targeting**, http://www.bcb.gov.br/pec/metas/InflationTargetingTable.pdf, 12 Nisan 2008.
[303] Banco Central Do Brazil, **Inflation Targeting**,

Yine Brezilya'nın büyüme oranlarına bakıldığında 1985-1999 döneminde ortalama büyüme oranında %2,77'lik artış söz konusu iken, 2000-2007 döneminde yani 1999 yılında uygulamaya başlanan enflasyon hedeflemesi stratejisi altında ortalama büyüme oranı %3,11'lik artış göstermiştir[304]. Buradan da anlaşılacağı üzere ortalama büyüme oranındaki bu artış, enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik performansı olumlu etkilediği yönünde ipucu vermektedir.

3.2.3. Kolombiya

Kolombiya'nın ekonomisinin komşu ülkelerle karşılaştırıldığında oldukça iyi bir zeminde olması para politikası uygulama sürecinde bu ülkeye önemli bir avantaj sağladığı söylenebilir. Öyle ki Kolombiya, aşırı popülist politikalar sonucu Brezilya ve Meksika gibi ülkelerin yaşadığı derin borç krizi ve yüksek enflasyona maruz kalmamış, 1970'lerde baş gösteren yüksek enflasyonlu dönemde Kolombiya'nın ekonomisi iki haneli enflasyonda kalmıştır[305]. 1980'li yıllar boyunca enflasyon oranı ortalama %23 düzeyinde gerçekleşmiştir. 1990'nın ilk yıllarında hükümetin ekonomik programını çerçevesinde enflasyonu düşük tutmak para politikasının öncelikli amacı haline getirilerek merkez bankasının bağımsızlığı yasa ile güçlendirilmeye çalışılmış ve hükümetin bütçe açıklarının merkez bankasından kaynaklarından karşılanmasına sınırlandırılmıştır. Bununla birlikte 1999 yılına kadar para politikası çapası olarak sürünen parite döviz kuru bandı kullanılmıştır[306].

1990'lı yıllar boyunca enflasyon oranlarının %20-25 düzeyinde olması Kolombiya'da uygulanan para politikası öncelikli amacının enflasyonu düşük tutmak olmadığı açıkça görülmektedir. Merkez bankasının enflasyonu düşük tutma yönünde bağımsızlığı arttırılmış olsa da enflasyon hedefini tehlikeye atma pahasına özellikle çıktı istikrarı gibi diğer amaçlara da önem vermeyi sürdürmüştür[307].

Kolombiya'da 1992'de yapılan düzenlemeler sonucu uyguladığı anti-enflasyonist politikası başarılı olamamıştır. Öyle ki 1980'li yıllarda ortalama %23,6

---

[304] IMF, **World Economic Outlook February 2008**, Building Institutions, Washington: International Monetary Fund.
[305] Rudiger Dornbusch and Stanley Fischer, "Moderate Inflation," **The World Bank Economic Review**,Vol. 7, No.1, January 2003, p. 2.
[306] Mishkin and Savastano, "**Monetary Policy Strategıes For Emergıng Market Countrıes: Lessons From Latın Amerıca**," pp. 21-22.
[307] Alberto Carrasquilla, "Monetary Policy Transmission: the Colombian Case," **BIS Policy Papers**, No.3, January 1998, p. 87.

olan enflasyon oranı, 1991-1998 döneminde ortalama %22,7 düzeyinde kalmıştır. Daha açık bir ifadeyle 1991-1996 döneminde sürekli olarak enflasyon oranı merkez bankasının hedefi üzerinde gerçekleşmiş, 1997 yılında ise %16,7 gerçekleşerek %18'lik hedefin biraz altında kalmıştır. 1998 yılında ise yine enflasyon oranı hedefin üzerinde gerçekleşmiştir. Aynı yıl Kolombiya'nın büyüyen iç borç ve GSMH'nın %5'ine ulaşan bütçe açıkları ile siyasi risklerin artması yatırımcıların ulusal para olan pesoya spekülatif atağını beraberinde getirmiştir. Bu durum karşısında Kolombiya merkez bankası öncelikle faiz oranlarını yükseltmiş, ardından döviz kuru bandına müdahale ederek %9 oranında pesonun değerini düşürmüştür. Ancak bu müdahale pesoya olan spekülatif baskıyı durdurmaya yetmemiş, devam eden baskı sonucu 1999'da Kolombiya'nın ekonomisinin uzun yıllardan sonra ilk kez resesyona girdiği görülmüştür. Sonuçta ekonominin resesyona girmesi tehlikesi nedeniyle Kolombiya merkez bankası, 1999'yılının Eylül ayında döviz kuru bandını terk ederek pesoyu yabancı paralar karşısında dalgalanmaya bırakmış ve enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemiştir[308].

Kolombiya'nın enflasyon hedeflemesi uygulamasının başarılı olduğu söylenebilir. Çünkü hedefleme öncesi 1985-1999 döneminde ortalama %22,74 olan enflasyon oranı, hedefleme sonrası 2000-2006 döneminde %6,03'a düşmüştür. Kaldı ki bu oran gelişmekte olan ülkeler için fiyatların istikrarlı sayıldığı bir orandır. Yine aynı dönemler için büyüme oranları karşılaştırıldığında ise, 1985-1999 döneminde ortalama %3,40 olan büyüme oranı, hedefleme sonrası 2000-2006 döneminde %3,94'e yükselmiştir.

Kolombiya'nın enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulama çerçevesine bakıldığında merkez bankası para politikası aracı olarak günlük parasal tabanı kullanmakta, enflasyon hedeflerini belirlerken şeffaflığı arttıran bir unsur olarak TÜFE'yi tercih etmekte, enflasyon hedefleri hükümetin de katılımıyla birlikte nokta hedef olarak belirlemekte ve enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başladığı yıldan itibaren enflasyon raporu yayınlamaktadır[309].

---

[308] Mishkin and Savastano, "**Monetary Policy Strategıes For Emergıng Market Countrıes: Lessons From Latın Amerıca**," p. 22.
[309] Corbo and Schmid-Hebbel, a.g.k., p. 47.

3.2.4. Meksika

Fiyat istikrarına sağlamaya yönelik geçmişine bakılacak olursa Meksika, 1988 yılında uygulamaya başladığı döviz kuru hedeflemesi ile 1980'li yıllar boyunca yıllık %100 ve üzerinde olan enflasyon oranını 1994 yılına kadar tek haneli rakamlara indirilmiştir. Ancak 1994 yılında döviz krizinin yaşanması ve ulusal paranın değer kaybetmesi sonuçlanmış 1995 yılında enflasyon oranı yıllık %50'lilere yükselmiştir[310]. Sonuçta 1994 yılının sonuna gelindiğinde döviz kuru hedeflemesi altında yürütülen anti-enflasyonist politikaların başarısız olması ve finansal krizle sonuçlanmasının ardından dalgalı kur rejimini benimsemiştir.[311]

1995 yılından itibaren dalgalı kur rejimini benimsenmesiyle birlikte kademeli olarak enflasyon hedeflemesine geçme kararı alınmıştır. Bu sürede merkez bankası para politikası çapası olarak parasal hedefleme uygulanmış, enflasyon hedefinin yıllık olarak belirlemiştir. 1995 yılından sonra uygulanan daraltıcı para politikası ve mali disiplini sağlanma çabaları 1995 yılında %50'nin üstünde olan enflasyon oranını 1998 yılında %18 düzeyine indirmiştir[312]. 1999 yılında enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmesiyle birlikte yılsonunda enflasyon oranı %12,3 olarak gerçekleşmiştir. 2001 yılında enflasyon oranı, %6,5 olarak ilan edilen hedef oranın altında gerçekleşmiş olmasıyla Meksika'da enflasyon oranları istikrarlı düzeye yaklaşmıştır. Öyle ki Meksika merkez bankası enflasyon hedefini 2002 yılı için %4,5; 2003 yılı için %3 şeklinde ilan etmiştir[313].

Meksika'nın fiyat istikrarını sağlamadaki bugünkü başarısı kademeli bir şekilde ve para politikası uygulamalarına yön veren reformlarla gerçekleştirilmiştir. Bunlardan ilki gerçek anlamda dalgalı döviz kuru uygulamasının başarılmasıdır. Bu uygulama, Meksika merkez bankasının yaşanan krizle birlikte sarsılan güvenilirliğinin yeniden inşa edilmesinde önemli bir ayağı oluşturmuştur. İkinci ise

---

[310] Mishkin ,"**International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes**," p. 8.
[311] Andrew G.Berg, Christopher J. Jarvis, Mark R. Stone and Alessandro Zanello "Re-establishing Credible Nominal Anchors After a Financial Crisis: A Review of Recent Experience", **IMF Working Paper**, No.76, April 2003, p. 19.
[312] Agustin G. Carnstens and Alejandro Werner, "Mexico's Monetary Policy Framework Under a Floating Exchange Rate Regime", **Inflation Targeting in Practice**, Ed.by. Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Sergio Werlong, IMF, Washington D.C, 2000, s. 81.
[313] Klaus Schmidt-Hebbel and Alejandro Werner, "Inflatıon Targetıng In Brazıl, Chıle, and Mexıco: Performance, Credıbılıty, and The Exchange Rate," **Central Bank of Chile Working Papers**, No. 171, July 2002, p. 4.

1999 yılında para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesine geçişi ve bu bağlamda aşağıda yer alan yasal ve kurumsal düzenlemeleri gerçekleştirilmiş olmasıdır.[314]

1. Para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı amacına uygun bir şekilde düşük ve sabit enflasyon oranı hedeflenerek önceden ilan edilmiştir.

2. Merkez bankasının bağımsızlığı güçlendirilmiş ve merkez bankasına para politikası araçlarını kullanma serbestliğinin tanınmış; söz konusu araçlar, finansal piyasalara ve özel sektör ajanlarına yol gösterici nitelikte belirlenmiştir.

3. Merkez bankasının şeffaflığı ve hesap verebilirliği arttıran düzenlemelere yer verilmiştir. Bu bağlamda merkez bankası, üç ayda bir enflasyon raporları yayınlamakta, para politikası oluşturma kurulu kararlarının kamuoyuna duyurmaktadır. Daha açık bir ifadeyle Meksika merkez bankası hesap verebilirliğinin gereği olarak kamuoyu ile sürekli iletişim halindedir.

Meksika'nın merkez bankasının enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulama çerçevesine bakıldığında para politikası aracı olarak günlük parasal tabanı kullanmakta, enflasyon hedeflerini belirlerken şeffaflığı arttıran bir unsur olarak TÜFE'yi tercih etmektedir. Bununla birlikte enflasyon hedefleri merkez bankasınca nokta hedef(±1% tolerans aralığında) olarak belirlemekte ve enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başladığı yıldan itibaren enflasyon raporu yayınlamaktadır.[315]

Yine Meksika'nın büyüme oranlarına bakıldığında 1995-1998 döneminde ortalama büyüme oranında %2,3'lik artış söz konusu iken, 1999 ve 2000 yılları için ortalama %5 büyüme oranına sahip olan Meksika'nın 2001-2003 yıllarında ekonomisinin durgunluğa girdiği görülse de 1999-2006 döneminde yani 1999 yılında uygulamaya başlanan enflasyon hedeflemesi stratejisi altında ortalama büyüme oranı %3'lük artış göstermiştir.[316] Yine ortalama büyüme oranındaki bu artış, enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik performansı olumlu etkilediği yönünde ipucu vermektedir.

---

[314] Malcolm Knight, **Stability and Economic Growth: The Role of the Central Bank**, Speech by General Manager of the BIS at a Conference on Organised by the Bank of Mexico to Commemorate its 80th birthday, Mexico City, 14-15 November 2005. http://www.bis.org/speeches/sp051114.htm
[315] Corbo and Schmid-Hebbel, a.g.k., p. 47.
[316] IMF, **World Economic Outlook February 2008**, Building Institutions, Washington: International Monetary Fund.

3.2.5. Türkiye

Türkiye'de enflasyon hedeflemesi stratejisinin, Merkez Bankasının 09 Aralık 1999 tarihinde IMF'e sunduğu niyet mektubunun Para ve Kur Politikaları kısmında ilk defa dile getirildiği söylenebilir. Öyle ki programda 2000, 2001 ve 2002 yılları için enflasyon oranları %25, %12 ve %7 seviyelerinde öngörülmüştür. Buna göre IMF ile yapılan 17. Stand-by antlaşması çerçevesinde 2000-2002 yılları arasında uygulanması planlanan istikrar programına ait para ve kur politikaları iki dönem çerçevesinde açıklanmıştır. İlk 18 ay içerisinde, döviz kurularının çıpa olarak seçildiği belirtilmiştir. Programın 18 aylık ikinci yarısında ise kurların genişleyen bir band çerçevesinde dalgalanmaya bırakılacağı planlanmıştır. Buna göre program süresince döviz kurunun çıpa olma özelliği esnekleştirilerek aşamalı olarak doğrudan enflasyon hedeflemesine geçilmesi karalaştırılmıştır[317].

2000 yılı başında IMF desteğiyle uygulamaya konulan "Enflasyonla Mücadele Programı" temel amacı sürmekte olan kronik ve yüksek enflasyonu üç yıllık bir sürenin sonunda tek haneli rakamlara indirmek olarak açıklanmıştır. 2000 yılı sonunda programda öngörülen hedeflerin üzerinde gerçekleşse de enflasyonla mücadelede önemli bir aşama kaydedilmiş ve enflasyon oranları son 14 yılın en düşük seviyesine inmiştir[318]. 2000 yılı Kasım ayında yaşanan krizinde etkisiyle enflasyon oranı, hedefin 14 puan üzerinde %39 düzeyinde gerçekleşmiştir[319].

2000 yılı Kasım ayında yaşanan kriz sonrasında, IMF'den sağlanan ek destekle birlikte, faiz oranlarında gerileme ve sermaye girişlerinde nispi bir canlanma gözlenmesine karşın, başta kamu bankaları olmak üzere bankacılık sisteminin mali yapısında kırılganlık artmış, iç ve dış piyasalardan sağlanan fonların vadeleri de gittikçe kısalmıştır. 2001 Şubat ayı sonlarında, Hazine Bakanlığı ihalesi öncesi meydana gelen olaylar, sürekli tedirginlik içinde olan piyasalarda panik ortamı yaratmış ve 19 Şubat 2001 tarihinde TL ciddi bir spekülatif atakla karşı karşıya kalmıştır. 22 Şubat'ta mevcut döviz kuru sisteminin sürdürülebilirliğine ilişkin güvenin azalmasının ekonomiye getireceği zararlar göz önüne alınarak TL yabancı

[317] Özcan Karahan, "Türkiye'de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Programının Uygulanmasına İlişkin Oluşan Riskler ve Bu Risklerin Yönetim Politikaları," **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi,** No.14, Güz 2005, s. 36.
[318] Enflasyon verileri için bkz. TCMB, İstatistiki Veriler, http://evds.tcmb.gov.tr/., 11.08.2008.
[319] TOBB, **Ekonomik Rapor 2001**, TOBB Yayın No:2002-45, s. 66.

para birimleri karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır[320]. Sonuçta 2001 yılı Şubat ayında finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler 2000 yılı basından beri uygulanmakta olan döviz kuruna dayalı istikrar programının devam ettirilmesini olanaksız kılmış, döviz kuru nominal çapa olma özelliğini yitirmiştir[321]. 2000 yılı başında IMF desteğiyle uygulamaya konulan "Enflasyonla Mücadele Programı" ile öngörülen kronik ve yüksek enflasyonu üç yıllık bir sürenin sonunda tek haneli rakamlara indirmek amacına ulaşamamıştır. 2000 yılı sonu itibariyle %39 olarak gerçekleşen enflasyon oranı, krizin etkisiyle yeniden yükselmiş 2001 yılı sonunda %68 olarak gerçekleşmiştir.

22 Şubat 2001 tarihinde Türk Lirası'nın dalgalanmaya bırakılmasının ardından merkez bankasının kısa vadedeki önceliği, ödemeler sistemindeki tıkanıkları gidermek, sisteme yeniden işlerlik kazandırmak ve finansal piyasalarda istikrarı sağlamak olmuştur. Kriz sonrası uygulanan programın temel amaçlarından birisini, orta vadede sağlıklı bir bankacılık sistemine ulaşılmasını sağlamak için kamu kesiminin bankacılık sektörü içindeki fonksiyonun yeniden belirlenmesi ve bu bankaların kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılması oluşturmuştur. Kamu bankalarının yeniden yapılandırılmaları ile kamu ve fon bankalarının kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılmasına yönelik bankacılık operasyonunda, merkez bankası kilit bir rol oynamış ve operasyonun merkez bankası bilançosu üzerinde önemli etkileri olmuştur. Söz konusu operasyonun ekonomide enflasyonist bir sürece yol açmaması için merkez bankası bilanço büyüklüklerine sınırlar getiren parasal hedefleme uygulaması ile para tabanını kontrol etmiş ve enflasyonist etkilerin sınırlandırılmasını sağlamıştır[322]. Yukarıda saydığımız amaçları da kapsayan Güçlü Ekonomiye Geçiş" istikrar programı çerçevesinde 5 Mayıs 2001'de merkez bankasının temel amacını fiyat istikrarı olarak belirlenmiş, araç bağımsızlığı sağlanmış ve Para Politikası Kurulu'nu oluşturan yeni Merkez Bankası Kanunu resmi gazetede yayımlanmıştır[323].

