

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ*SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT PROGRAMI

147086

FİYAT İSTİKRARININ SAĞLANMASINDA ALTERNATİF PARA
POLİTİKALARI VE TÜRKİYE

YÜKSEK LİSANS TEZİ

Nuran ÖZTÜRK

147086

ARALIK-2004

TRABZON

KARADENİZ TEKNİK ÜNİVERSİTESİ*SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

İKTİSAT ANABİLİM DALI

İKTİSAT PROGRAMI

FİYAT İSTİKRARININ SAĞLANMASINDA ALTERNATİF PARA
POLİTİKALARI VE TÜRKİYE

Nuran ÖZTÜRK

Karadeniz Teknik Üniversitesi-Sosyal Bilimler Enstitüsü'nce

Bilim Uzmanı (İktisat)

Unvanı Verilmesi İçin Kabul Edilen Tez'dir.

Tezin Enstitüye Verildiği Tarih : 23.11.2004

Tezin Sözlü Savunma Tarihi : 20.12.2004

Tezin Danışmanı : Doç. Dr. Haydar AKYAZI

Jüri Üyesi : Prof. Dr. Hasan ÖZYURT

Jüri Üyesi : Doç. Dr. Taner ACUNER

Enstitü Müdürü : Prof. Dr. Osman PEHLİVAN

Aralık-2004

TRABZON

0. SUNUŞ

00. Önsöz

Bretton Woods sisteminin yıkılmasından sonra dünya ticaretinde büyük paya sahip olan ülkelerin, dalgalı ya da ayarlanabilir döviz kuru sistemine dayalı ya da bir veya daha fazla parasal gösterge ile ilgili hedeflerini önceden açıkladıkları bir para politikası izledikleri görülmektedir. Ancak, ulusal ve uluslararası finansal piyasalarda yaşanan gelişmelere bağlı olarak parasal göstergeler ve döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasında bazı sorunlar yaşanmaya başlanmıştır. Bu gelişmeler sonucunda ortaya çıkan nominal çapa arayışları enflasyon hedeflemesi ile son bulmuştur. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde, enflasyon oranının kendisi nominal çapa olarak kullanılmaktadır.

Türkiye’de uygulanan para politikaları incelendiğinde, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi politikasının başarılı olmadığı görülmektedir. Geline nokta itibariyle enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarını sağlamada bir alternatif olup olamayacağı yoğun bir şekilde tartışılmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, fiyat istikrarının sağlanmasında kullanılan parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesini teorik ve uygulama yönleriyle inceleyerek, Türkiye’de hangi nominal çapanın kullanılmasının uygun olabileceği konusunda bir bakış açısı ortaya koyabilmektedir.

Çalışmanın hazırlanmasında katkılarından dolayı danışman hocam sayın Doç Dr. Haydar AKYAZI’ya, sayın Öğr.Gör.Seyfettin ARTAN’a, sayın Arş.Gör.Servet CEYLAN’a ve sevgili aileme ve arkadaşlarıma teşekkürü borç bilirim.

Trabzon, Aralık 2004

Nuran ÖZTÜRK

01.İçindekiler

	<u>Sayfa Nr.</u>
0. SUNUŞ.....	III
00.Önsöz.....	III
01.İçindekiler.....	IV
02.Özet.....	IX
03.Summary.....	X
04.Tablolar Listesi.....	XI
05.Şekiller Listesi.....	XII
06.Grafikler Listesi.....	XIII
07.Kısaltmalar Listesi.....	XIV
GİRİŞ.....	1-4

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİYAT İSTİKRARI KAVRAMI.....	5-35
10. Fiyat İstikrarı İle İlgili Tanımlamalar.....	5
11. Fiyat İstikrarının Yararları.....	7
12. Sıfır Enflasyon Oranı.....	12
13. Fiyat Seviyesi Hedeflemesi.....	16
14. Pozitif Bir Enflasyon Oranı.....	20
15. Fiyat İstikrarının Önemi ve Uzun Dönemde Para Politikasının Öncelikli Amacının Olmasının Nedenleri.....	23
16. İhtiyari ve Kurala Bağlı Para Politikası.....	25
17. Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Nominal Çapa Kullanımı.....	27
170. Nominal Çapa Kavramı ve Türleri.....	27
1700. Metal Standardı.....	29
1701. Bretton Woods Sistemi.....	31
1702. Diğer Nominal Çapalar.....	32

171. Nominal Çapa(Ara Hedef) Seçiminde Dikkat Edilmesi Gereken Hususlar.....	34
--	----

İKİNCİ BÖLÜM

2. DÖVİZ KURU HEDEFLEMESİ.....	36-83
20. Döviz Kuru Hedeflemesinin Avantajları.....	39
21. Döviz Kuru Hedeflemesinin Dezavantajları.....	41
22. Serbest Dalgalı Döviz Kuru Rejimi.....	44
23. Yönetimli Dalgalanma Döviz Kuru Rejimi.....	46
24. Sabit Döviz Kuru Rejimi.....	48
240. Para Kurulu.....	49
2400. Tanım ve Özellikleri.....	49
2401. Avantaj ve Dezavantajları.....	59
2402. Uygulama Şartları.....	65
2403. Para Kurulu Ülke Uygulamaları.....	66
24030. Arjantin Para Kurulu Uygulaması.....	66
24031. Estonya Para Kurulu Uygulaması.....	69
24032. Bulgaristan Para Kurulu Uygulaması.....	71
25. Döviz Kuru Uygulamalarının Performansı.....	75
250. Arjantin'in Para Kurulu Performansı.....	76
251. Estonya'nın Para Kurulu Performansı.....	78
252. Bulgaristan'ın Para Kurulu Performansı.....	81

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. PARASAL HEDEFLEME VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ.....	84-152
30. Parasal Hedefleme Stratejisi.....	84
300. Tanımı.....	84
301. Özellikleri.....	87
302. Avantajları ve Dezavantajları.....	88
303. Parasal Hedefleme Ülke Uygulamaları.....	90

3030.	ABD, İngiltere, Kanada'da Parasal Hedefleme Uygulamaları.....	90
3031.	Almanya ve İsviçre'de Parasal Hedefleme Uygulamaları...	92
31.	Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi.....	97
310.	Tanımı.....	97
311.	Özellikleri.....	98
312.	Enflasyon Hedeflemesinin Avantaj ve Dezavantajları.....	100
313.	Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi İçin Ön Koşullar.....	105
3130.	Tam Bağımsız Bir Merkez Bankası.....	105
3131.	Mali Baskınlığın Olmaması.....	106
3132.	Gelişmiş Bir Para ve Sermaye Piyasası.....	108
3133.	İleri Düzeyde Ekonometrik Modeller.....	109
3134.	Makul Bir Enflasyon Oranı.....	110
3135.	Başka Bir Nominal Çapanın Olmaması.....	110
314.	Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik.....	113
315.	Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi İle İlgili Teknik Konular.....	116
3150.	Uygun Fiyat Endeksinin Belirlenmesi.....	116
3151.	Nokta veya Bant Hedefi Tercihi.....	119
3152.	Hedef Enflasyon Oranı.....	121
3153.	Hedefleme Döneminin Uzunluğu.....	122
3154.	Hedefin İlanı.....	124
316.	Enflasyon Hedeflemesinde Ülke Uygulamaları.....	125
3160.	Yeni Zelanda'nın Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması.....	131
3161.	Brezilya'nın Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması.....	135
3162.	Polonya'nın Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması.....	137
317.	Parasal Hedefleme ve Enflasyon Hedeflemesinin Performansı.....	140
3170.	Parasal Hedefleme Uygulamalarının Performansı.....	141
31700.	ABD, İngiltere ve Kanada Parasal Hedefleme Performansları.....	141
31701.	Almanya ve İsviçre'nin Parasal Hedefleme Performansları.....	145
3171.	Enflasyon Hedeflemesi Uygulamalarının Performansı.....	147

31710.	Yeni Zelanda'nın Enflasyon Hedeflemesi Performansı.....	148
31711.	Brezilya'nın Enflasyon Hedeflemesi Performansı.....	149
31712.	Polonya'nın Enflasyon Hedeflemesi Performansı	150

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4.	TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI VE NOMİNAL ÇAPA UYGULAMALARI.....	153-207
40.	Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları.....	153
400.	1986 Öncesi Para Politikası.....	153
4000.	1958 İstikrar Programı.....	158
4001.	Kontrollü Para Politikası Dönemi(1960-1970).....	159
4002.	1970-1980 Dönemi.....	160
4003.	24 Ocak 1980 Kararları.....	161
401.	1986-1990 Dönemi Para Politikası.....	164
402.	1990-2000 Dönemi.....	167
403.	2000 Yılı ve Sonrasında Uygulanan Para Politikaları ve İstikrar Programları.....	172
4030.	2000 Enflasyonu Düşürme Programı.....	172
40300.	Kasım 2000 Krizi.....	175
40301.	Şubat 2001 Krizi.....	176
4031.	Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı.....	177
4032.	2002 Yılı Sonrasında Uygulanan Para Politikaları.....	180
41.	Türkiye'de Kullanılan Nominal Çapalar ve Uygun Nominal Çapa Seçimi	184
410.	Türkiye'de Kullanılan Nominal Çapalar.....	184
4100.	Parasal Hedefleme.....	185
4101.	Döviz Kuru Hedeflemesi.....	193
4102.	Enflasyon Hedeflemesi.....	196
41020.	Merkez Bankasının Bağımsızlığı.....	198
41021.	Mali Baskılığın Olmaması.....	201
41022.	Enflasyon Hedeflemesi İçin Diğer Koşullar.....	206