Türkiye'de 2002–2005 yıllarında para politikası altında örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmıştır. Bu dönemde açık enflasyon hedeflemesi rejiminin

[320] Bozkurt, a.g.e., s. 151.
[321] TCMB, **Yıllık Rapor**, Para Politikası ve Piyasalar, 2001,s. 75.
[322] TCMB, **Yıllık Rapor**, Para Politikası ve Piyasalar, 2001,s. 75-89.
[323] Süreyya Serdengeçti, **Merkez Bankasının Bağımsızlığı Konulu Konferans**, Muğla, 25 Şubat 2005, http://www.tcmb.gov.tr/, 22 Mayıs 2008.

uygulamaya konulabilmesi için gerekli hazırlıklar yapılmış, ön koşulların tamamlandığı varsayımı altında 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaya geçilmiştir. Tüketici fiyatları endeksi yıllık değişimi ile tanımlanan enflasyon hedefi, nokta hedef şeklinde 2006 yılı sonu için % 5 olarak belirlenmiştir. Üç aylık dönemler itibariyle yılsonu hedefi ile uyumlu enflasyon patikası ve patika etrafında belirsizlik aralıkları oluşturulmuştur. Patika Mart ayı sonu için % 7,4, Haziran ayı sonu için % 6,5, Eylül ayı sonu için % 5,8 ve Aralık ayı sonu için % 5 olarak belirlenmiştir. Belirsizlik aralığı hedefle uyumlu patikanın her iki yönünde 2 puan olarak açıklanmıştır. Enflasyon gerçekleşmelerinin belirsizlik aralıklarının dışına çıkması halinde Merkez Bankası'nın hedeften sapmanın sebeplerini ve alınması gereken önlemleri açık mektup ile Hükümete bildirerek kamuoyuna açıklaması ve program gereği olarak IMF'ye göndermesi kararlaştırılmıştır[324].

Enflasyon hedeflemesi öncesi 1989-2001 döneminde ortalama %72,8 olan enflasyon oranı, örtük enflasyon hedeflemesi uygulandığı 2002-2006 döneminde ve 2007 yılı dahil edildiğinde ortalama enflasyon oranı %13,6'ya düşürülmüştür. Aynı dönemlerde büyüme oranları incelendiğinde ise, 1989-2001 döneminde ortalama %3,3 olan büyüme oranı, örtük enflasyon hedeflemesi uygulandığı 2002-2006 döneminde ve 2007 yılı dahil edildiğinde ortalama büyüme oranı %6,8'e yükselmiştir[325]. Bu tablo Türkiye'nin örtük enflasyon hedeflemesi uygulaması altında fiyat istikrarının sağlandığı anlamına gelmese de, enflasyonu düşürmede kısmen başarılı olduğu söylenebilir. Yine örtük enflasyon hedeflemesi uygulandığı dönem sonrası büyüme oranlarının yükselmiş olması, fiyat istikrarına yaklaşma çabasında olan bir para politikası stratejisinin, büyüme performansı üzerine olumlu etkisinin bir göstergesi olmaktadır.

Ancak 2007 yılının ortalarından itibaren enflasyonun sadece ülkemizde değil diğer ülkelerde de yükselmekte olduğu görülmektedir. Başta ham petrol olmak üzere, gıda ve diğer emtia fiyatlarındaki artışlar küresel enflasyon üzerinde baskı oluşturmaktadır. Gelişmiş ülkelerde enflasyonun 2007 yılının son çeyreğinden itibaren yükselişe geçtiği, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan

[324] TOBB, **Ekonomik Rapor 2006**, TOBB Yayın No:2007-45, s. 11.
[325] Durmuş Yılmaz, **Para Politikaları Konulu Konferans**, Diyarbakır, 5 Haziran 2008, http://www.tcmb.gov.tr/, 6 Haziran 2008.

ülkelerde ise 2007 yılı Temmuz ayından itibaren yukarı yönlü bir eğilimin başladığı gözlenmektedir. Türkiye'de enflasyon, 2008 yılının ilk çeyreğinde yüzde 9,2 düzeyi ile 2006 yılı sonundaki yüzde 9,7 seviyesinin altında gerçekleşirken, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin ortalama enflasyonu aynı dönemde yüzde 3,4'ten yüzde 6,1 seviyesine yükselmiştir[326].

Türkiye'de para politikasının etki alanı dışında kalan faktörlerin (gıda, enerji gibi), enflasyon üzerindeki etkisi 2007 yılı için %4,8 olarak hesaplanmıştır[327]. 2007 yılı için enflasyon hedefinin %4, belirsizlik aralığının ise ± 2 olduğu göz önüne alındığında enflasyon hedefinin tutmayacağı açıktır. Kaldı ki 2007 yılı için yıllık enflasyon % 8,4 oranında gerçekleşmiştir.

2007 yılında Türkiye'de enflasyon eğiliminin diğer ülkelere kıyasla daha olumlu seyretmiş olduğu söylenebilir. Türkiye'de enflasyon 2006 yılı sonundaki yüzde 9,7 seviyesinden 2007 yılı sonunda yüzde 8,4 düzeyine düşerken, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin ortalama enflasyonu aynı dönemde yüzde 3,4'ten yüzde 5,1 düzeyine yükselmiştir[328].

Sonuç olarak petrol, gıda ve diğer emtiaların fiyatlarında görülen söz konusu artışlar, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerinde enflasyon baskısına neden olmaktadır. Bununla birlikte Türkiye'de temel enflasyon eğilimi ise düşmektedir[329]. Dolayısıyla, arz şoklarının ortaya çıktığı bu süreçte merkez bankasının enflasyonun hedefini tutturması büyük oranda gıda ve enerji fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olacaktır.

Ayrıca merkez bankasının enflasyon hedefine yaklaşmayı etkileyen riskler de vardır. İlki ABD'deki kredi piyasasında yaşanan sorunların, uluslararası finansal piyasaları olumsuz etkilemesidir. Ancak Türkiye ekonomisinin küresel finans piyasalarındaki dalgalanmalardan önemli ölçüde etkilenmediği görülse de risk unsuru olarak karşımıza çıkmaktadır. İkincisi ise dünya ekonomisine ilişkin belirsizliklerin ortadan kalkmadığı göz önüne alındığında, küresel risk

[326] TCMB, **Enflasyon Raporu,** 2008/II, s. 3., http://www.tcmb.gov.tr/, 6 Temmuz 2008.
[327] TCMB, **Enflasyon Raporu,** 2008/I, s. 1., http://www.tcmb.gov.tr/, 6 Temmuz 2008.
[328] TCMB, **Enflasyon Raporu,** 2008/I, s. 2., http://www.tcmb.gov.tr/, 6 Temmuz 2008.
[329] Burada "enflasyonun temel eğilimi" ile kastedilen gıda, enerji ve tütün gibi para politikasının kontrolü dışındaki kalemlerin TÜFE'den arındırılmasıyla elde edilen enflasyondur. Bkz. TCMB, **Enflasyon Raporu,** 2008/I, s. 2., http://www.tcmb.gov.tr/, 6 Temmuz 2008.

algılamalarının bozulmaya devam etmesi ihtimaline karşı, Türkiye ekonomisinin direncini koruması için mali disiplin ve yapısal reformlar kritik önem taşımaktadır[330].

3.3. AMPİRİK ANALİZ

1990 yıllarda uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi stratejisi, son yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelerde para politikası stratejisi olarak tercih edilmeye başlamıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülke sayısındaki artışta; stratejiyi uygulayan ülkelerde enflasyon oranının düşmesi, fiyat istikrarını sağlama yolunda önemli başarılar elde edilmesi, ekonominin şoklara karşı dayanıklılığının artması ve bu rejimi terk etmeyi gerektirecek hiçbir olumsuz sonuçla karşılaşılmaması etkili olmuştur[331]. Bununla birlikte söz konusu artışın bir diğer nedeni olarak enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansı olumlu etkilediği görüşünün oluşması, yani enflasyon ve büyüme performansını iyileştirmesi de sayılmaktadır. Buna göre enflasyon hedeflemesi uygulamasıyla enflasyon gerilemekte, enflasyonun değişkenliği azalmakta, büyüme oranı yükselmekte ve büyüme oranının değişkenliği gerilemektedir[332].

Bu bağlamda aşağıda gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performans üzerine etkisi incelenmeye çalışılacaktır. Çalışmamızda öncelikle enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansa etkisi üzerine literatür araştırması yapılmıştır. Daha sonra enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansa etkisini ölçebileceğimiz değişkenler belirlenmiş ve ekonometrik model oluşturulmuştur. Değişkenlere ait veriler derlenmesiyle, ekonometrik analiz yapılmış ve devamında çalışma sonuçlarına yer verilmiştir.

3.3.1. Literatür Araştırması

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansa etkisi üzerine literatür taraması yapıldığında, ilk bakışta, yapılan çalışmaların daha çok gelişmiş ülkeler üzerine olduğu ve yeni bir uygulama olması nedeniyle teorik

[330] TCMB, **Enflasyon Raporu,** 2008/I, s. 7., http://www.tcmb.gov.tr/, 6 Temmuz 2008.
[331] Mishkin and Schmidt-Hebbel, a.g.m., p.10.
[332] Yifan Hu, "Empirical Investigations of Inflation Targeting," **Institute for International Economics Working Papers**, WP 03-6, July 2003, p.2 ve Andrew T. Levin, Fabio M. Natalucci, Jeremy M. Piger,"The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting," **Federal Reserve Bank of St.Louis Rewiev**, Vol.86, No.4, July/August 2004, p.75.

çerçevesinin ele alındığı dikkati çekmektedir. Bununla birlikte son yıllarda ise çalışmaların enflasyon hedeflemesinin teorik çerçevesinden ziyade makroekonomik performansı üzerine yoğunlaştığı görünmektedir. Bu bağlamda aşağıda enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansa etkisi üzerine yapılan bazı çalışmalar özetlenmiştir.

Dedelle(1999) yapmış olduğu çalışmada, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan Avustralya ile uygulayan ve uygulamayan diğer ülkelerin makroekonomik performansı karşılaştırmıştır. Bu çalışma sonucuna göre, Avustralya'nın enflasyon hedeflemesine geçişiyle birlikte enflasyon oranı ve değişkenliğinin düştüğü; bununla birlikte büyüme oranlarının arttığı, değişkenliğinin de azaldığı sonucuna ulaşılmıştır. Yine enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer ülkelerde de benzer sonuca ulaşılmış; ancak uygulamayan bazı gelişmiş ülkelerde ise büyüme değişkenliğinin daha yüksek düzeylerde kaldığı gözlemlenmiştir[333].

Neumann ve Von Hagen(2002) yapmış oldukları çalışmada, enflasyon hedeflemesi uygulayan Yeni Zelanda, Kanada, İsveç, İngiltere, Avustralya ve Şili ile bu stratejiyi uygulamayan ABD, Almanya ve İsviçre'nin performansı karşılaştırılmıştır. Söz konusu çalışma sonucu özetlenecek olursa, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkeler kontrol grubu ülkelerde olduğu gibi enflasyonu düşürmede, fiyat istikrarını sağlayarak güvenilirliği sağlamada başarılı olmuşlardır. Daha da önemlisi enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde enflasyon, büyüme ve faiz oranlarındaki değişkenliğin azaldığı sonucuna ulaşılmıştır.[334]

Corbo, Landerretche-Schmidt Hebbel(2002) yapmış olduğu çalışmada, enflasyon hedeflemesi uygulayan 9 gelişmiş ve gelişmekte olan ülke ve enflasyon hedeflemesine geçme potansiyelinde olan 4 ülke ile enflasyon hedeflemesi uygulamayan ve çoğu gelişmiş 10 ülkenin makroekonomik performansı değerlendirmiştir. 1980-2000 dönemine ait veriler kullanılmış, bu bağlamda hedefleme öncesi ve sonrası ortalama enflasyon oranları, enflasyon değişkenliği ile fedakârlık oranı dikkate alınarak karşılaştırma yapılmıştır. Sonuçta enflasyon

[333] Guy Debelle "Inflation Targeting and Output Stabilisation," **Reserve Bank of Australia Economic Analysis Department**, Research Discussion Paper 1999-08, June 1999, pp.21-22.
[334] Manfred J.M. Neumann, Jürgen von Hagen, "Does Inflation. Targeting Matter?" **Federal Reserve Bank of St.Louis Rewiev**, Vol.84, No.4, July/August 2002, pp.131-133.

hedeflemesi uygulayan ülkelerde, uygulamayan ülkelere göre hedefleme sonrası ortalama enflasyonun daha hızlı düştüğü ve istikrarlı düzeye yaklaştığı; enflasyon değişkenliğinin azaldığı ve fedakârlık oranının düştüğü yani enflasyonu düşürmenin maliyeti daha az katlandıkları sonucuna ulaşılmıştır[335].

Hu(2003) yapmış olduğu çalışmada, enflasyon hedeflemesi uygulayan 22 ülke ile uygulamayan diğer 44 ülkenin makroekonomik performansını karşılaştırmıştır. Bu çalışmaya göre, enflasyon hedeflemesi stratejisinin kontrol grubu ülkelerle karşılaştırıldığında makroekonomik performansı olumlu etkilediği sonucuna ulaşılmış; enflasyon hedeflemesi uygulamasıyla birlikte enflasyon oranı düşmekte, enflasyonun değişkenliği azalmakta; büyüme oranı yükselmekte, büyüme değişkenliği ise gerilemektedir[336].

Ball ve Sheridan(2003) yapmış olduğu çalışmada ise, OECD'ye üye 20 ülkeden enflasyon hedeflemesi uygulayan 7 ülke ile uygulamayan 13 ülkenin makroekonomik performansını enflasyon, büyüme ve faiz oranları ile bunların değişkenliği göz önüne alınarak karşılaştırmıştır. Buna göre, hedeflemesi uygulayan ülkelerin hedefleme sonrası enflasyon oranlarının düştüğü, uygulama öncesi nispi olarak uygulamayan ülkelerden yüksek olan enflasyon oranlarının istikrarlı sayılabilecek düzeye indirildiği görülmüştür. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ve uygulamayan ülkelerin tamamında hedefleme sonrası dönemde enflasyonun değişkenliğinin azaldığı, hatta uygulamayan ülkelerde söz konusu azalmanın daha fazla olduğu sonucuna varılmıştır. Bu nedenle enflasyon hedeflemesinin enflasyon değişkenliğini azalttığına dair bir kanıta ulaşılamamıştır. Yine hedefleme uygulayan ve uygulamayan ülkelerde hedefleme sonrası ortalama büyüme oranı artarken, gelişmiş ülkelerin bazılarında önemsiz düşüşlerin yaşandığı görülmüştür. Enflasyon hedeflemesinin büyüme üzerine olumlu bir etkisinin olduğu sonucuna varılamamıştır. Aynı her iki grup ülkede hedefleme sonrası dönem büyüme değişkenliğinin azalmış, büyümeye istikrar kazanmıştır. Ancak uygulamayan ülkelerde uygulayan ülkelere göre büyüme değişkenliğinin daha fazla azaldığı

---

[335] Vittorio Corbo, Oscar Landerretche, Klaus Schmidt-Hebbel, "Does Inflation. Targeting Make a Difference?" **Inflation Targeting: Desing, Performance**, **Challenges**, Ed.by., Norman Loayza and Raimunda Soto, Central Bank of Chili, Santiago, 2002, pp.223-230.

[336] Yifan Hu, "Empirical Investigations of Inflation Targeting," **Institute for International Economics Working Papers**, WP 03-6, July 2003, p.2

sonucuna ulaşılmıştır. Yine her iki grup ülkede de faiz oranı ve değişkenliğin azaldığı görülmektedir[337].

Fraga, Goldfajn, Minella(2003) yapmış olduğu çalışmada ise, enflasyon hedeflemesi uygulayan 8 gelişmiş ülke ile 12 gelişmekte olan ülkenin hedefleme öncesi ve sonrası enflasyon, büyüme, döviz kuru ve faiz oranlarının değişkenliği araştırılmıştır. Her iki ülke grubunda da hedefleme sonrası dönem enflasyon, büyüme, döviz kuru ve faiz oranlarının değişkenliği azalmış olsa da gelişmekte olan ülkelerde değişkenlik görece daha yüksek düzeyde kalmıştır. Ancak gelişmekte olan ülkeler içinden +EMBI'e dahil olan 6 yükselen piyasa ülkesinin, gelişmekte olan diğer ülkelere göre enflasyon, büyüme, döviz kuru ve faiz oranlarının değişkenliği azaltmada görece daha başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır[338].

IMF adına Allen, Baumgartner, Rajan(2006) yapmış olduğu çalışmada ise, enflasyon hedeflemesi stratejisi ile döviz kuru ve parasal hedefleme stratejisinin makroekonomik performansı karşılaştırılmıştır. Enflasyon hedeflemesinin diğer stratejilere göre enflasyon, büyüme, döviz kuru değişkenliği azaltmada daha başarılı olduğu sonucuna ulaşılmıştır[339].