5.GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇLAR.....	208-214
YARARLANILAN KAYNAKLAR.....	215-239
ÖZGEÇMİŞ.....	240



02.Özet

1970'li yıllarda yaşanan yüksek enflasyon, ekonomik ve sosyal alanda önemli sorunlara yol açmıştır. Olumsuz sonuçlara yol açan enflasyon sorununu gidermek amacıyla, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi gibi çeşitli nominal çapalar kullanılmıştır. Bunlardan parasal hedefleme stratejisi, parasal göstergelerle enflasyon arasındaki ilişkinin zayıflaması; döviz kuru hedeflemesi de uluslararası sermaye hareketleri gibi bir takım nedenlere bağlı olarak fiyat istikrarını sağlamada başarılı olamamışlardır. Böylece yeni nominal çapa arayışları da hızlanmıştır. Bunun sonucunda ilk kez 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi stratejisi alternatif bir parasal strateji olarak ortaya çıkmıştır.

Türkiye'de de, günümüze kadar uygulanan bir çok istikrar programının başarıya ulaşamaması nedeniyle, yeni bir nominal çapa ihtiyacı kendisini hissettirmiştir. Nitekim 2001 yılında hazırlanan istikrar programında, şartların oluşması durumunda, enflasyon hedeflemesine geçileceği açıklanmıştır.

Bu çalışmada, fiyat istikrarı kavramı, parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi stratejileri teorik ve uygulama yönleriyle ele alınmıştır. Buradan elde edilen bilgilerin ışığında, Türkiye'de uygulanan para politikaları değişik yönleriyle irdelenmiş ve Türkiye için hangi nominal çapanın uygun olabileceği tartışılmıştır.

Gelinen nokta itibarıyla Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin uygulanması için gerekli şartların henüz oluşmadığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla Türkiye için mevcut şartlar devam ettiği sürece, halen uygulanmakta olan *ikili nominal çapanın* yani enflasyon oranı ve parasal göstergelerin birlikte hedeflenmesinin en uygun para politikası stratejisi olacağı sonucuna varılmıştır.

03. Summary

High inflation which Turkey experienced in 1970s have brought about important problems in economic and cultural areas. In order to eliminate the high inflation with negative outcomes it has been used various nominal anchor such as monetary targeting and exchange rate targeting. On the one hand strategy based on monetary targeting has not been successful in terms of securing monetary stability, because of different reasons such as weakening relationship between monetary indicators and inflation. On the other hand, exchange rate targeting also has fallen down as result of various reasons such as international monetary movements. Thus, new nominal anchor efforts has come into agenda. As a result of this efforts inflation targeting which New Zealand putted into practice in 1990 firstly has emerged as an alternative monetary strategy.

As a result of falling down of many programs for stabilization need for a new nominal anchor has been perceived in Turkey, too. In this context, it has been declared in the stabilization program prepared in 2001, if the conditions exist, inflation targeting will be putted into practice.

In this study, it has been evaluated the concepts of price stability, monetary targeting, exchange rate targeting and inflation targeting in terms of the theory and practice. In the light of this evaluation, different aspects of monetary policies practiced in the past have been examined and which anchor is suitable for Turkey has been debated.

In the end, it has been concluded that necessary conditions for inflation targeting in Turkey have not been created yet at this point. Thus it has been argued that as long as existing conditions continue *double nominal anchor* practicing today, i.e., inflation rate and monetary indicators simultatenously, will be the best suitable strategy for monetary policy.

04.Tablolar Listesi

<u>Tablo Nr.</u>	<u>Tablonun Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Fiyat İstikrarının Sağlanması Ekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi(Bulg.)	9
2	Para Kuruluyula İlgili Bazı Tanımlamalar.....	49
3	Para Kurulu Düzenlemesi Altında Bulgaristan Ulusal Bankası Bilanço Yapısı.....	73
4	Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Döviz Kuru Rejimleri.....	112
5	Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Kullandığı İletişim Araçları.....	115
6	Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Kullanılan Endeksler.....	118
7	Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Uygulayan Ülkelerin Temel Özellikleri.....	127
8	Polonya’da Para Politikası Düzenlemeleri.....	138
9	1950-1960 Döneminde Uzun Vadeli Mevduat, Kısa Vadeli Kredi Faiz Oranları ve Enflasyon Oranı.....	157
10	1949-1960 Döneminde Para Arzında, Banka Kredilerinde ve GSMH’da Gelişmeler.....	157
11	Temel Ekonomik Göstergeler(1980-1986).....	164
12	Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı İle Hedeflenen Enflasyon Oranları.....	179
13	Merkez Bankası Para Programları.....	186
14	Türkiye’de Mali Derinlik ve Mali Baskınlık Göstergeleri.....	203
15	Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Bütçe Açık. GSYİH’ya Oranı(%)..	204
16	Ülke Grupları Açısından Mali Baskınlık ve Mali Derinlik Oranlarını(1995 , %)...	206
17	Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Mali Derinlik.....	206

05. Şekiller Listesi

<u>Şekil Nr.</u>	<u>Şekil Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Enflasyon Hedeflemesi ve Fiyat Seviyesi Hedeflemesinin İşleyişi.....	18
2	Merkez Bankası, Ticari Bankalar ve Piyasa İlişkileri.....	108



06.Grafikler Listesi

<u>Grafik Nr.</u>	<u>Grafik Adı</u>	<u>Sayfa Nr.</u>
1	Arjantin'in Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeleri.....	76
2	Estonya'nın Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeleri.....	79
3	Bulgaristan'ın Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeleri.....	81
4	ABD'nin Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeleri.....	142
5	İngiltere'nin Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeleri.....	143
6	Kanada'nın Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeleri.....	144
7	Almanya'nın Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeleri.....	146
8	İsviçre'nin Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeleri.....	146
9	Yeni Zelanda'nın Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeleri.....	148
10	Brezilya'nın Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeleri.....	150
11	Polonya'nın Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeleri.....	151
12	Türkiye'de Mali Derinlik ve Mali Baskınlık.....	203
13	Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Mali Baskınlık.....	205

07. Kısaltmalar Listesi

AB	: Avrupa Birliği
APB	: Avrupa Para Birliği
AGÜ	: Az Gelişmiş Ülkeler
BA	: Bütçe Açığı
BBYKP	: Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı
CPI	: Tüketici Fiyatları Endeksi
CPIX	: Kredi Hizmetlerini İçermeyen Tüketici Fiyat Endeksi
DÇM	: Döviz Çevrilebilir Mevduat
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senedi
DM	: Alman Markı
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
DTH	: Döviz Tevdiat Hesapları
ECU	: Avrupa Para Birimi
EMU	: Avrupa Para Birliği
ERM	: Döviz Kuru Mekanizması
EURO	: Avrupa Birliği Para Birimi
FED	: ABD Merkez Bankası
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İBYKP	: İkinci Beş Yıllık Kalkınma Planı
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İUB	: İsviçre Ulusal Bankası
KDV	: Katma Değer Vergisi
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
KKBG	: Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
MB	: Merkez Bankası
NDV	: Net Dış Varlıklar

NİV	: Net İç Varlıklar
NUR	: Net Uluslararası Rezervler
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı
PPK	: Para Politikası Konseyi
PTA	: Politika Hedefleri Anlaşması
RPIX	: İpotek Faiz Oranları Hariç Tüketici Fiyat Endeksi
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyat Endeksi
TL	: Türk Lirası
TMO	: Toprak Mahsulleri Ofisi
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
ÜBYKP	: Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı



GİRİŞ

1970'li yıllarda meydana gelen I. ve II. petrol şoklarıyla enflasyon sorunu dünyanın gündemine oturmuştur. Fiyatlar genel seviyesinde meydana gelen artışlar, hayat standardının düşmesi, paranın fonksiyonlarını yerine getirememesi, fiyat sisteminin işlerliğini kaybetmesi, yatırımcıların ve tüketicilerin önlerini görememeleri gibi bir çok olumsuz sonucun ortaya çıkmasına neden olmuştur.

Bu noktada fiyat istikrarı kavramı öne çıkmaktadır. Genel kabul görmüş bir tanıma göre fiyat istikrarı, karar alıcıların, ileriye yönelik yatırım ve tüketim gibi ekonomik kararlarını almada dikkate almaya gerek duymayacakları düşüklükte bir enflasyon oranıdır.