Karaca (2006) yapmış olduğu çalışmada ise oldukça geniş bir örneklem ele alarak 122 gelişmekte olan ülkeden enflasyon hedeflemesi uygulayan 10 ülke ile uygulamayan 112 ülkenin makroekonomik performansını enflasyon, büyüme oranları ile bunların değişkenliği göz önüne alınarak karşılaştırmıştır. Bu çalışmaya göre enflasyon hedeflemesi uygulamasının enflasyon performansı üzerinde olumlu fakat zayıf bir etkisi vardır. Enflasyon hedeflemesi uygulamasının enflasyonun değişkenliğini azaltma konusunda etkisi yoktur. Enflasyon hedeflemesi uygulamasının büyüme performansı üzerinde de olumlu ya da olumsuz bir etkisi

---

[337] Laurence M. Ball, Niamh Sheridan, "Does Inflation Targeting Matter?" **IMF Working Paper**, No. 03/129, June 2003, pp.9-13.

[338] Arminio Fraga, Ilan Goldfajn, André Minella, "Inflation Targeting in Emerging Market Economies," **NBER Working Paper Series**, Working Paper No.10019, October 2003, pp.6-32

[339] Mark Allen, Ulrich Baumgartner, Raghuram Rajan, "Inflation Targeting and the IMF" **IMF, Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department, and Research Department**, March 2006, pp.8-13.

görülmemiş; bununla birlikte büyüme oranının değişkenliğini azaltma konusunda olumlu fakat zayıf bir etkisi olduğu sonucuna ulaşılmıştır[340].

3.3.2. Ekonometrik Yöntem

Çalışmamızda, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performans üzerine etkisi incelenmeye çalışılırken, belirlenen değişkenler ve model üzerinden En Küçük Kareler Yöntemi (E.K.K.) kullanılarak, regresyon analizi yapılacaktır. Bu nedenle aşağıda regresyonun ne anlama geldiğine[341] yer verilecektir. Ekonometrik analizimizde kullandığımız regresyon modelin yapay bağımsız değişkenli model olması nedeniyle, bu model teorik olarak açıklanacaktır[342]. Son olarak ta E.K.K yöntemi ele alınacak ve ekonometrik analize geçilecektir.

3.3.2.1. Regresyon Analizinin Anlamı

Regresyon analizi, genel olarak, değişkenler arasındaki ilişkinin incelenmesi olarak tanımlanabilmektedir. Bu tanıma göre regresyon, ana kütle yerine örnekten hareket edildiğinde, bilinen bir veya birden fazla değişkenden başka bir değişkenin değerinin tahmin edilmesi ve bu tahmin sürecinde yapılan hataların ölçülmesidir[343].

Araştırmalarda sıklıkla başvurulan araçlardan biri olarak regresyon analizi, Y= f(X) eşitliği gibi iki değişken arasındaki fonksiyonel ilişkinin belirlenmesinde kullanılmaktadır[344]. Bir başka ifadeyle regresyon analizi, bağımlı değişken (Y) ile bağımsız veya (X) arasındaki ilişkiyi tanımlama ve bu ilişkinin derecesini hesaplama ile ilgili bir yöntemdir[345].

Ancak regresyon analizi, Y= f(X) eşitliği gibi iki değişken arasındaki fonksiyonel ilişkiyi kesin olarak değil, olasılıklı olarak yani belirli bir hata (u) ile

---

[340] Orhan Karaca, "Enflasyon Hedeflemesi Gelişmekte Olan Ülkelerde Çalışır Mı?" **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, No. 2006/12, Ekim 2006, p.13.

[341] Regresyon modelleri basit, çoklu ve yapay değişkenli modeller üzerinden açıklanmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. Damodar N. Gujareti, **Basic Ekonometrics**, 2nd ed, McGraw-Hill, Singapore, 1994.

[342] Yapay değişkenli diğer modeller için bkz. G.S. Maddala, **Econometrics**, International Editions, McGraw-Hill, Singapore, 1977, pp. 133-176. ve Recep Tarı, **Ekonometri**, İstanbul, Avcı Ofset, Gözden Geçirilmiş 5.Baskı, 2008, ss. 219-248.

[343] Mehmet Genceli, **Ekonometride İstatistik İlkeler**, Filiz Kitapevi, İstanbul, 1989. s.35.

[344] Maddala, a.g.k., p. 74.

[345] Tarı, a.g.k., s.18.

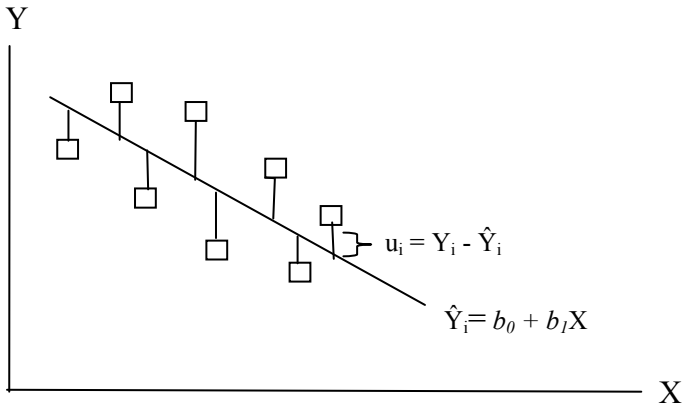
açıklamaktadır. O halde eşitliğimiz, Y= f(X) + u şeklinde yazılabilmektedir. Buradaki u tesadüfî değişken olup, kalıntı veya hata olarak ta ifade edilmektedir. İşte Y= f(X) + u şeklinde tanımlanan denkleme "regresyon denklemi" denilmektedir[346].

Gözlem sayısı n olan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin de doğrusal olduğu, regresyon denklemimiz şu şekilde ifade edilebilir[347].

$$Y_i = b_0 + b_1X_i + u_i \qquad i = 1,2\ldots\ldots, n$$

Regresyon denkleminde yer alan b_0 ve b_1 parametrelerinin hesaplanmasında ise "en küçük kareler yöntemi" kullanılmaktadır. E.K.K. yönteminin amacı, b_0 ve b_1 parametrelerini tahmin ederek, bağımlı ve bağımsız değişen arasındaki gerçek ilişkiyi minimum hata ile temsil eden regresyon doğrusuna ulaşmaktır[348]. Aşağıdaki şekil yardımıyla konu daha açık hale getirilmeye çalışılmıştır.

Şekil–2. Regresyon Doğrusu



Yukarıdaki şekilde görüldüğü gibi, Y ile X arasındaki gerçek ilişkiyi gösteren noktalar, $\hat{Y}_i = b_0 + b_1X$ şeklinde tahmin edilen regresyon doğrusu üzerinde yer almamaktadır. Bu durumda, gerçek Y değeri ile tahmin edilen $\hat{Y}$ arasındaki oluşacak pozitif ve negatif farklara hata terimi denilmektedir[349]. Buna göre,

$$u_i = Y_i - \hat{Y}_i \qquad i = 1,2\ldots\ldots, n$$

[346] Maddala, a.g.e., p. 74.
[347] Maddala, a.g.e., p. 74. ve Ayrıca doğrusal ve doğrusal olmayan regresyon modelleri için bkz. William H. Greene, **Econometic Analysis**, 2nd ed., Macmillan Publishing, New York, 1993.
[348] Sukesh K. Ghosh, **Ekonometrics: Theory and Applications**, Prentice Hall, New Cersey, 1991, pp. 18-19. ve Maddala, a.g.e., p. 75.
[349] Ghosh, a.g.k., p. 19.

hata terimi şeklinde ifade edilebilecektir. İşte E.K.K. yöntemi, gerçek Y değeri ile tahmin edilen $\hat{Y}$ arasındaki oluşacak hata kareleri toplamını minimum yapmaya yarayan yöntemdir[350]. Hata terimlerinin bir kısmı artı ve bir kısmı da eksi işaretlidir. Bu hatalar toplandığında, artı olanlar eksi olanları götürecek ve sonuç sıfır ($\sum u_i = 0$) çıkacaktır. Hata terimlerinin karesinin alınmasının nedeni ise hata terimlerinin işaret farklarının giderilmesidir. Önemli olan E.K.K yöntemi ile hata terimlerinin kareleri toplamını minimum yapan doğruya ulaşmaktır. Bu yönteme göre, regresyon doğrusu veya parametreler için öyle sayısal değerler bulunmalıdır ki, gözlemlerin bu doğrudan sapmalarının karesi en küçük olmalıdır[351]. Bu durum aşağıdaki şekilde ifade edilmektedir. Yani,

$$\sum_{i=1}^{n} u_i^2 = \sum_{i=1}^{n} (Y_i - \hat{Y}_i)^2 = \text{minimum}$$

şartını sağlayan denklem bulunmaktadır. Bu denklem yukarıda verilen eşitlikten yararlanarak,

$$\sum_{i=1}^{n} u_i^2 = \sum_{i=1}^{n} (Y_i - b_0 - b_1 X)^2$$

şekilde yazılabilmektedir. Burada amaç, hata kareleri toplamı minimum yapacak b_0 ve b_1 tahmin değerlerini bulmaktır. Bunun için önce bu eşitlik cebirsel olarak açılır ve sonra b_0 ve b_1'e göre kısmi türevleri alınarak sıfıra eşitlenir[352]. Bu işlem sonunda E.K.K. normal denklemi olarak isimlendirilen aşağıdaki denkleme ulaşılmaktadır[353].

$$\sum Y = n\, b_0 + b_1 \sum X$$

$$\sum XY = b_0 \sum X + b_1 \sum X^2$$

Bu denklem sisteminin, eliminasyon, determinant veya matris yöntemlerinden birisiyle çözülerek bulunacak tahmini b_0 ve b_1 değerleri hata kareleri

[350] Maddala, a.g.e., p. 75.
[351] Tarı, a.g.e., s. 31.
[352] Greene,a.g.k. p. 149.
[353] Tarı, a.g.e., s. 33.

toplamını minimum yapacaktır. Böylece, gözlemlere en iyi karşılık gelen regresyon denklemi ya da regresyon doğrusu bulunmuş olacaktır[354].

3.3.2.2. Yapay Bağımsız Değişkenli Regresyon Modeli

Bağımlı değişken hem ölçülebilen hem de ölçülemeyen bağımsız değişkenler tarafından etkilenmektedir. Regresyon modellerinde bağımlı değişken üzerinde etkisi olan ancak ölçülemeyen faktörlerin etkisi yapay değişkenle temsil edilmektedir. Örneğin regresyon analizinde gelir, üretim, fiyatlar, maliyetler, ağırlık ve ısı gibi faktörler, ölçülebilen yani nicel değişkenler olarak modelde yer alırken; cinsiyet, cins, renk, bölge, ulus, savaşlar, deprem, grev, siyasal olaylar, hükümet değişiklikleri, ekonomi politikası değişiklikleri gibi nitel faktörler ise yapay değişken olarak modelde yer alabilmektedir[355].

Yapay değişken, yukarıda saydığımız faktörlerin etkisini göstermek üzere ekonometrik modellere dahil edilebilen ve yalnızca 0 veya 1 değerini alan değişkendir. Böylece yapay değişkenler, aşağıda ifade edildiği gibi diğer bağımsız değişkenlerle birlikte modele alındıklarında; modelin sabit terimine etki ederek fonksiyondaki kaymayı, bir başka ifadeyle sabit terim farkını göstermektedirler. Bu değişkenler modelde tek başına bağımsız değişken olarak yer alabilecekleri gibi diğer bağımsız değişkenlerle birliktede yer alabilmektedir. Gözlem sayısı n olan bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin de doğrusal olduğu, yapay bağımsız değişkenli regresyon denklemimiz ise aşağıdaki şekilde ifade edilebilir[356].

$$Y_i = b_0 + b_1X_i + b_2D_i + u_i \qquad i = 1,2\ldots\ldots, n$$

Yapay bağımsız değişkenli regresyon modeli verilecek örnekle açıklayıcı hale getirilmeye çalışılacaktır[357]. Örneğin öğretmen maaşının, tecrübe yılının yanı sıra cinsiyete göre de değişebileceğini öne süren bir maaş fonksiyonu,

$$Y_i = b_0 + b_1X_i + b_2D_i + u_i \qquad i = 1,2\ldots\ldots, n$$

şeklinde oluşturulduğu varsayılmıştır. Buna göre,

---

[354] Tarı, a.g.e., s. 33. ve Ahmet Kılıçbay, **Ekonometrinin Temelleri**, İstanbul Üniversitesi Yayını, No.2701, 1980, s. 24-26.
[355] Gujarati, **Basic Ekonometrics**, pp. 431-432.
[356] Tarı, a.g.e., ss. 220-224. ve Gujareti, **Basic Ekonometrics**, pp. 434-435.
[357] Gujarati, **Basic Ekonometrics**, pp. 434-436.

Y_i = i'ninci öğretmenin maaşı

X_i = i'ninci öğretmenin tecrübe yılı

D = Yapay değişken: Cinsiyet

D_i = 1 Temel sınıf, bay öğretmenler

D_i = 0 Diğerleri, bayan öğretmeler

Bay öğretmenler için fonksiyonun beklenen değeri,

$$E(Y_i \mid X_i,\ D_i = 1) = b_0 + b_1X_i + b_2(1)$$

$$= (b_0 + b_2) + b_1X_i$$

Bayan öğretmenler için ise fonksiyonun beklenen değeri,

$$E(Y_i \mid X_i,\ D_i = 0) = b_0 + b_1X_i + b_2(0)$$

$$= b_0 + b_1X_i$$

Yukarıda açıkça görüldüğü gibi, öğretmenlerin tecrübe yılı sıfırken, bayan öğretmenlerin ortalama maaşı b_0 iken, bay öğretmenlerin ortalama maaşı ise $(b_0 + b_2)$ olmaktadır. Burada b_2 katsayısı, cinsiyetlerine göre öğretmenlerin ortalama maaş farklarını yani sabit terim farkını göstermektedir.

3.3.2.3. En Küçük Kareler Yöntemi

E.K.K. yöntemi, belirli varsayımları sağlaması halinde, bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ortalama ilişkiyi gerçeğe en yakın bir şekilde tahmin eden yöntemdir.[358] E.K.K yönteminin işlemesi, büyük ölçüde hata terime yönelik varsayımların geçerliliğine dayanmaktadır[359]. Bu nedenle aşağıda, hata teriminin kaynakları ve E.K.K. yönteminin varsayımlarına açıklanmaya çalışılacaktır.

[358] Recep Tarı, **Ekonometri**, İstanbul, Alfa Yayınevi, 2.Baskı, 2002, s.22.
[359] Maddala, a.g.k., s.75.

(i) Hata Teriminin Kaynakları

Gerçek Y değeri ile tahmin edilen $\hat{Y}$ değeri arasındaki farkın yani hata teriminin($u_i = Y_i - \hat{Y}_i$) ortaya çıkış nedenleri vardır. Bu bağlamda hata teriminin belli başlı kaynakları vardır. Bunlar, modele alınmayan bağımsız değişkenlerin olması, matematiksel kalıbın yanlış seçilmesi, değişkenlere ilişkin verilerde toplulaştırma yanlışlıkları, değişkenlere ilişkin verilerde ölçme yanlışlıkları, insan davranışlarının belirsizliği şeklinde özetlenebilinir[360].

(ii) E.K.K. Yönteminin Varsayımları

1. Hata terimi stokastik bir değişkendir.

Hangi değer veya sonucu olacağı önceden bilinmeyen, aldığı değerler şansa bağlı olarak ortaya çıkan değişkene stokastik değişken, bir başka ifadeyle tesadüfi değişken denir. Hata terimi u'lar, modelde oluşabilecek hataların etkisini göstermektedir. Kaldı ki bağımsız değişkenler, bağımlı değişkendeki değişimleri belirli bir olasılıkla açıklayabilmektedir. Bu olasılık, hata terimi ile ifade edilmektedir ve hata teriminin alabileceği değerler, şansa bağlı olarak sıfır, artı veya eksi değerler alabilmektedir[361].

2. Hata teriminin ortalaması sıfırdır.

X değerleri veriyken, hata terimin ortalaması veya beklenen değeri sıfırdır. Yani X'in aldığı her farklı değer için u_i'de artı, eksi ve sıfır gibi çeşitli değerler almaktadır. Bu değerlerin ortalaması sıfıra eşittir[362].

$$Y = b_0 + b_1X_i + u_i$$

$$E(u_i) = 0, \qquad i = 1, 2, ..., k$$

3. Hata terimi normal dağılımlıdır.

Hata teriminin normal dağılımlı olması, u'ların kendi sıfır ortalaması etrafında simetrik bir dağılım göstermesidir. Yine, hata terimin normal dağılımlı

[360] Kılıçbay, a.g.k., s. 16-17. ve Tarı, a.g.k., 22-23.
[361] Tarı, a.g.k., s.24.
[362] Damodar N. Gujaratı, **Temel Ekonometri**, Çev. Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen, İstanbul, Literatür Yayınları, 1999, s. 60.

olması, u'ların küçük değer alma olasılığını yüksek, yüksek değer alma olasılığı ise düşük olacaktır. Zira hata terimi modele alınmayan değişkenlerin etkilerini üstlenmektedir[363]. Bu nedenle u'ların normal dağılımlı olması, u'ların yüksek ihtimalle düşük değer aldığı anlamına geleceğinden, model kurulurken değişkenlerin belirlenmesinde önemli yanlışlıkların yapılmadığı kabul edilmektedir.

Ayrıca normal dağılım varsayımı parametrik testlerin yapılabilmesi için oldukça önemlidir[364].

4. Hata terimi sabit varyanslıdır.

Doğrusal regresyon modelinin önemli varsayımlarından biri, sabit varyans varsayımıdır. Bu varsayıma göre, hata teriminin varyansı bütün gözlemler için aynıdır. Daha açık bir ifadeyle hata teriminin varyansı, bağımsız değişkendeki değişmelere bağlı olarak değişmeyip aynı kalmaktadır. Sabit varyans, aşağıda ifade edilmektedir[365].

$$var.(u_i|X_i) = E[u_i - E(u_i)|X_i]^2 = E(u_i^2|X_i) = \sigma_u^2$$

Burada, hata terimi varyansı ile bağımsız değişken arasında bir ilişki yoktur. Daha açık bir ifadeyle,

$\sigma_u^2 \neq f(X_i)$ dir.

Değişen varyansın çeşitli sebepleri bulunmaktadır[366]. Bunlar:

(i) Önemli bir açıklayıcı değişkenin model dışında kalması

(ii) Özellikle yatay kesit verilerinde değişen varyans hali sıklıkla görülmektedir.

Değişen varyansın olması durumunda şu sonuçlarla karşılaşılmaktadır[367]:

(i) E.K.K. tahmincileri, sapmasız ve tutarlı olma özelliklerini korumakta, ancak minimum varyanslı olma özelliğini kaybetmektedirler.

---

[363] Tarı, a.g.k., s. 26.
[364] Greene, a.g.k., p. 58.
[365] Gujaratı, **Temel Ekonometri**, s. 61.
[366] Tarı, a.g.k., s.176.
[367] Tarı, a.g.e., s.176.

(ii) E.K.K. tahmincilerinin t ve F testleri anlamlarını kaybetmektedirler.

(iii) Belli bir X değerine karşılık olan Y' nin öngörüsü, öngörünün varyansı, tahmincilerin ve hata terimlerinin varyanslarını içerdiğinden, yüksek varyanslı olacak ve dolayısıyla etkin olmayacaktır.

5. Hata terimi arasında otokolerasyon yoktur.

Bu varsayıma göre, hata terimleri birbirinden bağımsız olup, birbirlerini etkilememektedirler. Bu durum, u_i ve u_j'nin ortak varyanslarının (kovaryanslarının) sıfıra eşit olmasını gerektirir. Buna göre[368],

$$Kov\ (u_i, u_j) = E\ \{[u_i - E(E_j)]\ [u_j - E(u_i)]\}$$

$E(u_i) = E(u_j) = 0$ olduğundan,

$$Kov\ (u_i, u_j) = E(u_i, u_j) = 0, \quad i \neq j \text{ olmaktadır.}$$

İşte, bu varsayımın çiğnendiği, hata terimleri arasında bir ilişki bulunması durumuna otokorelasyon denilmektedir[369]. Buna göre,

$$E(u_i, u_j) \neq 0, \quad i \neq j \text{ olmaktadır.}$$

Bu durum özellikle zaman serisi analizlerinde ortaya çıkmaktadır. Regresyon katsayıları sapmasız olmakla birlikte, hata terimi varyansı minimum değere sahip değildir. Bu durumda, F ve t testleri geçerliliğini yitirmektedir[370].

6. Bağımsız değişken ile hata terimi arasında bir ilişki yoktur ve bağımsız değişken sabit değerlidir.

Bu varsayım, hata terimi u ile açıklayıcı değişken X arasında bir ilişkinin olmadığını ifade etmektedir. Daha teknik bir ifadeyle, u ile X'in ortak varyansı (kovaryansı) sıfırdır. Buna göre[371],

ortakvaryans $(u_i, X_i) = E\ \{[u_i - E(u_i)]\ [X_i - E(X_i)]\}$ varsayım gereği,

$E(u_i) = 0$ olasılıklı,

---

[368] Tarı, a.g.e., s.28.
[369] Ghosh, a.g.e. p. 17.
[370] Tarı, a.g.e., s.28.
[371] Gujaratı, **Temel Ekonometri**, s. 65.

$E(X_i) = 0$ sabit değerli olduğundan,

ortakvaryans $(u_i, X_i) = E(u_i, X_i) = 0$ olmaktadır.

Bu varsayım çiğnendiğinde, bağımsız değişkenin bağımlı değişken üzerindeki etkisini doğru olarak belirlemek mümkün olmayacaktır[372].

7. Bağımsız değişkenler arasında bir ilişki yoktur.

Bu varsayımın birden çok bağımsız değişkeni olan regresyon modelleri için geçerlidir. Bu varsayımın çiğnenmesi ve bağımsız değişkenler arasında bir ilişkinin olması durumunda çoklu doğrusal bağlantı sorunu ortaya çıkmaktadır. Bu durumda bağımsız değişkenlerin her birinin bağımlı değişken üzerindeki etkisini doğru olarak görmek mümkün olmayacaktır[373].

8. Bağımsız değişken stokastik değildir.

Bağımsız değişkenlerin, olasılıklı olmadığı ve yinelenen örneklemler için değerinin aynı kaldığı kabul edilmektedir[374].

9. Modelin kurulması doğrudur.

Modelin kurulmasının doğru olduğunu öne süren varsayım, modelin matematiksel kalıbı ve denklem sayısı doğru olduğu anlamına gelmektedir. Yani ekonometrik modele, önemli değişkenleri koyulmuş, matematiksel kalıbı doğru seçilmiş ve modelin varsayımlarına ilişkin hataların olmadığı kabul edilmiştir[375].

3.3.3. Ekonometrik Model

3.3.3.1. Değişkenlerin Belirlenmesi

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik performans üzerine etkisi, Karaca(2006)'nın çalışmasında olduğu gibi enflasyon oranı, enflasyon değişkenliği; büyüme oranı, büyüme değişkenliği üzerinden araştırılmıştır.

---

[372] Tarı, a.g.e., s. 28.
[373] Tarı, a.g.e., s. 29.
[374] Gujaratı, **Temel Ekonometri**, s. 60.
[375] Gujaratı, **Temel Ekonometri**, s. 67.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik performansının; bu stratejiyi uygulamayan gelişmekte olan diğer ülkelerin makroekonomik performansından daha iyi olup olmadığı araştırılması için Ball ve Sheridan(2003) tarafından geliştirilen ve aşağıda açıklanan ekonometrik model tercih edilmiştir.

3.3.3.2. Ekonometrik Model

Ball ve Sheridan (2003)'ın gelişmiş ülkeler ve Karaca(2006)'nın gelişmekte olan ülkeler için yaptıkları çalışmada, enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansa etkisini inlenirken, başlangıçta aşağıdaki ekonometrik modeli kullanılmıştır[376].

$$X_{post} - X_{pre} = a_0 + a_1 D + u \qquad (1)$$

Burada,

X : Performansı test edilen makroekonomik değişken

X_{post} : Değişkenin hedefleme sonrası dönemdeki ortalama değeri

X_{pre} : Değişkenin hedefleme öncesi dönemdeki ortalama değeri göstermektedir.

D : Yapay değişken

D=1 : Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler

D=0 : Enflasyon hedeflemesi uygulamayan ülkeler

Bu denkleme dayanılarak yapılacak bir regresyon analizinde D yapay değişkeninin katsayısı, enflasyon hedeflemesi uygulamasının X değişkenindeki değişim üzerindeki etkisini verecektir. Fakat bu denkleme dayanılarak yapılacak bir analiz yanlış sonuç verebilmektedir. Çünkü birçok ekonomik değişkenin hedefleme öncesindeki ortalama değeri enflasyon hedefleyicisi ülkeler ile diğer ülkelerde önemli derecede farklılık gösterecektir. Regresyon ortalama değerlere dayandığı için bu durum bir sorun ortaya çıkaracaktır[377].

[376] Ball and Sheridan, a.g.m., p. 8. ve Karaca, a.g.m., ss. 5-6.
[377] Ball and Sheridan, a.g.m., p. 9.

Ortalama değerlerdeki bu farklılığı ortadan kaldırmanın basit bir yolu, Ball ve Sheridan (2003)'in yaptığı gibi, X_{pre} değişkenine denklemin sağ tarafında da yer vermektir. Bu şekilde hedefleme öncesi dönemdeki zayıf performansın etkisi kontrol edilebilecektir[378].

$$X_{post} - X_{pre} = a_0 + a_1 X_{pre} + a_2 D + u \qquad (2)$$

Böylece (2) numaralı denklemde yer alan yapay değişkenin katsayısı beklenen işarete sahip ve istatistiksel olarak anlamlı çıkarsa, hedefleme öncesi dönemde zayıf performansa sahip olan bir enflasyon hedefleyicisi ülkede hedefleme sonrası dönemde yaşanan iyileşme, hedefleme öncesinde benzer düzeyde zayıf performansa sahip olan enflasyon hedeflemesi uygulamayan bir ülkedekinden daha fazla demektir[379]. Regresyon analizinin bu denkleme dayanılarak yapılmasıyla, enflasyon hedeflemesi uygulamasının makroekonomik performans üzerindeki etkisi, söz konusu değişkenler üzerinden ortaya konulabilecektir.

Teorik olarak diğer ülkelerle karşılaştırıldığında enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde, hedefleme öncesine göre hedefleme sonrası, enflasyon oranının düşmesi, enflasyon değişkenliğinin azalması; büyüme oranının yükselmesi ve büyüme değişkenliğinin azalması beklenmektedir. Bu nedenle modelimizin yer aldığı (2) numaralı denklemimizde ortalama enflasyon oranı ve enflasyon değişkenliği için a_2 katsayısının negatif işaretli olması tahmin edilmektedir. Yine ortalama büyüme oranı için a_2 katsayısının pozitif işaretli; büyüme değişkenliği için ise negatif işaretli olması tahmin edilmektedir.

3.3.4. Ekonometrik Analiz

Ekonometrik analizin yapılması, modelde yer alan katsayıların sayısal değerlerinin, daha geniş anlamda bu değerlerle birlikte gerekli olan test değerlerinin de bulunması anlamına gelmektedir. Doğal olarak ekonometrik analizin yapılması, modelde yer alan değişkenlere ait derlenmiş veriler ve söz konusu verilere uygun yönteminin kullanılmasıyla mümkün olacaktır. Bu bakımdan aşağıda değişkenlere ait veriler derlenecek, ekonometrik analiz yapılmadan önce ayrıca ön değerlendirme yapılacaktır.

[378] Ball and Sheridan, a.g.m., pp. 9-10. ve Karaca, a.g.m., s.6.
[379] Karaca, a.g.m., s.6.

3.3.4.1. Verilerin Derlenmesi

Çalışmamızın temel örneklem hacmi IMF (2008)'in veritabanında yer alan ve 1985-2006 dönemi itibariyle enflasyon ve ekonomik büyüme oranı verileri bulunan 151 gelişmekte olan ülke arasından 88 ülke seçilmiştir. Söz konusu 151 ülkeden 88'inin seçilmiş olmasının nedeni 1985-2006 dönemi boyunca verilerine eksiksiz ulaşılmasıdır. 2006 yılı itibariyle söz konusu 88 ülkeden 10'u para politikasında enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerdir. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ve uygulamayan diğer ülkeler Ek-1'de verilmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan bu ülkelerde enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansı nasıl etkilediğinin analiz edilebilmesi için 1985-2006 dönemini hedefleme öncesi ve sonrası olarak ikiye ayırmak gerekmektedir. Tablo-1'de de açık enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin bu uygulamaya yılın hangi çeyreğinde geçtiği yer almaktadır. Buna göre enflasyon hedeflemesi uygulaması yılın ilk iki çeyreğinde başlamışsa enflasyon hedeflemesine geçiş yılı olarak o yıl alınmış; son iki çeyreğinde başladığı ülkelerde ise takip eden yıl enflasyon hedeflemesine geçiş yılı olarak kabul edilmiştir.

Yine enflasyon hedefleyicisi ülkelerin makroekonomik performanslarında hedefleme sonrası dönemde yaşanan gelişmelerin enflasyon hedeflemesi uygulaması olmayan ülkelerle karşılaştırılabilmesi için benzer bir dönem ayrımı yapılması gerekmektedir. Bu ayrım Ball ve Sheridan (2003), Karaca(2006) çalışmalarında olduğu gibi örneklemdeki enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçiş yılının ortası dikkate alınarak yapılmış, enflasyon hedeflemesi uygulamayan diğer ülkeler için hedefleme öncesi dönem 1985-1999, hedefleme sonrası dönem 2000-2006 olarak belirlenmiştir. Tablo-3'te örneklemde yer alan hedefleyen 10 ülke ile enflasyon hedeflemesi uygulamayan diğer ülkeler için belirlenen hedefleme öncesi ve sonrası dönemleri gösterilmektedir.

Tablo–3. Gelişmekte Olan Ülkelerde Hedefleme Öncesi ve Sonrası Dönemler

	Örneklem Dönemleri	
Hedefleyen Ülkeler	**Hedefleme Öncesi Dönem**	**Hedefleme Sonrası Dönem**
Güney Afrika	1985-1999	2000-2006
Brezilya	1985-1999	1999-2006
Şili	1985-1999	2000-2006
Kolombiya	1985-1999	2000-2006
Meksika	1985-1999	2001-2006
Peru	1985-1999	2002-2006
Filipinler	1985-1999	2002-2006
Tayland	1985-1999	2000-2006
Macaristan	1985-1999	2001-2006
Polonya	1985-1999	2000-2006
Diğer Ülkeler	1985-1999	2000-2006

3.3.4.2. Ön Değerlendirme

Tablo 4'te ise enflasyon hedefleyicisi 10 gelişmekte olan ülkenin hedefleme öncesi ve hedefleme sonrası dönemlerine ait ortalama enflasyon oranları, enflasyonun standart sapması, ortalama büyüme oranları ve büyüme oranının standart sapması verileri yer almaktadır. Enflasyon ve büyümedeki değişkenliğin göstergesi olarak enflasyonun standart sapması ile büyüme oranının standart sapması kullanılmıştır. Aynı tabloda bu 10 ülkeye ait ortalama değerler ile enflasyon hedeflemesi uygulamayan diğer ülkelere ait ortalama değerler de verilmektedir.

Tablo–4. Gelişmekte Olan Ülkelerde Hedefleme Öncesi ve Sonrası Makroekonomik Göstergeler

	Enflasyon Verileri				Büyüme Verileri			
	Ortalama		Standart Sapma		Ortalama		Standart Sapma	
Hedefleyen Ülkeler	Hedefleme Öncesi	Hedefleme Sonrası	Hedefleme Öncesi	Hedefleme Sonrası	Hedefleme Öncesi	Hedefleme Sonrası	Hedefleme Öncesi	Hedefleme Sonrası
Güney Afrika	11,51	4,31	4,09	3,05	14,38	11,26	3,64	2,69
Brezilya	741,98	7,33	982,87	3,66	2,75	3,11	2,45	1,63
Şili	13,56	2,97	6,98	1,04	6,70	4,19	3,32	1,44
Kolombiya	22,74	6,03	5,25	1,24	3,40	3,94	2,66	1,99
Meksika	46,41	4,60	46,65	0,91	40,27	9,52	36,99	1,57
Peru	771,86	1,93	2035,37	1,02	2,03	6,00	7,14	1,70
Filipinler	9,83	5,13	8,37	1,99	3,50	4,92	2,23	0,08
Tayland	4,52	2,61	2,01	1,50	6,66	5,06	6,13	1,67
Macaristan	24,69	5,90	22,73	2,14	1,25	4,13	4,64	0,78
Polonya	89,88	2,48	152,64	1,61	3,02	3,69	6,80	1,84
Ortalamalar	**173,70**	**4,33**	**326,70**	**1,82**	**8,40**	**5,58**	**7,60**	**1,54**
Diğer Ülke Ortalamaları	**39,50**	**12,01**	**61,64**	**8,87**	**5,45**	**4,49**	**8,39**	**3,10**

Söz konusu ülkelerin enflasyon verileri incelendiğinde, hedefleyici ülkelerde enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçilmesiyle birlikte, hedefleme öncesine göre ortalama enflasyon oranlarının ve enflasyonun standart sapmasının önemli ölçüde düştüğü görülmektedir. Ancak enflasyon hedeflemesi uygulamayan ülkelere bakıldığında da ayrım yapılan dönem sonrası benzer şekilde ortalama enflasyon oranının ve enflasyonun standart sapmasının düştüğü gözlenmektedir. Bununla birlikte hedefleyici ülkelerde, hedefleme sonrası gerçekleşen ortalama enflasyon oranındaki ve enflasyonun standart sapmasındaki düşüşün, enflasyon hedeflemesi yapmayan ülkelere göre daha büyük olması dikkati çekmektedir. Bu bakımdan enflasyon hedeflemesinin enflasyon oranını düşürmede ve enflasyon değişkenliğini azaltmada daha etkili olduğu sonucuna varılabilir.

Büyüme verileri incelendiğinde ise, hem hedefleyici ülkelerde hem de hedeflemeyen diğer ülkelerde ayrım yapılan dönem sonrası büyüme oranlarında azalma söz konusu olsa da hedefleme sonrası hedefleyici ülkelerin ortalama büyüme oranının hedeflemeyen ülkelerin büyüme ortalamasının üzerinde çıkması, hedefleyici ülkelerin enflasyonu düşürmenin maliyetine daha az katlandıkları yönünde ipuçları vermektedir. Ayrıca hedefleyici ülkelerde büyümenin standart sapmasının ayrım

yapılan dönem sonrası hedeflemeyen ülkelerdeki büyümenin standart sapmasından daha düşük çıkması, hedeflemenin büyüme değişkenliğini azaltmada daha başarılı olduğu yönünde bir kanı oluşturmaktadır.