Enflasyon oranının ne kadar düşük olması gerektiği konusunda ise tartışmalar devam etmektedir. Bu noktada üç farklı fiyat istikrarı tanımlaması söz konusudur: Sıfır enflasyon, fiyat seviyesi hedeflemesi ve pozitif bir enflasyon oranı. Bu tanımlamalar çeşitli yönlerden birbirlerine üstünlük sağlamakla birlikte, genel kabul gören görüşe göre fiyat istikrarı denildiğinde yıldan yıla çok fazla artış göstermeyen pozitif bir enflasyon oranı anlaşılmalıdır.

Para politikasının tarihsel süreç içinde geçirdiği evrimler ve teoride meydana gelen gelişmelerle düşük enflasyon oranının etkili bir para politikası sonucunda sağlanabileceği konusunda ekonomistler arasında bir fikirbirliği oluşmuştur. Üretimi teşvik edip işsizliği düşüren aktivist para politikasının etkilerinin, Milton Friedman tarafından önemle üzerinde durulan, uzun ve değişken gecikmelere sahip olması bu fikirbirliğinin sağlanmasında en önemli etken olmuştur. Para politikasının üretim artışını sağlamak amacıyla kullanılması durumunda, etkisinin belirsiz olması nedeniyle, üretimde dalgalanmaların meydana gelebileceği belirtilmiştir.

Phillips eğrisinin ifade ettiği, işsizlik oranı ile enflasyon oranı arasındaki değiş-tokuşun olmadığı tezinin genel kabul görmesi para politikasının yalnızca enflasyonu önlemek

amacıyla kullanılmasını gerektiren ikinci neden olarak karşımıza çıkmaktadır. Daha düşük işsizlik oranlarının daha yüksek enflasyon oranlarıyla elde edilemeyeceğinin anlaşılması üzerine enflasyonist politikalara son verilmiştir. Enflasyonist para politikasının yalnızca fiyatlar genel seviyesi üzerinde etkili olduğu ve uzun dönemde reel değişkenleri etkilemediği tezi ekonomistler arasında genel kabul görmektedir. Diğer bir deyişle kısa dönemli değiş-tokuşu işletme çabaları sadece yüksek enflasyonla sonuçlanacaktır.

Para politikasının yalnızca fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olması gerektiğini ortaya koyan bir diğer tez ise “zaman tutarsızlığı” problemidir. Bu problemin varlığı üretimi arttırmak amacıyla uygulanan para politikalarının, genişlemeci para politikalarına benzer bir şekilde, yüksek enflasyonla sonuçlanacağını belirtmektedir.

Enflasyonun ekonomik ve sosyal alanda yarattığı bozulmaların, bir diğer deyişle enflasyon maliyetlerinin farkına varılması para politikasının enflasyonu önlemek amacına yönelmesinin nedenlerinden birini oluşturmaktadır. Sürdürülebilir bir büyümenin sağlanması, hayat standardının yükseltilmesi ve gelir dağılımında adaletin sağlanması gibi bir ülke için en öncelikli amaçların gerçekleştirilmesi için fiyat istikrarının şart olduğu genel kabul görmektedir.

Merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamak amacıyla uygulayacakları para politikalarının kurala bağılı olması tercih edilmektedir. İhtiyari politikalar, politikacıların uygulayacakları politikaları popülist amaçlı kullanmalarına zemin hazırlamaktadır. Politikacılar, politikaların belirlenmesinde de belli bir keyfilik kazanmaktadırlar. Bu da ileriye yönelik belirsizliklerin artması anlamına gelmektedir. Bu ve benzeri sorunların ortadan kaldırılması amacıyla kurala bağılı politikalar uygulanmaktadır.

Nominal çapalar para politikası uygulayıcılarının istikrarlı bir fiyat seviyesini sağlamak amacıyla kullandıkları nominal değerlerdir. Nominal çapalar, uygulanan politikaların daraltıcı etkiler mi yoksa genişletici etkiler mi yarattığı konusunda bilgi sağlamaları, enflasyona yönelik beklentileri yönlendirmeleri ve zaman tutarsızlığı probleminin ortaya çıkmasını engellemesi gibi avantajlara sahiptir.

Parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi yaygın olarak kullanılan nominal çapalardır. Döviz kuru hedeflemesi, döviz kurlarının nominal çapa olarak kullanıldığı sistemdir. Döviz kurunun çapa olarak kullanılması, fiyatlama kararlarını doğrudan etkileyen temel değişkenlerden birini önceden saptayarak belirsizliği azaltma mantığına dayanmaktadır. Döviz kuru hedeflemesi türlerinden en çok uygulanan politika olarak para kurulu karşımıza çıkmaktadır.

Parasal hedefleme politikası ise M1, M2 ve Rezerv Para gibi parasal büyüklükler üzerine nominal hedefler konulması esasına dayanmaktadır. Parasal hedefleme 1970'li yılların ortalarında gelişmiş ülkeler tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Bundesbank 1974 yılında ilk parasal hedefleme uygulayan Merkez Bankası olmuştur. İsviçre, ABD, Kanada ve İngiltere Almanya'yı takip eden ülkeler olmuşlardır.

Son yılların en popüler nominal çapası enflasyonun kendisidir. Enflasyon hedeflemesi ilk kez 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlanmış ve fiyat istikrarının sağlanmasında önemli başarılar elde etmişlerdir. Buna mukabil, enflasyon hedeflemesi günümüzde yirmiye aşkın ülke tarafından uygulanmaktadır. Bu stratejide merkez bankası tarafından ya da merkez bankası ile hükümet veyahut ta sadece hükümet tarafından tespit edilen enflasyon oranının hiçbir ara hedef kullanmadan doğrudan kendisi hedeflenmektedir.

Bu çalışmanın temel amacı, fiyat istikrarının sağlanmasında kullanılan parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi stratejilerini teorik ve uygulama yönleriyle ele almak, buradan elde edilen bilgiler ışığında Türkiye'de hangi stratejinin uygulanabileceğini belirlemeye çalışmaktır.

Bu amaçla, fiyat istikrarı, parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi ile ilgili olarak doğrudan ve dolaylı kaynaklara ulaşılmaya çalışılmıştır. Çalışmada internet birincil kaynak durumundadır. Bunların yanı sıra çeşitli yerli ve yabancı kitap, dergi ve gazete gibi kaynaklardan yararlanılmıştır.

Çalışma sonuç ve değerlendirme ile birlikte beş bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölümde fiyat istikrarı kavramı incelenmiş ve neden fiyat istikrarının sağlanması gerektiği üzerinde durulmuştur. Ayrıca fiyat istikrarını sağlamak amacıyla kullanılan “nominal çapa” kavramı da kısaca açıklanmaya çalışılmıştır.

İkinci bölümde döviz kuru hedeflemesi stratejisi incelenmiştir. Döviz kurunun tanımı, özellikleri, avantajları ve dezavantajlarının yanı sıra, döviz kuru politikalarına da değinilmiştir. Ayrıca döviz kuru hedeflemesinde ülke deneyimleri de incelenen konular arasındadır.

Üçüncü bölümde, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi stratejilerinin özellikleri, avantaj ve dezavantajlarının yanı sıra ülke uygulamalarına yer verilmiştir.

Dördüncü bölümde Türkiye’de uygulanan para politikaları incelenerek, bu politikaların uygulanmasıyla elde edilen sonuçlara değinilmiştir. Yine bu bölümde enflasyon hedeflemesinin Türkiye’de uygulanabilmesi için gerekli ön şartların sağlanıp sağlanmadığına değinilmiştir.

Genel değerlendirme ve sonuçlar bölümünde ise çalışmanın genelinden elde edilen bilgilerle bazı değerlendirme ve sonuçlara ulaşılmaya çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. FİYAT İSTİKRARI KAVRAMI

Bu başlık altında, fiyat istikrarı ile ilgili tanımlamaların yanı sıra, fiyat istikrarının yararları, sıfır enflasyon oranı, fiyat seviyesi hedeflemesi, pozitif enflasyon oranı, fiyat istikrarının önemi, ihtiyari ve kurala bağlı para politikası ve nominal çapa gibi konulara değinilecektir.

10. Fiyat İstikrarı İle İlgili Tanımlamalar

Fiyat istikrarının ne anlama geldiği hususu çok tartışılan bir konu olmakla birlikte, değişik tanımlamalarının yapıldığı görülmektedir. Örneğin, FED Başkanı Alan Greenspan tarafından yapılan ve genel kabul gören fiyat istikrarı tanımlamasına göre fiyat istikrarı denildiğinde, karar alıcıların ekonomik kararlarını almada fiyat seviyesinde beklenen değişimi dikkate almamaları anlaşılmalıdır. Bu tanımlamadan, fiyat istikrarının, ekonomik birimlerin yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade ettiği anlaşılmaktadır. Bu oranın gelişmiş ülkelerde, %1-%3 arasında olduğu kabul edilmektedir (www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/fiyat_istikrar.pdf).