Yapılan ön değerlendirme sonucu gelişmekte olan her iki ülke grubu içinde ayrım yapılan dönem sonrası gerek enflasyon verileri gerekse büyüme verileri incelendiğinde aynı yönde sonuçlara ulaşılmıştır. Bu nedenle aşağıda, enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansa etkisi konusunda ekonometrik analiz yapılacaktır.

3.3.4.3. Regresyon Analizinin Yapılması

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik performans üzerine etkisini gösteren temel regresyon analiz sonuçları Tablo-5'te çıkarılmıştır.[380]

Tablo–5. Regresyon Analiz Sonuçları

Bağımlı Değişken	Ortalama Enflasyon Oranındaki Değişim	Enflasyonun Standart Sapmasındaki Değişim	Ortalama Büyüme Oranındaki Değişim	Büyümenin Standart Sapmasındaki Değişim
	1. Regresyon	2. Regresyon	3. Regresyon	4. Regresyon
Ülke Sayısı	88	88	88	88
Enflasyon Hedefleyicileri	10	10	10	10
Sabit Terim	12.31 (2.55)*	9.38 (2.06)**	3.73 (8.55)*	2.97 (7.92)*
Hedefleme Öncesi Değer	-0.99 (24.15)*	-0.99 (56.03)*	-0.86 (16.75)*	-0.96 (51.26)*
Enflasyon Hedeflemesi	-9.01 (0.58)	-7.64 (0.52)	0.75 (0.68)	-1.66 (1.62)***
Düzeltilmiş R-kare	0.89	0.97	0.76	0.96
Durbin-Watson	1.06	1.04	2.28	1.89
F	357.36	1831.03	143.20	1315.30

Not: Parantez içindeki değerler t istatistiklerinin mutlak değerleridir. * işareti %1. ** işareti %5. *** işareti ise %10 anlamlılığı göstermektedir.

[380] Regresyon analizi istatistik paket programı Eviews 6.0 sürümü kullanılarak yapılmıştır. Söz konusu sonuçlar Ek-2'de yer almaktadır.

3.3.4.4. Regresyon Analizinin Güvenilirliğinin Test Edilmesi

Aşağıda regresyon analizi sonuçlarının güvenilirlikleri, iktisadi kriterler, istatistik kriterler ve ekonometrik kriter üzerinden test edilecektir.

(i) İktisadi Kriterlere Göre Yapılan Testler

Yapılan iktisadi testlere göre modelde yer açıklayıcı değişkenimizin katsayı işareti a_2 test ettiğimiz her değişken için teoriye uygun çıkmıştır. Yani teorik olarak diğer ülkelerle karşılaştırıldığında enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde, hedefleme öncesine göre hedefleme sonrası, enflasyon oranı düşmüş, enflasyon değişkenliği azalmış; büyüme oranı yükselmiş ve büyüme değişkenliği de azalmıştır. Tahmin edildiği gibi ortalama enflasyon oranı ve enflasyon değişkenliği için a_2 katsayısının negatif işaretli çıkmıştır. Yine ortalama büyüme oranı için a_2 katsayısının pozitif işaretli; büyüme değişkenliği için ise negatif işaretli çıkmıştır.

(ii) İstatistik Kriterlere Göre Yapılan Testler

Tahmin edilen katsayıların güvenilir olup olmadıklarını belirlemek üzere bir takım istatistiki testlere başvurulur. İstatistiksel anlamlılık, değişkenlere ilişkin tahmin edilen katsayıların sıfırdan farklı olup olmadığını ortaya koyar. R^2, t ve F testleriyle tahminlerin güvenilirlikleri araştırılır[381]. Bu nedenle istatistik kriterlere göre yapılan testler olarak, düzeltilmiş R^2, t ve F istatistiklerine Tablo-6'da yer verilmiştir. 1., 2.,3. ve 4. regresyondan elde edilen düzeltilmiş R^2 değerleri sırası ile, 0.89, 0,97, 0.76 ve 0.96 gibi 1'e yakın değerler olması bize modelimizin açıklama gücünün yüksek olduğunu göstermektedir.

Katsayılarımızın anlamlılık testleri olan t ve F değerlerine Tablo-6'da yer verilmiştir. Modelimizin açıklayıcı değişkeni olan dummy, bize enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansa etkisini vermektedir. Bu nedenle derlendirmemiz açıklayıcı değişken üzerinden yapılacaktır. Bu çerçevede ele aldığımızda analizimizde, sadece 4. regresyonun açıklayıcı değişkeninin katsayısı anlamlı çıkmıştır. Yani enflasyon hedeflemesi, büyüme değişkenliğini azaltmada önemli bir değişendir. 1., 2. ve 3. regresyonda yer alan açıklayıcı değişkenimizin katsayı işareti anlamlı çıkmamıştır. Buna göre, enflasyon hedeflemesi, enflasyon

[381] Hilal Bozkurt, **Zaman Serileri Analizi**, Ankara, Ekin Yayınevi, 2007, s. 7.

oranını azaltmada, enflasyon değişkenliğini azaltmada ve büyüme oranını arttırmada önemli bir değişken değildir.

Bağımsız değişkenlerin bağımlı değişken üzerinde etkili olup olmadığını anlamak için F testi uygulanmıştır. Yani sabit terim dışındaki bütün parametrelerin anlamlı olup olmadığını hesaplanmaya çalışılmıştır. Hipotezler aşağıdaki şekilde kurulmuştur.

H_0: $a_1=a_2= 0$

$H_1= a_1, a_2 \neq 0$

Buna göre, seçilen belli bir anlam düzeyi ve açıklayıcı değişken sayısı ile serbestlik derecesine göre F tablosundan, bir tablo F değeri bulunur. Hesaplanan F değeri, tablo değerinden küçükse hipotez kabul, büyükse red edilerek alternatif hipotez kabul edilir[382].

Tablo-6'da yer alan her bir regresyon için hesaplanan F değeri, %5 anlamlılık düzeyi ve 88 serbestlik derecesine göre tablo değeriyle karşılaştırılmıştır. Buna göre her bir regresyon için $F_{hes} > F_{tab}$ olarak bulunmuştur.

Regresyonlar	Hesaplanan F		Tablo F
1. regresyon	357.36	>	19.5
2. regresyon	1831.03	>	19.5
3. regresyon	143.20	>	19.5
4. regresyon	1315.30	>	19.5

Sonuç olarak her bir regresyon için a_1 ve a_2 katsayılarının sıfır olduğunu öne süren temel hipotezi reddederek, alternatif hipotezi kabul ederiz. Yani a_1 ve a_2 katsayıları sıfırdan farklı değerlere sahiptir, dolayısıyla modelimizde yer alan değişkenler topluca anlamlıdır.

Ayrıca R^2'si 1'e yakın bir başka ifadeyle yüksek çıkan sonuçlarda sahte regresyon sorunu olup olmadığı araştırılmıştır. Sahte regresyon sorunu, $R^2 >$ Durbin-Watson olması durumunda söz konusu olacaktır[383]. R^2'si 1'e yakın olan sonuçların Durbin-Watson istatistiği incelenmiş ve söz konusu sonuçlarda R^2'nin Durbin-

[382] Tarı, a.g.k., s. 86.
[383] Dimitrios Asteriou and Stephe G. Hall, **Applied Econometrics**, Revised Edition, Palgrave Macmillan, China, 2007, p. 293.

Watson test istatistiğinden küçük olduğu görülmüş ve böylece sahte regresyon sorunu olmadığı sonucuna varılmıştır.

(iii) Ekonometrik Kriterlere Göre Yapılan Testler

Ekonometrik modeller bazı varsayımlara dayanmaktadır ve bu varsayımlar yıkıldığında model yanlış sonuçlar verebilmektedir. Bu durumda modelin E.K.K'nın varsayımlarına uygunluğunun test edilmesini gerektirmektedir. Otokolerasyon, değişen varyans ve çoklu doğrusal bağlantı bu varsayımların bazılarıdır[384]. Bunun için modelimizde otokorelasyon, değişen varyans ve çoklu doğrusal bağlantı araştırılacaktır.

a. Otokolerasyon

Uygulamalarda en çok kullanılan otokolerasyon testi, Durbin -Watson testidir. Modelimizde otokolerasyonun olup olmadığı, hesaplanan Durbin -Watson (d)istatistiğinin, aşağıda verilen karşılaştırma ve karar tablosundaki yerine bakılarak değerlendirilmektedir[385]. Ele aldığımız model için otokolerasyon testinin aşamaları aşağıdaki şekilde oluşturulmuştur.

1. Aşama: Hipotezlerin Kurulması

H_0 : P = 0 (otokorelasyon yoktur)

H_1 : P ≠ 0 (otokorelasyon vardır)

2. Aşama: Tablo Değerlerinin bulunması

k = 2 (açıklayıcı değişken sayısı), n= 88 ve α = 0,05 önemlilik derecesinde tablonun verdiği alt ve üst sınırlar: $d_l = 1.61$ ve $d_u = 1.70$ olarak bulunmaktadır.

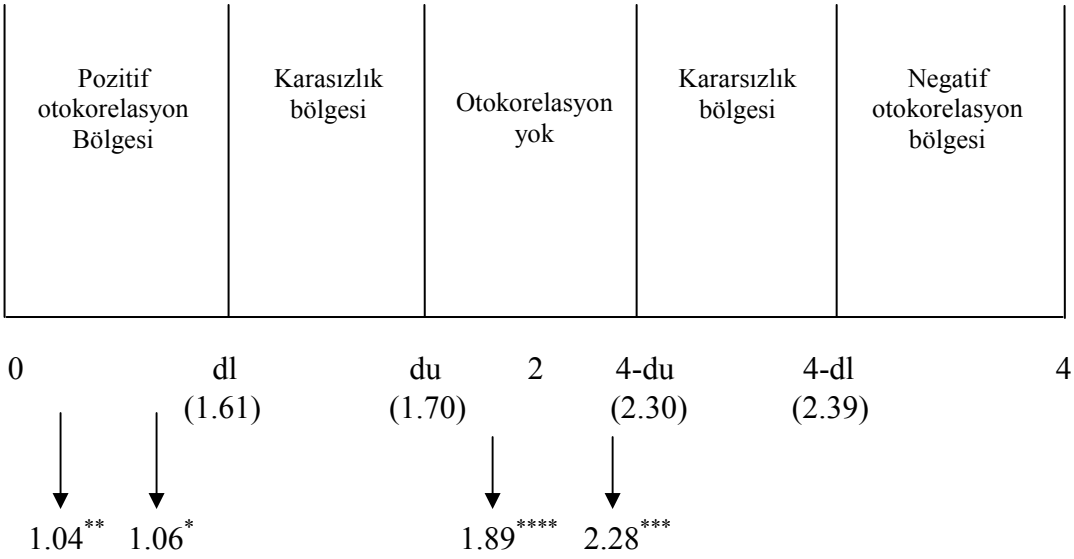
3. Aşama: Kritik oran d istatistiğinin hesaplanması[386]:

$$d = \frac{\sum_{t=1}^{n}(u_t - u_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^{n} u_t^{\,2}}$$

Ele alınan regresyon tahmin edildikten sonra Durbin Watson değerleri, dört regresyonun her biri için sırası ile 1.04, 1.06, 2.28 ve 1.89 olarak bulunmuştur.

4.Aşama: Karşılaştırma ve Karar:

[384] Bozkurt, a.g.k., s. 7.
[385] Tarı, a.g.k., s. 202.
[386] Maddala, a.g.k., 284.



*: Birinci Regresyonun DW hesaplanan değerini göstermektedir.
**: Birinci Regresyonun DW hesaplanan değerini göstermektedir.
***: Birinci Regresyonun DW hesaplanan değerini göstermektedir.
****: Birinci Regresyonun DW hesaplanan değerini göstermektedir.

Tablodan da görüldüğü gibi 1. regresyondan elde edilen Durin Watson değeri olan 1.06, dl değeri olan 1.61'in altında kaldığından ötürü, P=0 şeklinde kurulan ve otokorelasyonun olmadığını öne süren temel hipotez reddedilmekte ve regresyon modelinde otokorelasyon sorununun var olduğu görülmektedir.

2. regresyondan elde edilen DW tablo değeri olan 1.04 değeri de 1.61 değerinin altında kaldığı için otokorelasyonun olmadığını öne süren temel hipotez reddedilmekte ve otokorelasyon sorununun var olduğunu öne süren alternatif hipotez kabul olmaktadır. Sonuç olarak 2. regresyonun da otokorelasyon sorununa sahip olduğu görülmektedir.

3. regresyondan elde edilen DW tablo değeri olan 2.28 değeri 1.70 ve 2.30 sınırlarının arasında kaldığından ötürü regresyonda otokorelasyon sorununun mevcut olmadığı görülmektedir.

4. regresyonda ise 1.89 değeri de 1.70 ve 2.30 sınırlarının arasında kaldığından ötürü son regresyonda da otokorelasyon sorununun mevcut olmadığı görülmektedir.

b. Değişen Varyans

Ekonometrik modelde değişen varyans olup olmadığını araştırmada kullanılan çeşitli testler bulunmaktadır. Bu testleri sistematik olmayan testler ve sistematik testler olmak üzere ikiye ayırmak mümkündür[387]:

1-Sistematik olmayan testler (Grafik yöntemleri): Dağılma diyagramları ile değişen varyansın belirlenmesi; Standartlaştırılmış hata terimleri ile bağımsız değişken değerlerinin diyagram üzerinde izlenmesi ve Hata terimleri kareleri ile bağımsız değişken değerlerinin diyagram üzerinde gözlenmesi yöntemleridir.

2-Sistematik testler: Spearman sıra korelasyon testi, Goldfeld-Quand testi, Glejser testi, White testidir[388].

Analizimizi oluşturan regresyon modellerinde değişen varyans sorununun varlığı White testi ile araştırılmıştır. Değişen varyans sorununun araştırılmasına ilişkin hipotezler şu şekilde kurulmuştur[389].

H_0: $\sigma_i^2 = \sigma^2$ (Değişen varyans sorunu yoktur.)

H_1: $\sigma_i^2 \neq \sigma^2$ (Değişen varyans sorunu vardır.)

Buna göre, hesaplanan Ki-Kare değeri, seçilen anlamlılık düzeyine göre bulunacak tablo değerinden küçükse, değişen varyansın olmadığı, büyükse değişen varyansın olduğu anlamına gelecektir[390].

White testinden elde edilen sonuçlar EK-3'te verilmiştir[391]. 4 regresyon için hesaplanan Ki-Kare değerleri sırası ile şöyledir. 0.9907, 0.9969, 0.1320 ve 0.7126 olarak bulunmuştur. Otokolerasyonun mevcut olmadığı 3. ve 4. regresyondan elde edilen hesaplanan Ki-Kare değeri olan 0.1320 ve 0.7126, tablo değeri 5.99'dan küçük olduğu için değişen varyansın olmadığını öne süren temel hipotez kabul edilmekte ve modelde değişen varyans sorununun mevcut olmadığı sonucuna ulaşılmaktadır. 1. ve 2. regresyon modelleri için de hesaplanan Ki-Kare değerleri olan 0.9907 ve 0.9969, tablo Ki-Kare değeri 5.99 küçük olduğu için değişen varyans

[387] Tarı, a.g.k., ss. 183-186.
[388] Daha geniş bilgi için bkz. Greene, a.g.k., pp. 392-398. ve Tarı, a.g.k., ss. 179-185.
[389] Greene, a.g.k., p. 392.
[390] Tarı, a.g.k., s. 186.
[391] White testi istatistik paket programı Eviews 6.0 sürümü kullanılarak yapılmıştır.

sorununun mevcut olmadığını öne süren temel hipotez kabul edilmektedir. Böylece analizimizde yer alan 1., 2., 3. ve 4. regresyon modellerinde değişen varyans sorununun olmadığı sonucuna ulaşılmıştır.

c. Çoklu Doğrusal Bağlantı

Çoklu doğrusal bağlantı ise bağımsız değişkenler arasında bir ilişki olması durumunda ortaya çıkmaktadır[392]. Kmenta (1986), çoklu doğrusal bağlantının bir nicel değişkenler sorunu olduğu vurgulamıştır[393]. Modelimizde nicel bağımsız değişkenimiz tek olması ve yapay değişkenimizin nitel ve sabit terim farkını gösteren açıklayıcı değişen olması nedeniyle çoklu doğrusal bağlantı araştırılmayacaktır.

3.3.5. Sonuç ve Değerlendirme

1990 yıllarda uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi stratejisi, son yıllarda özellikle gelişmekte olan ülkelerde para politikası stratejisi olarak tercih edilmeye başlaması enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansı olumlu etkilediği görüşünün oluşmasından kaynaklanmaktadır. Buna göre enflasyon hedeflemesi uygulamasıyla, uygulayan ülkelerin makro ekonomik göstergelerinde iyileşme görülmektedir. Örneğin enflasyon gerilemekte, enflasyonun değişkenliği azalmakta, büyüme oranı yükselmekte ve büyüme oranının değişkenliği gerilemektedir.

Bu bakımdan çalışmamızda, enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansı olumlu etkilediği görüşü, gelişmekte olan ülke üzerinden test edilmeye çalışılmış ve yaptığımız araştırma sonuçları aşağıya çıkarılmıştır. Ayrıca regresyon analizi ile tahmin edilen parametrelerin güvenilirlikleri, iktisadi kriterler, istatistik kriterler ve ekonometrik kriter üzerinden test edilerek aşağıya tablo şeklinde özetlenmiştir

[392] Gujaratı, **Temel Ekonometri**, s. 335. ve Tarı, a.g.k., s. 12.
[393] Jan Kmenta, **Element of Econometrics**, 2nd ed., Macmillan, New York, 1986, p. 431.

Tablo–6. Tahmin Edilen Parametrelerin Güvenilirlik Testleri

	Tahmin Edilen Parametrelerin Güvenilirlik Testleri						
	İktisadi Kriterlere Göre	İstatistik Kriterlere Göre			Ekonometrik Kriterlere Göre		
Regresyonlar	Teoriye Uygunluk	R2	T	F	Otokoleras yon	Değişen Varyans	Çoklu Doğrusal Bağlantı
1. regresyon	Uygun	Yüksek	Anlamsız	Anlamlı	Var	Yok	Yok
2. regresyon	Uygun	Yüksek	Anlamsız	Anlamlı	Var	Yok	Yok
3. regresyon	Uygun	Yüksek	Anlamsız	Anlamlı	Yok	Yok	Yok
4. regresyon	Uygun	Yüksek	Anlamlı	Anlamlı	Yok	Yok	Yok

Bu sonuçlara göre, otokorelasyon sorunun mevcut olmadığı 3. ve 4 . regresyon modelleri E.K.K. varsayımlarını sağlamaktadır. Ancak 1. ve 2. regresyon modelleri ise hata terimleri arasında otokorelasyon sorununun mevcut olmadığı yönündeki E.K.K. varsayımını çiğnenmektedir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin enflasyon ve enflasyon değişkenliği üzerindeki etkisini gösteren 1. ve 2. regresyondan elde edilen analizler yorumlanmamıştır.

3. ve 4. regresyondan elde edilen sonuçlara göre, enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile büyümede artış sağlanmış aynı zamanda büyüme değişkenliği azalmıştır. Ancak enflasyon hedeflemesini temsil eden yapay değişkenin anlamlılığı incelendiğinde 3. regresyon için yapay değişkenin anlamlı olmadığı diğer taraftan 4. regresyon için yapay değişkenin anlamlı olduğu görülmektedir. Bu nedenle enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile büyüme oranında artış sağlanmakta ancak büyüme artışının nedeni enflasyon hedeflemesinden kaynaklanmamaktadır. 4. regresyondan elde edilen sonuca bakıldığında yapay değişkenin anlamlı çıkmasından ötürü enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesi ile büyüme değişkenliğinin azalmasının nedeninin enflasyon hedeflemesi olduğu sonucuna varılmıştır.

Bu sonuçlar, enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik performansa bir ölçüde olsa olumlu etkisinin olduğunu göstermektedir. Bu bağlamda yapılan diğer çalışmalarda da vurgulandığı gibi enflasyon hedeflemesine stratejisinin yeni bir uygulama olması ve ülke deneyimlerinin uzun süreyi kapsamaması, bu stratejinin makroekonomik performansa etkisini ekonometrik analiz yöntemiyle ortaya koymayı zorlaştırmaktadır. Bu bakımdan enflasyon hedeflemesine stratejisine ilişkin ülke

deneyimlerinin daha uzun süreyi kapsaması halinde yapılacak olan ekonometrik analizlerde, bu stratejinin makroekonomik performans üzerine etkisi hakkında farklı sonuçlara ulaşılabilir.

SONUÇ VE DEĞERLENDİRME

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde 1970'li yıllarda yaşanmaya başlayan yüksek enflasyon, düşük büyüme oranı ve işsizliğin artması 1960'lı yıllar boyunca uygulanan aktif para politikalarının sorgulanmasına neden olmuştur. Aktif para politikası uygulayarak ekonomik büyüme ve istihdam artışı kısa bir dönem için sadece enflasyon oranı artarken gerçekleşirken, uzun dönemde, aktif para politikası uygulamasının enflasyon artışını tetiklediği, istihdam ve büyüme üzerindeki kısa dönemli etkilerinin kaybolduğu görülmüştür. Dolayısıyla aktif para politikasının, sürekli düşük işsizliğe ve yüksek üretime değil de yüksek enflasyona neden olduğunu anlaşılmıştır. Böylece para politikasının uzun dönemde sadece fiyatlar genel düzeyini etkileyebileceği görüşü ağırlık kazanmış ve para politikasının öncelikli amacının fiyat istikrarı olması fikri iktisatçılar ve para politikası uygulayıcıları arasında genel kabul görmeye başlamıştır.

Para politikası uygulamalarına bakıldığında ve fiyat endekslerindeki ölçüm hataları ile fiyatlardaki aşırı istikrarın ekonomileri deflasyon riski gibi akademik tartışmalar, fiyat istikrarı denildiğinde, "sıfır enflasyon oranı" değil de "düşük ve istikrarlı enflasyon oranı" anlamı ortaya koymaktadır. Yine literatürdeki tartışmalara ve para politikası uygulamalarına bakıldığında fiyatların istikrarlı sayıldığı söz konusu oranın sayısal niteliği, gelişmiş ülkeler için %1-3 arasında düşük bir enflasyon oranı iken gelişmekte olan ülkelerde %4-8 arası bir enflasyon oranının olduğu yönünde görüş birliği bulunmaktadır.

Para politikasının etkilerinin belirsizliği, Phillips eğrisinin analizine yöneltilen eleştiriler, para politikasında zaman tutarsızlığı problemi, enflasyonun maliyetleri olmak üzere aktif para politikası aleyhine sürülen dört temel eleştiri, kurala dayalı politika önerisini getirirken, para politikası ile nelerin yapılabileceği veya nelerin yapılamayacağı ortaya koymuştur. Buna göre birincil amacının fiyat istikrarı olan para politikasının, ekonomide dengesizliklerin kaynağı olmayacak şekilde, güvenilir bir politika çerçevesinde yürütülmesi gereği ortaya çıkmıştır.

Güvenilirlik ile para politikasının fiyat istikrarını sağlamada başarılı olması arasında sıkı bir ilişki vardır. Bu bakımdan güvenilirliğin kazanılması ve sürdürülmesi ancak merkez bankasının sözünde durması ile mümkün olabilmektedir.

Güvenilir bir para politikası stratejisinin temel bileşenleri olarak "merkez bankasının bağımsızlığı", "şeffaflık ve hesap verebilirlik", "disipline edilmiş maliye politikası", "kurala dayalı politika" koşullarının varlığı merkez bankasının sözünde durmasını kolaylaştırmakta ve güvenilirliği kazanmaya ve sağlamaya yardımcı olmaktadır.

Alternatif para politikası stratejileri, güvenilir bir para politikasının taşıması gereken nitelikler çerçevesinde ve deneysel kanıtlara yer verilerek karşılaştırmaya tabi tutulmuştur. Enflasyon hedeflemesi stratejinin fiyat istikrarını sağlama ve sürdürmede döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme stratejine göre daha elverişli bir strateji olduğu tezini kanıtlayan argümanlar şunlardır.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarını sağlanma yönünde elverişli bir strateji olmamasının nedenleri şu şekilde sıralanabilir. İlki, gelişmiş ve gelişmekte olan ülke deneyimlerine bakıldığında döviz kuru hedeflemesi uygulamasıyla merkez bankası para arzını kontrol etme yeteneğini kaybetmekte, dolayısıyla bağımsız bir para politikası uygulama yeteneğinden yoksun kalmaktadır. İkinci olarak, özellikle gelişmekte olan bir çok ülkede mali ve finansal sistemin zayıf olması, bu ülkelerin spekülatif ataklara karşı kırılganlığını arttırmış ve döviz kuru hedeflemesi bir çoğunda finansal krizle sonuçlanmıştır.

Üçüncü olarak, döviz kuru hedeflemesi altında kurların sabitlenmesiyle, para politikasına ilişkin sinyaller sunma olasılığı ortadan kalkmış ve kamuoyunca para politikalarının takibini zorlaştırmıştır. Bu bakımdan para politikasının yeterince şeffaf olmaması merkez bankası üzerine politik baskıları yani aşırı genişletici para politikası uygulamasını kolaylaştırmıştır. Son olarak, şeffaflığın sağlanması ve kur hedefine bağlı kalınması yönünde Para Kurulu ve Dolarizasyon olmak üzere iki önemli alternatif strateji gündeme gelse de bağımsız para politikası uygulama imkanının kaybedilmesi, ekonominin çıpa ülkedeki şoklara açık olması, merkez bankasının para yaratma gücünün ve son başvuru mercii olma özelliliğinin elinden alınması gibi bir çok sorunu beraberinde getirmektedir.

Parasal hedefleme stratejisinin fiyat istikrarını sağlanma yönünde elverişli bir strateji olmamasının nedenleri şu şekilde sıralanabilir. Parasal hedefleme stratejisinin uygulanması hedeflenen parasal büyüklükle ve hedef değişkeni arasında güçlü ve güvenilir bir ilişkiye ve hedeflenen parasal büyüklüklerin merkez bankası tarafından

kontrol edilebilir olması koşula bağlıdır. Ancak gelişmiş ülke uygulamalarına bakıldığında parasal büyüklüklerle enflasyon arasındaki istikrarlı ilişkinin zayıflaması, parasal büyüklüklerin merkez bankası tarafından kontrol edilebilirliği sorununa neden olmuştur. Parasal büyüklüklerin merkez bankası tarafından kontrol edilebilirliğin zayıflaması, hedeflerin sapmasına neden olmuş ve dolayısıyla şeffaflık ve hesap verebilirliğin azalması ve nominal çıpanın kaybedilmesi ile sonuçlanmıştır

Gelişmekte olan ülkelerde ise parasal hedefleme stratejisi şu nedenlerden dolayı elverişli bir strateji olmadığı ileri sürülebilir. Bunlardan ilki, hedeflenen parasal büyüklükle ve hedef değişkeni ilişkinin zayıflaması daha belirgin olmaktadır. Bu nedenle paranın dolanım hızını öngörülememesi, söz konusu ülkelerde parasal hedeflemenin iyi bir tercih olmayacağıdır. Diğer neden ise, söz konusu ekonomilerinde dolarizasyon olgusunun varlığıdır. Dolarizasyonun artması, parasal büyüklüklerin nihai hedefi etkileme özelliliğinin azalmasına neden olacak, dolayısıyla merkez bankasının para politikası üzerindeki etkisini azaltacaktır.

Parasal hedefleme stratejisinde başarılı sonuçlar elde edilebilmesi bağımsız şekilde para politikası uygulanmasına ve şeffaflığa ve kamuoyu ile iletişime oldukça fazla önem verilmesine bağlıdır. Ancak gelişmiş ülkelere göre gelişmekte olan ülkelerde şeffaf ve hesap verebilir bir politika uygulamanın zorluğu, parasal hedeflemenin söz konusu ülkelerdeki başarısını olumsuz etkilemektedir.

Döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme stratejilerinin fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yönündeki başarısızlığı 1990'lı yılların başından itibaren gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkenin enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başlamasına neden olmuştur. Enflasyon hedeflemesi stratejisi ilk olarak Yeni Zelanda, ardından sırasıyla Kanada, İngiltere, İsveç, Brezilya, Şili, Çek Cumhuriyeti ve Polonya gibi hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerde uygulamaya başlamamış ve yaygınlık kazanmıştır. Öyle ki 2008 yılı itibariyle enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin sayısı 24'e ulaşmıştır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yününde diğer stratejilere göre daha güvenilir bir para politikası stratejisi olduğu anlaşılmaktadır. Çünkü Enflasyon hedeflemesi stratejisi, güvenilir bir para politikası stratejisinde bulunması gereken temel bileşenler olarak, merkez bankasının

bağımsızlığı, kurala dayalı politika, şeffaflık ve hesap verebilirlik ve maliye politikalarının disipline edilmesi çerçevede uygulanmaktadır. Yine enflasyon hedeflemesi stratejisi ülke uygulamalarına bakıldığında fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yolunda önemli başarılar elde edilmiş ve bu stratejiyi terk etmeyi gerektirecek hiçbir olumsuz sonuçla karşılaşılmamıştır.

Yine ülke deneyimleri incelendiğinde de enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarını sağlama ve sürdürme yününde diğer stratejilere göre daha güvenilir bir para politikası stratejisi olduğu anlaşılmaktadır. Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede olduğu gibi çalışmamızda ele aldığımız Şili, Brezilya, Kolombiya, Meksika ve Türkiye'nin fiyat istikrarı sağlamak amacıyla döviz kuru hedeflemesi veya parasal hedefleme stratejisini terk ederek, güvenilir bir para politikası uygulama çerçevesi sunan enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemiştir. Kaldı ki çalışmamızda ele aldığımız seçilmiş gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmaya başlamasıyla, enflasyon oranları önemli ölçüde düşmüş ve istikrarlı sayılabilecek düzeye yaklaşmıştır. Yine söz konusu ülkelerin enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulaması sonrasında büyüme oranlarının nispeten iyileştiğin görülmesi, enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansı olumlu etkilediği yönünde ipuçları vermiştir.

Ancak 2007 yılının ortalarından itibaren enflasyonun sadece ülkemizde değil diğer ülkelerde de yükselmekte olduğu görülmektedir. Başta ham petrol olmak üzere, gıda ve diğer emtia fiyatlarındaki artışlar küresel enflasyon üzerinde baskı oluşturmaktadır. Gelişmiş ülkelerde enflasyonun 2007 yılının son çeyreğinden itibaren yükselişe geçtiği, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerde ise 2007 yılı Temmuz ayından itibaren yukarı yönlü bir eğilimin başladığı gözlenmektedir.

Bununla birlikte 2007 yılında Türkiye'de enflasyon eğiliminin diğer ülkelere kıyasla daha olumlu seyretmiştir. Türkiye'de enflasyon 2006 yılı sonundaki yüzde 9,7 seviyesinden 2007 yılı sonunda yüzde 8,4 düzeyine düşerken, enflasyon

hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin ortalama enflasyonu aynı dönemde yüzde 3,4'ten yüzde 5,1 düzeyine yükselmiştir[394].

Sonuç olarak petrol, gıda ve diğer emtiaların fiyatlarında görülen söz konusu artışlar, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerinde enflasyon baskısına neden olmaktadır[395]. Dolayısıyla, arz şoklarının ortaya çıktığı bu süreçte merkez bankasının enflasyonun hedefini tutturması büyük oranda gıda ve enerji fiyatlarındaki gelişmelere bağlı olacaktır.

Türkiye'de merkez bankasının enflasyon hedefine yaklaşmayı etkileyen risklerin başında ise ABD'deki kredi piyasasında yaşanan sorunların, uluslararası finansal piyasaları olumsuz etkilemesi ve bunun Türkiye'deki finansal piyasalara olumsuz yansıması gelmektedir. Ayrıca Türkiye'de hükümet partisine açılan kapatma davasıyla siyasal istikrarın azalması ve mali disiplin ve yapısal reformların sürdürülmesine ilişkin tereddütlerin artması, piyasaları olumsuz etkilemektedir. Kaldı ki mali disiplinin sürdürülmesi enflasyon hedeflemesinin hedefe ulaşmada başarını destekleyen önemli bir koşuldur.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulama çerçevesi ele alındığında ise şu hususlar dikkati çekmiştir. (i)Hedefleme türü, deflasyona riskinin ekonomide oluşturacağı sonuçlar bakımından ele alınmakta, bu bakımdan daha elverişli olduğu savunulan enflasyon oranı hedefi tercih edilmektedir. (ii)Fiyat indeksi olarak, kamuoyu tarafından kolay anlaşılabildiği, rahat izlenebildiği, yaşam maliyetini iyi ölçtüğü ve iletişim açısından avantajlı olduğu için çoğu ülke TÜFE'yi tercih etmektedir. (iii)Hedefin sayısal niteliği, merkez bankalarının fiyat istikrarı anlayışını yansıtmaktadır. Hedefinin sayısal niteliğinin gelişmiş ülkeler için %1-3 makul görülmekte iken gelişmekte olan ülkeler için hedeflemeye geçiş yılındaki enflasyon oranıyla yakından ilgili olmaktadır. (iv) Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısını doğrudan etkileyen unsurlardan biri de hedeflemenin süresidir ve bu sürenin uzun ya da kısa olması farklı sonuçlara neden olabilmektedir. Ancak para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin gecikmeli olarak ortaya çıkması nedeniyle, hedeflemenin bir-iki yıldan az olmaması gerektiği yönünde fikir birliği oluşmuştur. (v) Enflasyon hedeflemesinde hedefin kimin tarafından belirleneceği merkez

[394] TCMB, **Enflasyon Raporu,** 2008/I, s. 2., http://www.tcmb.gov.tr/, 6 Temmuz 2008.
[395] TCMB, **Enflasyon Raporu,** 2008/I, s. 2., http://www.tcmb.gov.tr/, 6 Temmuz 2008.

bankasının bağımsızlığıyla yakından ilgili olsa da, özellikle gelişmekte olan ülkelerde merkez bankasının hedefi hükümet desteğiyle ilan etmesi, her iki kurumun para politikası uyumunu yansıtması açısından gereklidir. Merkez bankasının hedefi, hükümet desteği olmadan, tek taraflı ilan etmesi para politikasının güvenilirliği ve etkililiğini azaltabilmektedir

Enflasyon hedeflemesi stratejisi üzerine yapılan akademik çalışmaların daha çok gelişmiş ülkeler üzerine olduğu ve yeni bir uygulama olması nedeniyle enflasyon hedeflemesi stratejisinin teorik çerçevesinin ele alındığı dikkati çekmiştir. Ancak son yıllarda söz konusu çalışmaların enflasyon hedeflemesinin teorik çerçevesinden ziyade makroekonomik performansı üzerine yoğunlaştığı görünmektedir. Bunun nedeni ise enflasyon hedeflemesi stratejisinin, enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansı olumlu etkilediği görüşünün oluşması ve bu nedenle özellikle gelişmekte olan ülkelerde para politikası stratejisi olarak tercih edilmeye başlaması olmuştur.