Fiyat istikrarı bu şekilde tanımlanmakla birlikte, fiyat istikrarının sayısal bir değer olarak ifade edilip edilmemesine göre de tanımlama yapılmaktadır. Buna göre fiyat istikrarı 3 gruba ayrılmaktadır (www.boj.or.jp/en/seisaku/00/pb/data/k001013a.pdf): Birinci grupta, enflasyon hedefi benimsenmekte ve para politikası bu amaç doğrultusunda yönetilmektedir. İngiltere, Kanada, İsviçre ve Yeni Zelanda bu grupta gösterilebilir. İkinci grupta ise fiyat istikrarı sayısal bir değer olarak tanımlanmaktadır. Örneğin, Avrupa Merkez Bankası enflasyon hedeflemesini benimsememekle birlikte bunun yerine kantitatif bir fiyat istikrarı tanımlaması yapmaktadır. Fiyat istikrarı orta vadede tanımlanmıştır. Buna göre kısa dönemde uyumlaştırılmış tüketici fiyat endeksi (harmonized price index) artış

oranının %2 altında olması benimsenmiştir. Ancak bu tanım Mayıs 2003'te değiştirilmiştir. Yeni tanıma göre fiyat istikrarı AB genelinde uyumlaştırılmış TÜFE artış oranının yıllık bazda %2'nin altında fakat %2'ye yakın bir seviyede olması kararlaştırılmıştır (ÖĞRETMEN, 2004, s.17).

Üçüncü grupta ise halka ait kavramsal bir fiyat istikrarı tanımlaması yapıldığı görülmektedir. Bu tanımlamaya göre ise fiyat istikrarı sayısal bir hedef olarak tanımlanmamaktadır. Örnek olarak ABD Merkez Bankası Sistemi gösterilebilir. Bu yaklaşımda fiyat istikrarı ne enflasyonist ne de deflasyonist bir durumdur. Diğer bir deyişle hane halkı ve firmaları da içeren bütün ekonomik ajanların tüketim ve yatırım gibi ekonomik aktiviteler ile ilgili kararlarını fiyatlardaki dalgalanmalarla ilgilenmeksizin alabildiği durumdur.

Fiyat istikrarı, son birkaç yıldır, düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı olarak tanımlanmaktadır (www.centralbanking.co.uk/publications/journalist/pdf/CB_XII_3_king.pdf) ki bu tanım, uygulamadaki tanımlama olarak kabul edilmektedir. Nihayet fiyat istikrarı, bireysel mal ve hizmet fiyatları artsa bile tüm fiyat toplamları ortalamasının aynı kalması olarak da tanımlanabilir (www.boj.or.jp/en/seisaku/00/pb/data/k001013a.pdf).

Fiyat istikrarı terimi, literatürde üç farklı amaç için kullanılmıştır: Birinci amaç, sabit bir enflasyon oranıdır. Yani her yıl enflasyon oranının yaklaşık olarak aynı olmasıdır. İkincisi, sıfır enflasyon oranıdır(DOWN, 1995, s.2).

Fiyat istikrarı konusunda en önemli tartışma istikrarın hangi enflasyon yada deflasyon oranında sağlanması gerektiği üzerine yoğunlaşmaktadır. Bu oranın ne olması gerektiği, ülkelerin gelişmişlik düzeylerine bağlı olarak değişmektedir. Bugün için gelişmiş ülkelerde, %1 ile %3 arasındaki enflasyon oranının düşük enflasyon oranları olarak kabul edildiği görülmektedir (www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/fiyat_istikrar.pdf).

11. Fiyat İstikrarının Yararları

Fiyat istikrarının sağlanması hiç şüphesiz enflasyonun neden olduğu ekonomik ve sosyal sorunların ortadan kalkmasını ve hayat standardının yükselmesini sağlayacaktır. Fiyat istikrarının yararları enflasyonun neden olduğu sorunların giderilmesi olarak yorumlanmaktadır. Bunları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.

-Fiyat istikrarı, paranın çeşitli fonksiyonlarını en iyi şekilde gerçekleştirmesini sağlar. Para, değişim ve değer saklama aracı olma fonksiyonu ile fiyat istikrarını besleyen bir rejim altında standart bir değer olma; yani hesap birimi olma fonksiyonunu en iyi şekilde gerçekleştirebilmektedir. Böylece istikrar karşılaştırmalı değerlerin kurulabilmesi ve tam olarak ölçülmesi için fiyat sistemini çapalamaktadır.

-Fiyat istikrarı fiyat sisteminin daha iyi çalışmasına imkan tanır. Şöyle ki; fiyat istikrarı serbest pazar ekonomisinde fiyat sisteminin bilgi sağlama fonksiyonu ve kaynakların en verimli olduğu alanlarda kullanılmasını doğrudan etkileme fonksiyonunu yerine getirmesini sağlar. Fiyat istikrarı enflasyonist durum ile karşılaştırıldığında daha düşük enflasyon değişkenliği ve daha düşük fiyat dağılımı ile ilişkilidir. Daha düşük enflasyon fiyatlar arasındaki değişkenliği ya da fiyat sistemindeki çarpıklıkları ve rahatsızlıkları azaltır. Bunu fiyat sisteminin kaynak ayırımı fonksiyonunu ve bilgilendirme işlevini daha iyi gerçekleştirmesi takip etmektedir. Sonuç olarak ekonomi daha etkili yönetilmekte ve böylece daha hızlı büyümektedir.

-Fiyat istikrarı şeffaflığı, hesap verebilirliği ve kredibilitayı sağlar. Para politikasının ana amacının fiyat istikrarı olarak açıkça benimsenmesi, para politikasının şeffaflık, hesap verebilirlik ve kredibilite amaçlarına hizmet etmektedir. Dahası açık olarak enflasyon oranının hedeflemesi, para politikası yöneticilerini fiyat istikrarı konusundaki vaatlerine binaen eski kötü alışkanlıklarını devam ettirmeleri ve sözlerinden dönmeleri riskini azaltmaktadır.

-Fiyat istikrarı finansal disiplini geliştirir: Şöyle ki, açık fiyat ya da enflasyon hedeflemesi devletin enflasyonu gelir kaynağı olarak kullanmasını önlemektedir. Daha açık bir ifade ile fiyat istikrarı, devletin ödenmemiş borçlarını enflasyon vasıtasıyla

azaltma yoluna gitmesini önlemesinin yanı sıra senyoraaj gelirini de minimize etmektedir. Üstelik, vergi hukukunun vergilendirmediği paylar üzerinde daha yüksek vergilendirme ile sonuçlanan etkileşimini de minimize etmektedir. Böylece daha düşük enflasyon bu potansiyel gelir kaynaklarının hareketi ile bir çok açıdan bir vergi indirimine benzemektedir (KELEHER, 1997, s.2-4). Üstelik fiyat istikrarı amacının benimsenmesi ve daha düşük enflasyon oranına hareket, enflasyonun yıkıcı etkilerinin minimize edilmesiyle ilgili olarak bazı yararlı ekonomik etkilere sahiptir. Fiyat istikrarının sağlanamaması durumunda ortaya çıkacak etkiler şu şekilde açıklanabilir:

-Enflasyon, piyasadaki oyuncuların geleceği görememeleri ve gerekli bilgiye sahip olmamaları nedeniyle finansal piyasaların aracılık yapma yeteneklerini azaltmaktadır. Finansal aracılık sisteminin verimliliğini ve dolayısıyla kredi hacmini düşürmektedir.

-Yüksek ve sürekli enflasyon ortamlarında yatırımcılar, özellikle uzun vadeli yatırımların getiri oranlarına ek olarak enflasyon ortamının yarattığı belirsizlikler nedeniyle risk primi talep etmektedirler. Bunun sonucunda, yüksek risk primi içeren reel faiz oranları yüksek seyretmektedir.

-Diğer taraftan, ekonomik birimlerin enflasyon belirsizliği nedeniyle yatırımlarının reel değerini korumak ihtiyacı da ortadan kalkmaktadır. Yine belirsizliğin ortadan kalkmasının bir diğer faydası faiz oranlarındaki değişkenliği azaltmasında görülmektedir. Bunun sonucunda da sermaye kayıplarında azalma ve tahvil ve bono gibi menkul değerlerden elde edilen gelirlerde artış ortaya çıkacaktır (LONGWORTH, 2002, s.15).

-Enflasyon nedeniyle yüksek seyreden faizler, üretici açısından firmaların kredi taleplerini kısıtlamakta, tüketiciler açısından, uzun vadeli kredi ihtiyacının karşılanması için gerekli olan kredi piyasalarının gelişmesini engellemektedir.

-Enflasyon, yatırımlar üzerinde bir çeşit vergi yüküdür. Dolayısıyla, yatırımcılar açısından ek bir maliyet unsuru olan enflasyon, yatırım düzeyinde dönemler itibariyle dalgalanmalara yol açmakta ve bu yolla ekonomik büyüme üzerinde etkili olmaktadır. Buna bağlı olarak, uzun vadede yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde ortalama büyüme hızlarının düşük gerçekleştiği görülmektedir. Tablo 1 incelendiğinde, Bulgaristan

ekonomisinde, para kurulunun uygulanmaya başlandığı 1997 yılı itibariyle fiyat istikrarının sağlandığı ve buna bağlı olarak büyüme oranının negatiften pozitive yükseldiği görülmektedir. Diğer taraftan yatırımlarda da istikrarla birlikte artış olduğu gözlenmektedir.