Bu bakımdan çalışmamızın son bölümünde, enflasyon hedeflemesi stratejisinin makroekonomik performansı olumlu etkilediği görüşü, gelişmekte olan ülke üzerinden ekonometrik yöntem kullanılarak test edilmiştir. Geniş örneklem hacmi kullanılarak yaptığımız araştırmanın temel örneklem hacmi IMF (2008)'in veritabanında yer alan ve 1985-2006 dönemi itibariyle enflasyon ve ekonomik büyüme oranı verileri bulunan 151 gelişmekte olan ülke arasından 88 ülke seçilmiştir. 2006 yılı itibariyle söz konusu 88 ülkeden 10'u para politikasında enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerdir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan gelişmekte olan ülkelerin makroekonomik performans üzerine etkisi ise enflasyon oranı, enflasyon değişkenliği; büyüme oranı, büyüme değişkenliği üzerinden, enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası ayrımı yapılarak araştırılmıştır. Enflasyon ve büyüme değişkenliği için enflasyon ve büyümenin standart sapması kullanılmıştır.

Yaptığımız regresyon analizi sonuçlarına göre: Enflasyon hedeflemesinin, enflasyon performansı ve enflasyon değişkenliği üzerine etkisini test eden regresyon modellerinin sonuçları yorumlanmamıştır[396].

Enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile büyümede artış sağlanmış aynı zamanda büyüme değişkenliği azalmıştır. Ancak enflasyon hedeflemesine geçilmesi ile büyüme oranında artış sağlansa da, söz konusu artış enflasyon hedeflemesinden kaynaklanmamaktadır[397]. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesi ile büyüme değişkenliğinin azalmasının nedeninin enflasyon hedeflemesi olduğu sonucuna varılmıştır. Daha açık bir ifadeyle enflasyon hedeflemesinin, büyüme değişkenliği azaltmada olumlu bir etkisinin olduğu test edilmiştir. Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik performansa bir ölçüde olsa olumlu etkisinin olduğunu göstermektedir.

Bu sonucun pratik kanıtı olarak, çalışmamızın seçilmiş ülke uygulamaları kısmında ele aldığımız Şili, Brezilya, Kolombiya, Meksika ve Türkiye gibi yükselen piyasa ülkelerinde, enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performansa olumlu etkisinin daha belirgin hale geldiği söylenebilir. Kaldı ki enflasyon hedeflemesinin, uygulanan gelişmekte olan ülkelerde büyümeye değişkenliğini azaltması, bu stratejinin fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesinin uzun dönemde beklenen etkisinin bir kanıtı olarak gösterilebilir.

Enflasyon hedeflemesine stratejisinin yeni bir uygulama olması ve ülke deneyimlerinin uzun süreyi kapsamaması, bu stratejinin makroekonomik performansa etkisini ekonometrik analiz yöntemiyle ortaya koymayı zorlaştırmaktadır. Bu bakımdan enflasyon hedeflemesine stratejisine ilişkin ülke deneyimlerinin daha uzun süreyi kapsaması halinde yapılacak olan ekonometrik analizlerde, bu stratejinin makroekonomik performans üzerine etkisi hakkında farklı sonuçlara ulaşılabilir.

---

[396] Söz konusu regresyon modellerinde hata terimleri arasında otokorelasyon sorununun mevcut olmadığı yönündeki E.K.K. varsayımını çiğnenmektedir.

[397] Enflasyon hedeflemesini temsil eden yapay değişkenin anlamlılığı incelendiğinde büyüme performansını test eden regresyon için yapay değişkenin anlamlı olmadığı diğer taraftan büyüme değişkenliği test eden regresyon için yapay değişkenin anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

KAYNAKLAR

AGÉNOR, Pierre-Richard; " Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting," **The World Bank**, November 2000.

AKYAZI, Haydar; **Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Deneyimleri ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, Ankara: Seçkin Yayıncılık, 2004.

ALESINA Alberto and PEROTTI Roberto; "Balanced-Budget Rules: Fiscal Discipline and the Budget Process," **The American Economic Review**, Vol. 86, No. 2, 1996, May 1996.

ALESINA, Alberto; "Macroeconomics and Politics," **NBER Macroeconomics Annual**, Vol. 3, 1988.

ALLEN Mark, BAUMGARTNER Ulrich, RAJAN Raghuram; "Inflation Targeting and the IMF" **IMF, Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department, and Research Department**, March 2006.

ALPARSLAN Melike ve ERDÖNMEZ Pelin Ataman; "Enflasyon Hedeflemesi" **Bankacılar Dergisi**, Sayı 35, Aralık 2000.

ALT James E. and LASSEN David Dreyer; "Transparency, Political Polarization, and Political Budget Cycles in OECD Countries," **American Journal of Political Science,** Vol.50, No.3, July 2006.

ANDERSEN, Torben M.; "Comment on B. T. McCallum, "New Classical Macroeconmics: A Sympathetic Account," **The Scandinavian Journal of Economics**, Vol. 91, No. 2, June, 1989.

ARTAN, Seyfettin; "Türkiye'de Enflasyon, Enflasyon Belirsizliği ve Büyüme," **Türkiye Ekonomi Kurumu**, Tartışma Metni, 2006/14, s.2.

ASTERİOU Dimitrios and G. HALL Stephe; **Applied Econometrics**, Revised Edition, China: Palgrave Macmillan, 2007.

BALL Laurence M., SHERIDAN Niamh; "Does Inflation Targeting Matter?" **IMF Working Paper**, No. 03/129, June 2003.

BANCO CENTRAL DO BRAZIL; **Inflation Targeting**, http://www.bcb.gov.br/pec/metas/InflationTargetingTable.pdf, 12 Nisan 2008.

BARRO Robert J., GORDON David B.; "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural-Rate Model," **NBER Working Paper Series**, No: 0807, November 1981.

BARRO, Robert J.; "Inflation and Economic Growth," **NBER Working Paper Series**, No: 5326, October 1995.

_____; "Inflation and Growth," **The Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, May/June, 1999.

BERG Andrew G., JARVIS Cristopher J., STONE Mark R., ZANELLO Alessandro; " Re-Establish Credible Nominal Anchor After a Financial Crisis: A Review of Recent Experience" **IMF Working Papers**, WP/03/76, April 2003.

BERNANKE Ben S., MISHKIN Frederic S.; " Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy," **NBER Working Paper Series**, No:5893, January 1997.

BERNANKE, Ben S.; "The İnfluence of Milton Friedman's Monetary Framework on Contemporary Monetary Theory and Practice", **BIS Review**, 45/2003.

_____; "The Benefits of Price Stability", **BIS Review**, 13/2006.

BLACKBURN Keith, CHRISTENSEN Michael; "Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence," **Journal of Economic Literature**, Vol. 27, No. 1, March 1989.

BLEJER Mario I., LEONE Alfredo M., RABANAL Pau, SCHWARTZ Gerd; "Inflation Targeting in the Context of IMF-Supported Adjustment Programs," **IMF Staff Papers**, Vol. 49, No.3, 2002.

BLINDER, Alan; "Central-Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It?" **The American Economic Review**, Vol. 90, No.5, December 2000.

_____; "What Cenral Bankers Could Learn from Academics-and Vice Versa," **Journal of Ecomomic Perspectives**, Vol. 11, No.2, Spring 1997.

BOZKURT, Cuma; "Parasal Hedefleme Stratejileri: Türkiye İçin Uygun Politika Seçimleri," (**Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayımlanmamış Doktora Tezi**,) 2006.

BOZKURT, Hilal; **Zaman Serileri Analizi**, Ankara, Ekin Yayınevi, 2007.

BÜYÜKAKIN Tahir ve BÜYÜKAKIN Figen; "Para Politikası Stratejilerinin Karşılaştırılması İçin Kılavuz," **Finans-Politik & Ekonomik Yorumlar**, Sayı 497, Ağustos 2005.

BÜYÜKAKIN Tahir ve ERARSLAN Cemil; "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliğinin Değerlendirilmesi," **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı No:8, 2004.

BÜYÜKAKIN, Tahir; "Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme," (**İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi**,) 2001.

_____; "Phillips Eğrisinin Serencamı: Phillips'in Eğerisinden Histerezis Etkisine," **Kocaeli Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Sayı.1, 1998.

CALVO Guillermo A. and VEGH Carlos A.; " Inflation Stabilization and BOP Crises in Developing Countries" **NBER Working Paper Series**, No:6925, February 1999.

CALVO Guillermo A., MISHKIN Frederic S.; "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries," **The Journal of Economic Perspectives** , Vol.17, No.4, Autumn 2003.

CARARE Alina, SCHAECHTER Andrea, STONE Mark, ZELMER Mark; "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting," **IMF Working Paper**, WP02/102, June 2002.

CARARE Alina, STONE Mark R.; "Inflation Targeting Regimes," **European Economic Review,** Volume 50, Issue 5, July 2006.

CARNSTENS Agustin G. and WERNER Alejandro; "Mexico's Monetary Policy Framework Under a Floating Exchange Rate Regime", **Inflation Targeting in Practice**, IMF, Washington D.C: Ed.by. Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Sergio Werlong, 2000.

CARRASQUILLA, Alberto; "Monetary Policy Transmission: the Colombian Case," **BIS Policy Papers**, No.3, January 1998.

CECCHETTI Stephen G., DEBELLE Guy; "Inflation Persistence: Has the inflation process changed?," **Economic Policy**, April 2006.

CECCHETTI, Stephen G.; "Central Bank Policy Rules: Conceptual Issues and Pratical Considerations," **NBER Working Paper Series**, No.6306, December 1997.

COLANDER, David C.; **Macroeconomics**, 3rd Ed., New York: Irvin McGraw-Hill Publishers, 1997.

CORBO, Vittorio; "Monetary Policy under İnflation Targeting in Chile and around the World," Speech by Mr.Vittorio CORBO Governor of the Central Bank of Chile, At the ninth annual Conference of the Central Bank of Chile, "Monetary Policy under İnflation Targeting", Santiago, 20 October 2005.

CORBO Vittorio and SCHMIDT-HEBBEL Klaus; "Inflation Targeting: The Latin American Experience," **Latin American Macroeconomic Reforms**,

Chicago and London: The University Chicago Press, Ed.by., Jose Antonio Gonzalez; Vittorio Corbo; Anne O. Kruger; Aaron Tornell, 2003.

CORBO Vittorio, LANDERRETCHE Oscar, SCHMIDT-HEBBEL Klaus; "Does Inflation. Targeting Make a Difference?" **Inflation Targeting: Desing, Performance**, **Challenges**, Ed.by., Norman Loayza and Raimunda Soto, Central Bank of Chili, Santiago, 2002.

CUKIERMAN Alex, WEBB Steven B., NEYAPTI Bilin; "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes," **The World Bank Economic Review**, Vol. 6, No.3, September 1992.

CUKIERMAN, Alex; "Central Bank Independence and Monetary Control," **The Economic Journal**, Vol. 104, No. 427, November 1994.

_____; "Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe," **Tilburg University, Center for Economic Research**, Discussion Paper, No32, January 1996.

DEBELLE Guy, MASSON Paul R., SAVASTANO Miguel A. and SHARMA Sunil; "Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy," **IMF Economic Issues**, No. 15, October 1998.

DEBELLE, Guy; "Inflation Targeting and Output Stabilisation," **Reserve Bank of Australia Economic Analysis Department**, Research Discussion Paper 1999-08, June 1999.

_____; "Inflation Targeting in Practice," **IMF Working Paper**, No:97/35, March 1997.

DEMİRHAN, Erdal; **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayını, No:231, 2002.

DORNBUSCH Rudiger, FISCHER Stanley; "Moderate Inflation," **The World Bank Economic Review**,Vol. 7, No.1, January 2003.

EDWARDS Sebastian, SAVASTANO Miguel A.; "Exchange Rate in Emerging Economies:What Do We Know? What Do We Need to Know?" **NBER Working Paper Series,** No:7228, July 1999.

EICHENGREEN, Barry; "International Monetary Options for the Twenty-First Century," **Annals of the American Academy of Political and Social Science**, Vol. 579, January 2002.

ERDOĞAN, Funda; **Para Politikasında Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi: Türkiye Örneği**, Ankara: Sermaye Piyasası Kurulu, Yanın No: 63, 1997.

ERDOĞAN Seyfettin ve BÜYÜKAKIN Figen; "Alternatif Para Politikası Stratejilerinin Etkililiği: Bir Karşılaştırma Kılavuzu Denemesi," Ed. Ö. Faruk Çolak, Ummuhan Gökovalı, Bora Süslü, **Para Teorisi ve Politikasında Son Gelişmeler Sempozyumu Tebliği**, Muğla, 24-26 Şubat 2005.

ERDOĞAN, Seyfettin; "Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme," **Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, Sayı 9, 2005/1, 2005.

_____; "Enflasyon Hedeflemesi Başarılı Bir Para Politikası Stratejisi mi?", **Finans – Politik ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı 485, 2004.

_____; "Fiyat İstikrarı Hedefi Açısından Merkez Bankası Güvenilirliğinin Önemi", **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı 221, 2004.

EPSTEİNA Gerald and YELDAN Erinç; "Inflation Targeting, Employment Creation And Economic Development: Assessing The İmpacts And Policy Alternatives," **International Review of Applied Economics**, Vol. 22, No. 2, March 2008, 131–144

FAUST Jon and SVENSSON Lars E. O.; "Transparency and Credibility: Monetary Policy with Unobservable Goals,"**International Economic Review**, Vol. 42, No. 2, May 2001.

FISCHER, Stanley; "Exchange Rate Rejimes: Is the Bipolar View Correct?" **Finance & Development**, June 2001.

FISCHER, Stanley; "Maintaining Price Stability," **Finance & Development**, Vol: 33, No: 4, December 1996.

FLOOD Robert P. and ISARD Peter; "Monetary Policy Strategies," **IMF Staff Papers**,Vol. 36, No. 3, September 1989.

FRAGA Arminio, GOLDFAJN Ilan, MİNELLA André; "Inflation Targeting in Emerging Market Economies," **NBER Working Paper Series**, Working Paper No.10019, October 2003.

FRIEDMAN, Milton; "The Counter-Revelution in Monetary Theory," **Institute of Economic Affairs Occasional Paper**, No.33,1970.

_____; "The Role of Monetary Policy," **American Economic Review**, Vol.58, No.1, March 1968.

GENCELİ, Mehmet; **Ekonometride İstatistik İlkeler**, İstanbul: Filiz Kitapevi, 1989.

GHOSH, Sukesh K.; **Ekonometrics: Theory and Applications**, New Cersey: Prentice Hall, 1991,

GIAVAZZI Francesco, GOLDFANJ Ilan, HERRERA Santiago; "Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience, 1999 to 2003", **Owerview: Lessons from Brazil**, London: The MIT Pres Cambridge, Ed.by., Francesco Giavazzi, Ilan Goldfanj, Santiago Herrera, 2005.

GLICK Reuven and HUTCHISON Michael; "New Results in Support of the Fiscal Policy Ineffectiveness Proposition," **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 22, No.3, August 1990.

GREENE, William H.; **Econometic Analysis**, 2nd ed., New York: Macmillan Publishing, 1993.

GORDON, Robert J.; **Macroeconomics**, 5th Ed., The USA: Harper Collins Publishers, 1990.

GUJARATI, Damodar N.; **Basic Ekonometrics**, 2nd ed, Singapore: McGraw-Hill, 1994.

_____; **Temel Ekonometri**, Çev. Ümit Şenesen ve Gülay Günlük Şenesen, İstanbul: Literatür Yayınları, 1999.

GRAMLICH, Edward M.; "Monetary and Fiscal Policies," **Proceedings of the Academy of Political Science**, Vol. 33, No. 3, 1979.

GREEN, John H.; "Inflation Targeting: Theory and Policy Implications," **IMF Staff Papers**, Vol. 43, No. 4, December 1996.

GREENE, William H.; **Econometic Analysis**, 2nd ed., New York: Macmillan Publishing, 1993.

GREENSPAN, Alan; "Opening Remarks," **Achieving Price Stability**, The Federal Reserve Bank of Cansas City Publications, 1996, http://www.kc.frb.org/Publicat/sympos/1996/pdf/s96green.pdf, 01 Mart 2007.

GRILLI Vittorio, MASCIANDARO Donato, TABELLINI Guido; "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries," **Economic Policy**, Vol. 6, No. 13, October 1991.

GÜL Ekrem, EKİNCİ Aykut, GÜRBÜZ Arif Argun, **Enflasyonla Mücadelede Enflasyon Hedeflemesi**, Ankara: Ekin Yayınevi, 2006.

HOOVER, Kevin D.; "Two Types of Monetarism," **Journal of Economic Literature**, Vol. 22, No.1, March 1984.