Tablo: 1
Fiyat İstikrarının Sağlanmasının Ekonomik Göstergeler Üzerindeki Etkisi
(Bulgaristan)

Bulgaristan	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Enflasyon ¹	80	64	122	33	312	548	2	7	11	5	4
Reel GSYİH ¹	-7,3	-1,5	1,8	2,1	-10,9	-6,9	3,5	2,4	5,8	4,0	4,5
Yatırımlar ²	16,2	13,0	13,8	15,3	13,5	11,0	13,0	15,1	18,3	20,4	20,8
Enflasyon Vergisi Oranı ³	44,3	39,0	54,9	24,6	75,7	84,6	1,6	6,5	10,1	4,6	3,7
Enflasyon Vergisi ²	6,6	4,0	5,3	1,8	10,6	10,5	0,2	0,7	1,1	0,6	0,5
Faiz Oranı ⁴	80	300	210	14	14	12	12	10
Bankaların Net Döviz Kazançları ⁵	...	143	237	36	12	316	-9	10	8	12	...

¹Yıllık yüzde değişim, ² GSYİH'nin bir parçası olarak, ³ $100 * [TÜFE \text{ enflasyonu} / (100 + TÜFE \text{ enflasyonu})]$ olarak tanımlanmıştır, ⁴ yıllık kısa dönem borçlanma oranı, ⁵ Bankaların vergi öncesi net döviz kazanımları

Kaynak: HRISTAV-ZAIMOV, 2003,s.62

-Yüksek enflasyonun büyüme üzerindeki bir diğer olumsuz etkisi, yatırımların verimliliği kanalıyla gerçekleşmektedir. Ekonomik birimler, tasarruflarını enflasyondan korumak amacıyla üretken olmayan döviz ve gayri menkul gibi alanlara kaydırmakta ve kaynaklarının büyük bir kısmını bu alanlara yöneltmektedir. Enflasyonist ortamın yarattığı belirsizlikler nedeniyle yatırımların vadeleri kısalmakta ve ekonomideki kaynaklar, tekrar ekonomideki üretken alanlara dönmemektedir. Bunun sonucu olarak, ülke ekonomisindeki toplam kaynaklar dikkate alındığında, ülkenin gerçekleştirebileceği üretim miktarından daha düşük miktarlarda üretilmesine neden olmaktadır. Örneğin, Groshen-Schweitzer (1996), emek piyasasında yaptıkları çalışmada %10 enflasyonun neden olduğu çıktı kaybının GSMH'nin %2'sine eşit olduğunu hesaplamışlardır.

-Yüksek enflasyon işgücü piyasasının da etkin çalışmasını da engellemektedir. Enflasyonist bir ortamda işverenler ve iş arayanlar orta ve uzun vadede önelerini görememektedirler.

-Yüksek enflasyon yaşayan bir ülkenin dış piyasalardaki rekabet gücü zayıflamaktadır ve ülke dışı sermaye piyasalarına erişimi kısıtlanmaktadır. Diğer taraftan enflasyondan kaynaklanan belirsizlik nedeniyle uzun vadeli yabancı sermaye, doğrudan yabancı sermaye yatırımları yerine dolaylı yabancı sermaye yatırımlarına yönelmektedir. Ekonomiye yurt dışından gelen sermayenin büyük ölçüde kısa vadeli ve spekülatif olması, dış şoklara karşı ülke ekonomisinin kırılgan olması sonucunu da beraberinde getirmektedir.

-Ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde geleceğe bakmaktan çok, geçmişe endeksleme alışkanlıkları ortaya çıkmakta ve enflasyon atalet kazanmaktadır.

-Yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde ekonomik politika uygulamalarının değiştirilme olasılığının daha yüksek olması gelecekle ilgili belirsizliği arttırmaktadır. Bu belirsizlikler politikaların başarıları üzerinde bir kısıt oluşturmakta ve dolayısıyla bir kısır döngü meydana gelmektedir.

-Enflasyonist ortamlarda kaynak aktarımının adil olması da sağlanamamaktadır. Diğer bir deyişle enflasyon, ekonomideki kaynaklar üzerinde gerçekleşen bir çeşit yolsuzluk olarak karşımıza çıkmaktadır.

-Yüksek enflasyon girişimcilerin zamanlarının büyük bir bölümünü üretim yerine portföylerinin değerini korumak için harcamalarına neden olmaktadır. Ayrıca yüksek enflasyon ve faiz oranları ekonomik birimlerin ceplerinde daha az nakit tutmalarına sebep olmaktadır. Bu olguya enflasyonun *kösele maliyeti* denir.¹ Yüksek faiz oranları ekonomik birimlerin ceplerinde daha az nakit bulundurmalarına paralarını bankalarda tasarruf hesaplarında ya da faiz getiren aktifler şeklinde tutmalarına neden olmaktadır (PARASIZ, 2003, s.221).

Enflasyonun ekonomik etkilerinin yanı sıra sosyal alanda da bir takım etkileri olduğu görülmektedir. Bu etkiler şu şekilde açıklanabilir:

¹Kösele Maliyeti, ekonomik birimlerin reel para balanslarının azalması nedeniyle, ortalama olarak bankalara daha fazla gidip gelmeleri anlamına gelmektedir.

-Enflasyon toplumdaki güven duygusunu zedelemektedir. Bu nedenle ekonomik birimlerin bugün ve gelecekleriyle ilgili bir belirsizlik, güvensizlik ortamı yaratmaktadır ve bu bir toplumun tüm kesimleri ile bireyleri yaşam süresinin her aşamasında tahrip etmektedir. Fiyat istikrarının olması güven duygusu yaratmakta ve bu da ekonomik birimlerin paralarına ve dolayısıyla kendi değerlerine, elde ettikleri gelirlere ve nihayet de geleceklerine güven duymaları anlamına gelmektedir.

-Enflasyon nedeniyle gelir ve servet dağılımındaki bozulmanın sonuçları en çok toplumsal alanda kendisini göstermektedir. Bu koşullar, en çok finansal olarak kendini koruma şansı az olan sabit gelirli kesimler üzerinde baskı yapmaktadır. Başka bir deyişle ülke daha da yoksullaşmaktadır.

-Enflasyon, yatırım yapan kesimin olduğu kadar bütün toplumun davranış yapısını etkilemektedir. Yüksek enflasyonun neden olduğu belirsizlik sonucu, gerek ekonomik gerekse sosyal ve siyasal ilişkilerde ve süreçlerde kısa vadeli yaklaşımlar ve ahlaki olmayan davranışlar artmaktadır (www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/fiyat_istikrar.pdf).

-İşletmeleri ve bireyleri kendilerini enflasyona karşı koruyacak anlaşmalar düzenlemeye ve gelecekle ilgili fiyat tahminleri yapmaya zorlayarak boşa zaman harcamalarına neden olmaktadır (KAHN, 1994, s.6).

-Fiyat istikrarının, yukarıda bahsedilen yararlarının yanında, istikrarın sağlanması aşamasında katlanılması gereken *özveri oranı (fedakarlık rasyosu)* bir sakıncası olarak gösterilebilir.² Fiyat istikrarının sağlanması denildiğinde genellikle yüksek enflasyon oranlarını düşürmek amacıyla uygulanan dezenflasyon politikaları anlaşılmaktadır. Kısa dönemde enflasyonu düşürmenin işsizlik ve üretim maliyeti yarattığı genellikle (Yeni Klasikler hariç) kabul görmektedir. Bu, 1980'lerde Avrupa ülkelerindeki dezenflasyon deneyimlerinin de desteklediği bir sonuç olmuştur. Üretim kaybı ve işsizlik oranında meydana gelen artış enflasyonu düşürmek amacıyla uygulanan sıkı para politikaları sonucunda reel faiz oranlarının yükselmesi ve reel ücretlerin artması sonucunda ortaya

2.Özveri Oranı, enflasyonda belirli bir düşüşe neden olmak için ilave kaç puanlık işsizliğin zorunlu olduğunu ifade eder. Bu rasyo ne kadar küçükse, enflasyonu sona erdirmenin maliyeti o kadar çok olur.

çıkılmaktadır. Dezenflasyon politikalarının bir diğer maliyeti de daha sonraki bölümlerde bahsedileceği üzere senyoraj geliri kaybıdır (YAY, 2001, s.68-69).

12. Sıfır Enflasyon Oranı

Sıfır enflasyon, fiyat istikrarı türlerinden biridir. Enflasyon hedeflemesi ve fiyat seviyesi hedeflemesi gibi sıfır enflasyon sağlandığında da fiyat istikrarı amacının gerçekleştirilmiş olduğu kabul edilir. Sıfır enflasyon, fiyatlar genel düzeyinde yıldan yıla ne bir artış ne de bir azalış gerçekleşmesi, diğer bir ifade ile fiyatlar genel düzeyinin aynı kalmasıdır.

Sıfır enflasyon da diğer fiyat istikrarı tanımlamaları gibi tartışılan bir konudur. Sıfır enflasyon lehindeki görüşler, sıfır enflasyonun özellikle uzun dönemdeki yararları üzerinde durmaktadırlar.

Sıfır enflasyon lehine görüşe sahip olan iktisatçılardan ilki Milton Friedman'dır. Friedman' a göre enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olaydır. Friedman, optimum parasal büyüme oranını, reel faiz oranının negatif değerine eşit olan bir oran olarak tanımlamaktadır. Bu, nominal faiz oranının sıfır olması anlamına gelmektedir: "... Optimum para miktarı için nihai kuralımız, bunun, nominal faiz oranını sıfıra eşitleyen bir deflasyon oranıyla elde edilebileceğidir." Friedman kuralı olarak literatürde yer alan bu kuralı şu şekilde formilize etmek mümkündür: i , nominal faiz oranı; r , reel faiz oranı ve Π de enflasyon oranı olmak üzere, nominal faiz oranı $i = r + \Pi$ şeklindedir. Buradan da enflasyon oranının $\Pi = i - r$ olması gerektiği sonucuna varılır. Nominal faiz oranının sıfır olması ise şu şekilde açıklanabilir: nominal faiz oranının sıfıra eşit olması için reel faiz oranının (r) enflasyon oranının (Π) negatif değerine eşit olmasıyla mümkündür. Yani Friedman kuralı gereği $r = - \Pi$ dir ve bu durumda $i = 0$ olacaktır. Böylece, nakit balansların değerinin artmasından kaynaklanan getirisi, her birey için tüketimden vazgeçmenin maliyetini tutmak amacıyla, nakit balansları ödünç alan her bir girişimci bakımından borcun yükselen reel değerinin yüklediği maliyeti tam olarak dengeleyecektir. Bu durumda her birey ve her girişim; birine fayda cinsinden diğerine üretken hizmetler cinsinden sıfır marjinal getiri sağlayan bir nakit balanslar hacmi tutmaya ikna edilmiş olacaktır."

Friedman (1969), enflasyon oranının reel faiz oranının negatif değerine eşit olması gerektiğini iddia etmiş olmakla beraber, sıfır enflasyon oranı hedefi, Friedman kuralının bir başka versiyonu olarak görülebilir. Zaten bu konuyla ilgili çalışmalar da enflasyonun belirli bir orandan sıfıra düşürülmesinin sonuçları üzerinde durulmaktadır (ASLAN, 2003, s.205).

Friedman'ın sıfır enflasyon önermesinin nedeni, fırsat maliyetinin azaltılması suretiyle, ekonomik birimlerin daha fazla nakit tutmaları ve bunun sonucunda nakit bulundurmaları nedeniyle elde edecekleri kolaylıklardan daha fazla yararlanmalarının teşvik edilmesidir.

Sıfır enflasyonun farklılıkları şu sorular etrafında döner.

1. Devam ettirilebilir istikrarlı bir fiyat seviyesini sürdürme amaçlı bir politika için merkez bankası güvenilir bir taahhüt verebilir mi?
2. Para politikası, sermaye geliri üzerindeki vergileri indirmeli mi?
3. Enflasyon hakkındaki belirsizliği azaltmak önemli sosyal faydalar sağlar mı?

Tartışmalar hayır derken, sıfır enflasyonu önerenler bu soruların tümüne evet cevabı vermektedirler (AIYAGARI, 1991, s.22).

Sıfır enflasyon mu pozitif bir enflasyon oranı mı tercih edilmelidir sorusuna cevap verirken hem sıfır enflasyona taraf olanlar hem de karşı olanlar aynı konularda yoğunlaşmaktadırlar. Bunlar şu şekilde sıralanabilir:

- 1.Nominal ücretlerin aşağıya doğru rijitliği,
- 2.Nominal faiz oranlarının sıfır olamayacağı,
- 3.Enflasyonun vergi oranlarında yaptığı artış.
- 4.Enflasyon oranının sıfıra düşürülmesi durumunda işsizlik oranının artması gibi bazı sosyal maliyetlere katlanılması gerektiği,
- 5.Enflasyon oranının yukarıya doğru eğimli olması,
- 6.Enflasyonun sıfıra düşürülmesi aşamasında deflasyon riskiyle karşı karşıya kalınabileceği.

Nominal ücretlerin aşağıya doğru rijit olması nedeniyle, optimal istihdam hacmiyle ilgili ücret ayarlamaları yapılamamaktadır. Oysaki küçük bir enflasyon oranıyla ücretlerin reel değeri, diğer fiyatların artması yoluyla azalabilmekte ve böylece optimal istihdam hacmine yaklaşılmakta ve ekonomik büyümeye katkıda bulunabilmektedir. Enflasyon bu durumda emek piyasasında katalizör görevi görmektedir. Sıfır enflasyon durumunda ise ücret ayarlamaları enflasyon oranı vasıtasıyla yapılamayacağından önemli bir politika aracı ortadan kalkacaktır. Sıfır enflasyonu savunanlar ise, nominal ücretlerin sıfır enflasyon rejiminde rijit olmayacağı görüşünü savunmaktadırlar. Bunlara göre merkez bankasının açıklamalarının şeffaf olması durumunda, nominal ücret rijitliği büyük bir etkisizlik doğuracaktır ve bu nedenle enflasyon daha fazla iyileştirme yapamayacaktır. Bu konuyu şu şekilde açıklamak mümkündür. Rekabet güçleri, özellikle hataları düzeltmek maliyetli ise ve bunların var olması için zorlayıcı sebepler yoksa, ilgili fiyat düzenlemeleriyle bağlantılı olarak her şeyi elimine edecektir. Nominal ücret rijitliğinin %10 deflasyon durumunda devam edeceği düşünülemez. Bu durumda, özel fiyat ayarlamalarıyla çatışan özel maliyetler oldukça yüksek olacaktır. Rekabet güçlerinin nominal rijitliğini aşındırması sıfır enflasyon durumunda daha uzun süreli olacağı fakat prensipte aynı olduğu savunulmaktadır (POOL, 1999, s.3).

Tartışmalı olan bir diğer konu da nominal faiz oranlarının sıfır olamayacağı ve merkez bankasının kolay para politikası yoluyla faize hassas sektörleri teşvik ederek ekonominin canlanmasına katkıda bulunamayacağıdır. Sıfır enflasyonu savunanlara göre, sıfır ya da çok düşük enflasyon durumunda faiz oranlarının sıfıra yakın bir seviyede olması merkez bankasının etkinliğini azaltamayacaktır. Çünkü merkez bankaları faiz oranı dışında bir takım para politikası araçlarını benimseyerek para politikası uygulamasını rahatlıkla devam edebileceklerdir (KELEHER, 2003, s.1).

Bu konu Fischer tarafından şu şekilde açıklanmaktadır: Para ekonomisinde nakit varlığı, hem nominal hem de reel faiz oranları üzerine sıfıra yakın bir alt sınır koymaktadır. Resesyon dönemlerinde reel faiz oranlarının negatif olmasına olanak sağlanması ve eğer hedef enflasyon oranı sıfır ise bunun önüne geçilmesi faydalı olabilir. Resesyon dönemlerinde enflasyonun ortalamanın altına düşme eğiliminde olduğu belirlendiği zaman, bu durum daha da problemlili hale gelmektedir. Dolayısıyla sıfırın üzerinde hedeflenen bir enflasyon oranı, konjonktür süresince dönem başı negatif reel faiz oranlarına bazı olanaklar

sağlar. Bu bakış açısı %1 ile %3 arasındaki bir enflasyon oranını makul görmektedir (FISCHER, 1996a, s.34-36)

Pozitif enflasyon görüşüne karşı olanların ortaya attığı bir diğer görüşe göre, pozitif enflasyon oranının sermaye kazançlarının vergi oranını arttırdığıdır. Bu durum şöyle gerçekleşmektedir: Sermaye kazançları vergisi, nominal sermaye geliri üzerinden alınmakta ve böylece enflasyon nedeniyle ortaya çıkan aşındırıcı etki telafi edilmektedir. Ancak, yenileme alımları makine ve teçhizatların piyasa fiyatlarından yapılmaktadır. Enflasyonun etkisiyle artan fiyatlar, firmaların daha fazla ödeme yapmasına neden olmaktadır. Bu durumun vergi hesaplamalarında dikkate alınmaması sermaye kazançlarının vergisini arttırmaktadır. Enflasyon oranının sıfır olması durumunda, makine ve teçhizatın bugünkü değeri ile alım tarihindeki değeri arasında fark olmayacak ve böylece sermaye geliri üzerinde etkili vergi oranı daha düşük olacaktır (POOL, 1999, s.2).

Pozitif enflasyon görüşünü savunanlar ise, sermaye gelirleri üzerinde meydana gelen bu vergi artışını önlemek için büyük sosyal maliyetlerin ortaya çıkmasına neden olan sıfır enflasyon uygulamasına gerek olmadığını, bunun yerine basit yasal düzenlemeler yapılmasının yeterli olacağını savunmaktadırlar (AIYAGARI, 1990, s.3).