HU, Yifan; "Empirical Investigations of Inflation Targeting," **Institute for International Economics Working Papers**, WP 03-6, July 2003.

IMF; **World Economic Outlook February 2008**, Building Institutions, Washington: International Monetary Fund.

IRELAND, Peter N.; "Expectations, Credibilty, and Time-Consistent Monetary Policy," **NBER Working Paper Series**, No:7234, July 1999.

KAHN George A., PARRİSH Klara; " Conducting Monetary Policy With Inflation Targets," **Federal Rezerve Bank of Kansas City Economic Review**, Vol.83, No:3, 1998.

KARABULUT, Gökhan; **Gelişmekte Olan Ülkelerde Finansal Krizlerin Nedenleri**, İstanbul: Der Yayınları, Yayın No.328, 2002.

KARACA, Orhan; "Enflasyon Hedeflemesi Gelişmekte Olan Ülkelerde Çalışır Mı?" **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, No. 2006/12, Ekim 2006.

KARAHAN, Özcan; "Türkiye'de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Programının Uygulanmasına İlişkin Oluşan Riskler ve Bu Risklerin Yönetim Politikaları," **Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi,** No.14, Güz 2005.

KHAN, Mohsin S.; " Current Issues in the Desing and Conduct of Monetary Policy," **IMF Working Papers**, WP/03/56, March 2003.

KILIÇBAY, Ahmet; **Ekonometrinin Temelleri**, İstanbul Üniversitesi Yayını, No.2701, 1980.

KMENTA, Jan; **Element of Econometrics**, 2nd ed., New York: Macmillan Publishing, 1986.

KNIGHT, Malcolm; "Stability and Economic Growth: The Role of the Central Bank," Speech by General Manager of the BIS at a Conference on Organised by the Bank of Mexico to Commemorate its 80th birthday, Mexico City, 14-15 November 2005. http://www.bis.org/speeches/sp051114.htm, 19 Mayıs 2008.

LAIDLER, David; "Inflation and Unemployment in an Open Economy: A Monetarist View," **Canadian Public Policy**, Vol.7, April 1981.

LEVİN Andrew T., NATALUCCİ Fabio M., PİGER Jeremy M.; "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting," **Federal Reserve Bank of St.Louis Rewiev**, Vol. 86, No. 4, July/August 2004.

LOHMANN, Susanne; "Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility," **The American Economic Review**, Vol. 82, No.1, March 1992.

LOVELL, Michael C.; "Test of Rational Expectations Hypothesis," **The American Economic Review**, Vol 76, No.1, March 1986.

MALATYALI, N. Kamuran; " Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği," **DTP Çalışma Raporları**, No: 1998/01, Mart 1998.

MASSON Paul R., SAVASTANO Miguel A., SHARMA Sunil; "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries" **IMF Working Papers**, WP/97/130, October 1997.

_____; "Can Inflation Targeting Be a Framework for Monetary Policy in Developing Countries," **Finance&Development**, March 1998.

MILLAR, Jonathan; " The Effects of Butget Rules on Fiscal Performance and Macroeconomic Stabilization," **Bank of Canada Working Paper**, WP No. 97/15, June 1997.

MISHKIN Frederic S., POSEN Adam S.; "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries," **NBER Working Paper Series**, No: 6126, August 1997.

_____; "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries," **Federal Rezerve Bank of New York Economic Policy Review**, Vol. 3, No: 3, August 1997.

MISHKIN Frederic S., SAVASTANO Miguel A.; "Monetary Policy Strategies for Latin America," **Journal of Development Economics**, October 2001.

_____; “Monetary Policy Strategies for Emerging Market Countries: Case Studies from Latin America,” **Comparative Economic Studies,** Vol. XLIV, No. 2, Summer 2002.

_____; “Monetary Policy Strategıes For Emergıng Market Countrıes: Lessons From Latın Amerıca,” **IMF Research Department**, January 2002.

_____; “Monetary Policy Strategies for Latin America”, **Journal of Development Economics**, October 2001.

MISHKIN Frederic S., SCHMIDT-HEBBEL Klaus; “One Decade of Inflation-Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know,” **NBER Working Paper Series**, No: 8397, July 2001.

MISHKIN, Frederic S.; “Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?,” **NBER Working Paper Series**, No: 10646, July 2004.

_____; “Inflation Targeting in Emerging Market Countries,” **NBER Working Paper Series**, No: 7618, March 2000.

_____; “International Experiences wiht Different Monetary Policy Regimes,” **NBER Working Paper Series**, No: 7044, March 1999.

_____; “Strategies for Controlling Inflation,” **NBER Working Paper Series**, No: 6122, August 1997.

_____; “What Should Central Banks Do?” **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, Vol. 82, No. 6, November/December 2000.

_____; **Para Teorisi-Politikası,** çev. İlyas Işılar, Ahmet Çakmak ve Suat Yavuz, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 2000.

_____; **The Economics of Money, Banking, and Financial Market**, 3rd Ed., New York: Harper Collins Publishers, 1992.

MORANDE Felipe, SCHMIDT-HEBBEL, Klaus; “Monetary Policy and Inflation Targeting in Chile”, **Inflation Targeting in Practice**, IMF, Washington

D.C: Ed.by. Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Sergio Werlong, 2000.

MUTH, John A.; "Rational Expectations and the Theory of Price Movements," **Econometrica,** Vol 29, No. 6 ,1961.

NEUMANN Manfred J.M. and HAGEN, Jürgen von; "Does Inflation. Targeting Matter?" **Federal Reserve Bank of St.Louis Rewiev**, Vol. 84, No. 4, July/August 2002.

NICIAS, Tito; "The Brazilian Inflation Targeting Experinces," **Inflation Targeting Experinces**, Inflation Targeting Conferance held by The Central Bank of The Republıc of Turkey, 19-20 October Ankara, 2000.

OKTAR, Suat; **Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı**, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 1998.

_____; **Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**, İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi, 1996.

ORHAN Osman Z. ve ERDOĞAN Seyfettin; **Para Politikası**, İstanbul: Avcı Ofset, 2005.

_____; **Para Politikası**, Genişletilmiş ve Gözden Geçirilmiş 4. Baskı, Ankara: Yazıt Yayın-Dağıtım, 2007.

ÖĞRETMEN, Eren; "Enflasyon Hedeflemesi: Uygulama Özellikleri," **TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü**, Temmuz 2004.

ÖZDEMİR K.Azim ve ŞAHİNBEYOĞLU Gülbin; "Alternatif Döviz Kuru Sistemleri," **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, Eylül 2001.

ÖZTÜRK, Serdar; "Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye Örneği," **Dış Ticaret Dergisi**, Sayı 29, Temmuz 2003.

_____; "Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikası ve Türkiye'de Uygulanabilirliği," **(İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi**,) 2003.

PARASIZ, İlker; **Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar**, Bursa, Ezgi Basımevi, 2001.

PERSSON Torsten, TABELLINI Goido; "Political Economics and Macroeconomics Policy" **NBER Working Paper Series**, No: 6329, December 1997.

PETURSSON, Thoraninn G.; "Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary Policy?,"**Central Bank of Iceland Monetary Bulletin**, 2000.

SAMUELSON Paul A. and NORDHAUS William D.; **Economics**, 4th Ed., Singapore: McGraw-Hill Publishers, 1992.

SANTOMERO Anthony M. and SEATER John J.; "The Inflation-Unemployment Trade-Off: A Critique of the Literature,"**Journal of Economic Literature**, Vol. 6, No. 2, June 1978.

SARGENT, Thomas J., "**Rational Expectations**," http://www.econlib.org/library/Enc/RationalExpectations.html, 08 Ocak 2008.

SCARLATA, Jodi; "Inflation Targeting," **Macroeconomic Management**, Washington DC: Ed.by., Mohsin S. Khan, Saleh M. Nsouli and Chorng-Huey Wong, IMF Institute, 2002.

SCHMIDT-HEBBEL Klaus, TAPIA Matias; "Monetary Policy Implementation and Results in Twenty İnflation-Targeting Countries," **Central Bank of Chili Working Papers**, No.166, 2002.

SCHMIDT-HEBBEL, Klaus and Werner, Alejandro "Inflatıon Targetıng In Brazıl, Chıle, and Mexıco: Performance, Credıbılıty, and The Exchange Rate," **Central Bank of Chile Working Papers**, No. 171, July 2002.

SERDENGEÇTİ, Süreyya; **Merkez Bankasının Bağımsızlığı Konulu Konferans**, Muğla, 25 Şubat 2005, http://www.tcmb.gov.tr/, 22 Mayıs 2008.

SIMS, Christopher A.; "John B. Taylor: Monetary Policy Rules" **Journal of Economic Literature**, Vol.39, No.2, June 2001.

SVENSSON, Lars E. O.; " Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targeting," **Forthcoming in European Economic Rewiev**, October 1996.

_____; " Monetary Policy and Inflation Targeting," **NBER Reporter**, Winter 1997/98.

_____; " Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: A Free Lunch?," **Institute for International Economic Studies**, Stockholm University, August 1997. http://www.princeton.edu/SVENSSON/, 22 Mart 2007.

_____; "Challanges for Monetary Policy," Bellagio Group Meeting**, Paper of National Bank of Belgium**, January 2004, www.princeton.edu/~SVENSSON, 25 Mayıs 2007.

_____; "Price Stabilty as a Target for Monetary Policy: Defining and Maintaining Price Stabilty," **NBER Working Paper Series**, No:7276, August 1999.

_____; "What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules," **Journal of Economic Literature**, Vol. 41, No. 2, June 2003.

_____; "Inflation Targeting," **The New Palgrave Dictionary of Economics**, 2nd ed. by Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume, December 2006.

TARI, Recep; **Ekonometri**, İstanbul: Alfa Yayınevi, 2. Baskı, 2002.

_____; **Ekonometri**, İstanbul: Avcı Ofset, Gözden Geçirilmiş 5. Baskı, 2008.

TELMAN, Ö.Turgut; **Merkez Bankalarının Bağımsızlığı**, İstanbul: y.y.,1994.

TCMB; **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı**, Ankara: İletişim Genel Müdürlüğü Yayını, 2006

TCMB; **Yıllık Rapor**, Para Politikası ve Piyasalar, 2001.

TCMB; **Enflasyon Raporu**, 2008/I.

TCMB; **Enflasyon Raporu**, 2008/II.

TCMB; **Enflasyon Raporu**, 2008/III.

TOBB; **Ekonomik Rapor 2001**, TOBB Yayını, 2002.

TOBB; **Ekonomik Rapor 2006**, TOBB Yayını, 2007.

USTA, Bülent; "Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği," **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Uzmanlık Tezi**, 2003.

YILMAZ, Durmuş; **Para Politikaları Konulu Konferans**, Diyarbakır, 5 Haziran 2008, http://www.tcmb.gov.tr/, 6 Haziran 2008.

WALSH, Carl E.; " Transparency, Flexibility, and Inflation Targeting," **Central Bank of Chile Working Papers**, No: 401, December 2006.

WOODFORD, Michael; "Fiscal Requirements for Price Stability," **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 33, No.3, August, 2001.

WORLD BANK; **World Bank List of Economies**, July 2007. http://www.worldbank.org/, 12 Mart 2008.

YAY, Gülsün Gürkan; "Chicago Okulu, Milton Friedman ve Monetarizm," **Liberal Düşünce Dergisi**, 2001.

EKLER

EK–1

ÖRNEKLEM HACMİ

Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler: Güney Afrika, Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru, Filipinler, Tayland, Macaristan, Polonya.

Enflasyon Hedeflemesi Uygulamayan Ülkeler: Angola, Arjantin, Bahreyn Krallığı, Bangladeş, Barbados, Belize, Benin, Butan, Bolivya, Botsvana, Bulgaristan, Burkina Faso, Burundi, Kamerun, Merkez Afrika Cumhuriyeti, Kostarika, Dominik, Dominik Cumhuriyeti, Ekvator, Mısır, Salvador, Ekvator Gine, Etiyopya, Fiji, Guatemala, Gine-Bissau, Guana, Haiti, Honduras, Hindistan, Endonezya, İran İslam Cumhuriyeti, Jamaika, Jordan, Kenya, Kuvveyt, Lesoto, Libya, Madagaskar, Malavi, Malezya, Malta, Maritus, Morokko, Mozambik, Maynmar, Nepal, Nijer, Nijerya, Pakistan, Panama, Papua Yeni Gine, Paraguay, Katar, Romanya, Revanda, Samoa, Suudi Arabistan, Senegal, Seychelles, Serra Leone, Solomon Adaları, Srilenka, St. Kıtts ve Nevıs, St. Lucıa, St. Vıncent, ve Grens., Swazıland, Syrıan Arab Cumhuriyeti, Tanzanya, Togo, Trınıdad ve Tobago, Tunus, Türkiye, Uganda, Uruguay, Venezuela Cumhuriyeti, Vietnam, Zimvable.

EK–2

TABLO–6. REGRESYON ANALİZİ

Bağımlı Değişken: Enflasyon Ortalaması

Dependent Variable: ENF_ORT_POST_PRE
Method: Least Squares
Date: 03/24/08 Time: 21:53
Sample: 1 88
Included observations: 88

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	12.31985	4.826470	2.552559	0.0125
ENF_ORT_PRE	-0.994135	0.041151	-24.15796	0.0000
DUMMY	-9.010945	15.44801	-0.583308	0.5612

R-squared	0.893713	Mean dependent var	-26.26239
Adjusted R-squared	0.891212	S.D. dependent var	127.2759
S.E. of regression	41.97942	Akaike info criterion	10.34573
Sum squared resid	149793.1	Schwarz criterion	10.43019
Log likelihood	-452.2122	Hannan-Quinn criter.	10.37976
F-statistic	357.3607	Durbin-Watson stat	1.065532
Prob(F-statistic)	0.000000		

Bağımlı Değişken: Enflasyonun Standart Sapması

Dependent Variable: ENF_STSAP_POST_PRE
Method: Least Squares
Date: 03/24/08 Time: 21:55
Sample: 1 88
Included observations: 88

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.389253	4.546016	2.065380	0.0419
ENF_STSAP_PRE	-0.999783	0.017842	-56.03413	0.0000
DUMMY	-7.642085	14.42519	-0.529774	0.5976

R-squared	0.977316	Mean dependent var	-53.36772
Adjusted R-squared	0.976782	S.D. dependent var	261.8993
S.E. of regression	39.90695	Akaike info criterion	10.24447
Sum squared resid	135368.0	Schwarz criterion	10.32893
Log likelihood	-447.7569	Hannan-Quinn criter.	10.27850
F-statistic	1831.030	Durbin-Watson stat	1.042862
Prob(F-statistic)	0.000000		

Bağımlı Değişken: Büyümenin Ortalaması

Dependent Variable: BO_ORT_POST_PRE
Method: Least Squares
Date: 03/24/08 Time: 21:55
Sample: 1 88
Included observations: 88

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.733730	0.436207	8.559534	0.0000
BO_ORT_PRE	-0.869192	0.051863	-16.75952	0.0000
DUMMY	0.751286	1.100597	0.682616	0.4967

R-squared	0.771138	Mean dependent var	-0.557440
Adjusted R-squared	0.765753	S.D. dependent var	6.661191
S.E. of regression	3.223957	Akaike info criterion	5.212593
Sum squared resid	883.4816	Schwarz criterion	5.297047
Log likelihood	-226.3541	Hannan-Quinn criter.	5.246617
F-statistic	143.2011	Durbin-Watson stat	2.287449
Prob(F-statistic)	0.000000		

Bağımlı Değişken: Büyümenin Standart Sapması

Dependent Variable: BO_STSAP_POST_PRE
Method: Least Squares
Date: 03/24/08 Time: 21:56
Sample: 1 88
Included observations: 88

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.972983	0.375349	7.920585	0.0000
BO_STSAP_PRE	-0.969484	0.018911	-51.26502	0.0000
DUMMY	-1.666763	1.027632	-1.621945	0.0985

R-squared	0.968699	Mean dependent var	-4.620240
Adjusted R-squared	0.967963	S.D. dependent var	17.09297
S.E. of regression	3.059451	Akaike info criterion	5.107844
Sum squared resid	795.6206	Schwarz criterion	5.192299
Log likelihood	-221.7452	Hannan-Quinn criter.	5.141869
F-statistic	1315.304	Durbin-Watson stat	1.899041
Prob(F-statistic)	0.000000		

EK–3

TABLO–6. REGRESYON ANALİZİ

Değişen Varyans Araştırması: White Testi

1. Regresyon

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.067687	Prob. F(4,83)	0.9915
Obs*R-squared	0.286123	Prob. Chi-Square(4)	0.9907
Scaled explained SS	10.31752	Prob. Chi-Square(4)	0.0354

2. Regresyon

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.037956	Prob. F(4,83)	0.9972
Obs*R-squared	0.160675	Prob. Chi-Square(4)	0.9969
Scaled explained SS	5.950969	Prob. Chi-Square(4)	0.2028

3. Regresyon

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.823649	Prob. F(4,83)	0.1320
Obs*R-squared	7.109225	Prob. Chi-Square(4)	0.1302
Scaled explained SS	15.29383	Prob. Chi-Square(4)	0.0041

4. Regresyon

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.670256	Prob. F(4,83)	0.7346
Obs*R-squared	2.197244	Prob. Chi-Square(4)	0.7126
Scaled explained SS	3.257659	Prob. Chi-Square(4)	0.5748