Sıfır enflasyon konusundaki diğer tartışmalı noktalar da şu şekilde açıklanabilir: Enflasyon oranının sıfıra düşürülmesi için işsizliğin artması gibi bazı sosyal maliyetlere katlanması gerekmektedir. Eğer istikrar politikaları güvenilir ise bu maliyetler düşük olabilmektedir. Phillips ilişkisi çerçevesinde ele alınan bu değiş-tokuş üretimde bir azalma ile sonuçlanacaktır. Üretimde meydana gelen azalmanın büyüklüğü, fedakarlık rasyosu olarak da adlandırılan özveri oranıyla ölçülmektedir. Bu rasyonun büyüklüğü merkez bankasının sıfır enflasyona yönelik açıklamalarının güvenilirliğine bağlanmaktadır. Sıfır enflasyonu savunanlar, ilan edilen sıfır enflasyon amacına sadık kalınacağına halkın ikna edebileceğine inanmak zorundadırlar (AIYAGARI, 1991, s.5).

Diğer taraftan, maliye politikası ve para politikası arasındaki koordinasyon da merkez bankasının güvenilirliğini etkilemektedir. Merkez bankası kendi bünyesinde belirlediği mal ve hizmetlerin fiyatlarını kontrol edebilir. Merkez bankası özel bir para politikası takip ederek güvenilir bir taahhüt sunabilirse bu sonuç geçerli olur. Güvenilir bir taahhüt ise

merkez bankası ile maliye politikası uygulayıcıları arasındaki uzun dönem koordinasyona bağlıdır. Maliye politikası uzun dönemde vergilendirmede yapılacak olan düzenlemelerle bütçe dengesini sağlarsa, merkez bankası uzun dönem enflasyonu kontrol edebilecektir. Maliye politikasının bunu sağlamaması durumunda merkez bankası bütçe açıklarını karşılamaya zorlanacaktır (HOSKINS, 1991, s.20). Böylece merkez bankasının sıfır enflasyon amacını gerçekleştirmede güvenilirliği kalmayacaktır.

Para politikasının sıfır enflasyondan ziyade küçük fakat pozitif bir enflasyon oranını amaçlaması gerektiğini ifade eden bir diğer argüman ise, enflasyon oranının yukarı doğru eğimli olmasıdır. Yukarı doğru eğilimin nedenleri şu şekilde açıklanabilir: Fiyat endeksi, endeks kapsamında yer alan mal ve hizmetlerin kalitesinde meydana gelen artışlar nedeniyle fiyatlarında meydana gelen artışları ve yine mal ve hizmetlerin fiyatlarında meydana gelen artış nedeniyle tüketicilerin fiyatı artan mal yerine fiyatı daha düşük olan ikame malı tercih etmelerini ve yeni ürünlerin ekonomiye etkilerini içermemektedir. Bu nedenlere bağlı olarak tüketici fiyatlarında bir artış meydana gelmemesine rağmen fiyat endeksi enflasyon oranının yükseldiğine işaret edebilmektedir. Bu nedenle sıfır enflasyonun hedeflenmesi, ekonomiyi deflasyonist bir sürece sürükleyebilmektedir.

Deflasyon ve enflasyon benzer ekonomik sorunlar olarak ele alınmaktadır. İkisi de önlenmesi gereken makro ekonomik problemlerdir. Enflasyonun ekonomi ve sosyal refah üzerindeki olumsuz etkileri ayrıntılı bir şekilde yukarıda açıklanmaya çalışılmıştır. Deflasyondan neden kaçınılması gerektiği ise şu şekilde açıklanabilir: İlki nominal faiz oranlarının sıfırın altına indirilememesidir. İkincisi ise nominal ücretlerin aşağıya doğru rijitliğidir. Deflasyon dönemi boyunca nominal ücretlerin aşağıya doğru rijitliği toplu karlar üzerinde baskı kurarak deflasyonu daha da hızlandırabilir. Bu nedenlerden dolayı merkez bankası sıfır enflasyondan ziyade pozitif enflasyon oranını tercih etmeli ve deflasyon riskinin minimize etmelidir (www.boj.or.jp/en/seisaku/00/pb/data/k001013a.pdf).

13. Fiyat Seviyesi Hedeflemesi

Fiyat seviyesi hedeflemesi merkez bankasının fiyat seviyesini belirli bir bant aralığında tutmayı taahhüt ettiği durumdur. Fiyat seviyesi hedeflemesinde merkez bankası, cari fiyatlar genel seviyesini aynı düzeyde tutmayı amaçlamaktadır. Bu da fiyatlar genel

seviyesinde artma ya da azalma yönünde bir artışa izin verilmemesi anlamına gelmektedir.

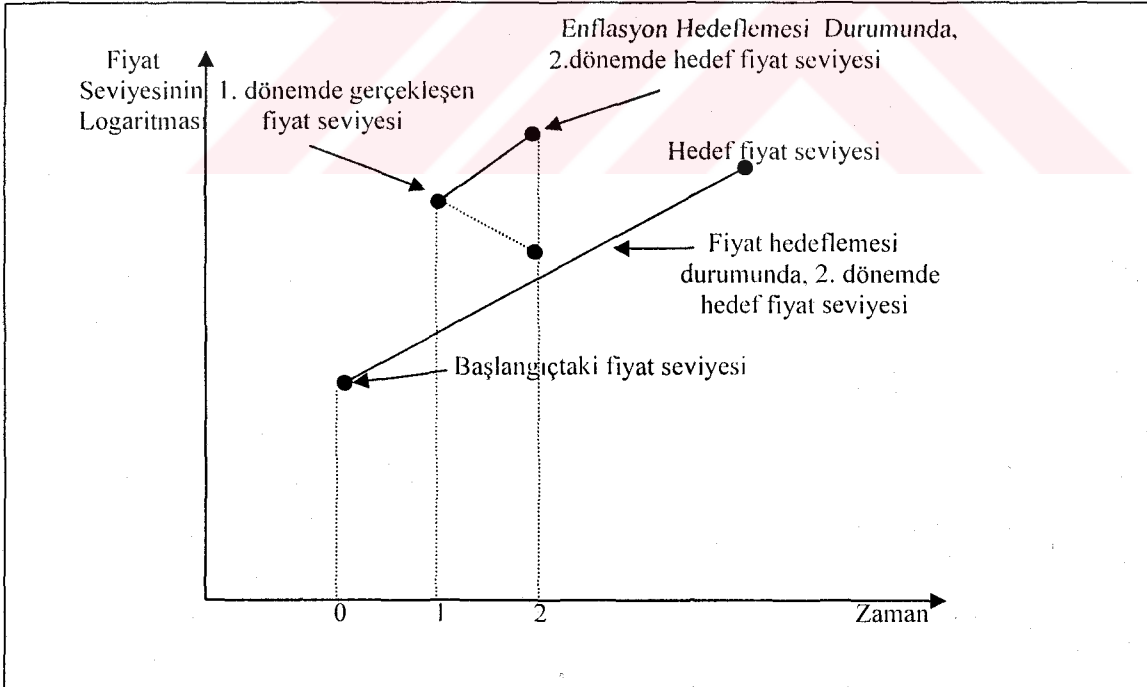
Fiyat seviyesi hedeflemesi sıfır enflasyon hedeflemesi ile benzerlik gösterse bile önemli bir açıdan ondan ayrılmaktadır. Sıfır enflasyonda merkez bankası her dönemde sıfır enflasyonu gerçekleştirmeyi ve fiyatları cari seviyesinde tutmayı amaçlayacaktır. Buna karşın sürekli fiyat seviyesinde, hedefte geçmişte meydana gelen sapmaların sonuçlarını değiştirmeyi amaçlamaktadır (ISSING, 2000, s.188). Örneğin; fiyat seviyesi hedefi 100 ise, fiyat seviyesinin, fiyat şokları sonucunda, 100'den 103'e çıkması durumunda fiyat seviyesi hedeflemesi merkez bankasının düzenleyici önlemler olarak fiyat seviyesini 103'den 100'e indirmesini gerektirir. Fakat sıfır enflasyon politikasında ise merkez bankası üçüncü yılda fiyat seviyesini 103'te korumayı amaçlayacak ve yeni düzenlemeler gerekmeyecektir (TAYLOR, 1996, s.188). Uygulamalar arasındaki farklılık politika sonuçlarına da yansımakta ve politikaların avantaj ve dezavantajlarını oluşturmaktadır.

Enflasyon hedeflemesine nazaran fiyat seviyesi hedeflemesinin iki önemli avantajı vardır:

-Birincisi, fiyat seviyesi hedeflemesi uzun dönemde fiyat seviyesi hakkındaki belirsizliği azaltmaktadır (MISHKIN, 2000d, s.208-209). Enflasyonun yol açtığı yatırım ve tüketim kararlarının alınmasında ileriye görememe ve bunun sonucunda kaynak dağılımında etkinliğin sağlanamaması gibi, ekonomik sorunlar azaltılabilmektedir. Ancak McCallum (1999), uzun dönemde, fiyat seviyesi belirsizliğinin bu kadar büyük olmayabileceğini savunmaktadır.

-İkincisi, fiyat seviyesi hedeflemesi ekonomi ajanlarının ileriye yönelik davranışlarına yer veren modellerdir ve bu durum, üretimde, enflasyon hedeflemesinden daha az dalgalanma ile sonuçlanabilecektir. Ancak, fiyat seviyesi hedeflemesinde hedefin aşılması durumunda, geçmiş dönem başarısızlığını telafi etmek amacıyla uygulanacak olan deflasyonist politikaların üretim değişkenliğini daha fazla arttırabileceği konusunda görüşler vardır. Fiyat seviyesi hedeflemesinde hedefin geçilmesi ya da aşılması durumunda hedefin revize edilmesi gerektirmektedir ve bu, para politikasına ve rijit fiyatlarla reel ekonominin daha fazla dalgalanmasına neden olabilir.

Bu konu diğ er bir açıdan Şu Şekilde ele alınabilir. Enflasyon hedeflemesi fiyatlardaki artışı istikrara kavuşturma amacı güderken, beklentiler ileriye yönelik olarak belirlenir. Fiyat seviyesi hedeflemesinde ise hedef fiyat seviyesi olduğ undan beklentiler geriye yöneliktir (CARLSTROM-FUERST, 2002, s.1). Bu nedenle enflasyon hedeflemesinde, hedef enflasyon oranı ileriye yönelik beklentiler dikkate alınarak belirlenirken, fiyat seviyesi hedeflemesinde bir önceki dönemde gerç ekleş en enflasyon oranı telafi edilmeye çalışılmaktadır. Bu olgu uygulamada Şu Şekilde açıklanabilir: Eğ er her bir yıla ait hedef enflasyon oranı ise, merkez bankasından önceki yıllardaki hedefine ulaşmadaki başarısızlığını telafi etmesi talep edilmemektedir. Eğ er hedef, fiyat düzeyi ya da fiyat düzeyi konusunda izlenecek bir politikaya ait ise o zaman merkez bankası önceki yıllarda ait hedeflerde meydana gelen sapmaları telafi etmeye çalışmak zorundadır. Örneğ in, hedef enflasyon oranı %2 ve geç en yılın enflasyon oranı %4 ise, o zaman enflasyon hedeflemesine göre bu yıl ki enflasyon %2 olacaktır. Fiyat düzeyi hedeflemesine göre, merkez bankası fiyatlar konusunda izlenecek politikaya ilişkin hedefi gerç ekleŐtirmek yükümlü lüğ unden bu yıla ilişkin hedef, %2'den daha düşük olacaktır; örneğ in %1 gibi (Şekil 1) (FISCHER,1996a, s.107-114).



Şekil : 1

Enflasyon Hedeflemesi ve Fiyat Seviyesi Hedeflemesinin İşleyişi

Kaynak: FISCHER,1996a, s.36

-Fiyat seviyesi ile ilgili bir diğer problem, para politikasının yönetimini daha zor hale getirmesidir. Fiyat seviyesi hedeflemesinden kaynaklanan ve kısa aralıklarla meydana gelen deflasyon dönemlerinde, faiz oranının sıfır seviyesine inmesi büyük depresyonda Japonya'da görüldüğü gibi daha sık yaşanabilecektir. Ancak merkez bankası sadece faiz oranlarıyla değil reeskont oranı gibi araçlarla çalışmakta ve kısa dönem faiz oranı sıfıra düşse bile para politikası hala etkili olabilmektedir.

Diğer taraftan, deflasyonist dönemler boyunca, merkez bankasının kendine rehberlik eden bilgiler olmaksızın tam doğru bir para politikası belirlemesi daha zor hale gelebilecektir. Mishkin'e göre, para politikası kısa dönem borç düzenlemelerinin yanında birçok varlık fiyatları ile çalışır ve böylece kısa dönem faiz oranları sıfıra düşse bile para politikası hala etkili olabilmektedir ve aslında büyük depresyonda da bu böyle olmuştur (MISHKIN, 2000a, s.210).

Fiyat seviyesi hedeflemesi bu dezavantajlara sahip olmasına rağmen ekonomik yapıya bağlı olarak en iyi politika uygulaması olabilmektedir. Cari değerler merkez bankası tarafından kontrol edilebiliyorsa ve beklentiler tamamen ileriye yönelikse optimal politika fiyat seviyesi hedeflemesidir. Bu durumda, fiyat seviyesi hedeflemesinin benimsenmesi cari dönemde enflasyon ve çıktı arasındaki değiş-tokuşun daha iyi olmasına neden olmaktadır. Çünkü, fiyat seviyesi şoklarından sorumlu olan önceden belirlenmiş politikalar, enflasyon beklentilerinde ve dolayısıyla cari enflasyonda ki değişkenliği azaltmaktadır. Diğer taraftan, enflasyon beklentilerinin geriye yönelik ve uyarlanabilir olması durumunda, enflasyonda meydana gelen küçük bir azalma ile önemli ölçüde üretim artışı arasında bir değiş-tokuş olacağından, fiyat seviyesi hedeflemesinin bir politika kuralı olarak eklenmesi açıkça bir fayda sağlamaz. Çıktıda bir artış meydana gelir, çünkü fiyat seviyesini hedefine döndürmek için alınan politika önlemleri ikinci bir iş çevrimine neden olur (BARNETT-ENGINEER, 2000, s.102-103).

Resmi olarak fiyat seviyesi hedeflemesini uygulayan ilk ve tek ülke İsveç'tir (1931-1937). İsveç, 1931 yılında altın standardından ayrılmış ve bir para politikası yaklaşımı olarak fiyat seviyesi yaklaşımını uygulamıştır. Bu kapsamda TÜFE endeksi, 1931 yılı Eylül ayında 100 olarak baz alınmış ve 1937 yılının ilk aylarına kadar hemen hemen bu seviyede tutulmuştur. Fakat 102'nin üzerine çıktığı zaman, İsveç Merkez Bankası 1937 yılı

Nisan ayında fiyat seviyesi hedeflemesini terk etmiştir. İsveç'teki fiyat seviyesi hedeflemesi incelendiğinde, 32 ay enflasyon, 21 ay deflasyon söz konusu olduğu ve 14 ayda TÜFE'nin hiç değişmediği görülmektedir (CUTİ, 2002, s.68).

14. Pozitif Bir Enflasyon Oranı

Düşük enflasyon, pozitif bir enflasyon oranı ya da enflasyon hedeflemesi politikası ilk kez 1990 yılında Yeni Zelanda da uygulanmaya başlanan bir fiyat istikrarı politikasıdır. Bu politikada, enflasyon oranının kendisi nominal çapa olarak alınmakta ve hedeflenen enflasyon oranını ya da hedef aralığı tutturmak para politikasının en önemli amacı haline gelmektedir. Bugüne kadar süre gelen uygulamalar teoriyle desteklenmekte ve fiyat istikrarı tanımlarından en çok kabul göreni ve uygulananı olarak pozitif enflasyon oranının hedeflenmesi karşımıza çıkmaktadır.

Literatürde pozitif bir enflasyon oranının hedeflenmesi için dört ana neden vardır. Bunlardan ilki senyoraj geliridir. İkincisi nominal ücretlerin aşağıya doğru rijit olmasıdır. Üçüncüsü ise nominal faiz oranlarının sıfır ve daha düşük bir seviyede olması durumunda para politikasının faiz oranlarını değiştirmek yoluyla uyguladığı kolay para politikasını uygulayamayacak olmasıdır. Dördüncüsü ise, enflasyon ölçümündeki hatalar nedeniyle ölçülen enflasyonun gerçek enflasyon rakamlarından daha yüksek olmasıdır. Bir diğer gerekçede ürünlerin kalitelerindeki değişimin ve yeni ürünlerin ekonomiye etkilerinin fiyat endekslerince yeterince yansıtılmamasıdır. Gerçek anlamda sıfır enflasyonun bilinen endekslerde bir miktar enflasyona denk geldiği bilinmektedir (KARASOY-SAYGILI-YALÇIN, 1998, s.21).

Senyoraj geliri kayıt dışı ekonominin yaygın olduğu ve bu nedenle vergi gelirlerinin düşük olduğu az gelişmiş ya da gelişmekte olan ülkelerde önemli bir gelir kaynağı iken, gelişmiş ülkelerin çoğunda pozitif enflasyon lehinde güçlü bir argüman değildir. Çünkü bu ülkelerde senyoraj geliri GSMH'nin %5'i ya da daha azı durumundadır (ISSING, 2000, s.190; FISCHER, 1996b, s.17).

İkinci önemli konu ise, ılımlı ve yüksek enflasyon oranlarında dikey olan Phillips Eğrisinin çok düşük enflasyon oranlarında bir dönüşüm geçirebileceğidir (ISSING, 2000,

s.190). Enflasyon oranı ile işsizlik oranı arasındaki değiş-tokuşun ABD ve diğer ÷lkelerde yapılan çalışmalarda varlığı kanıtlanmıştır (FISCHER, 1996, s.9). Eğer nominal ücretler rijitse ve enflasyon oranı düşükse emek piyasasında reel ücretler fiyatlara oranla talepte meydana gelen azalmayı oldukça yavaş bir şekilde takip etme meylinde olabilirler. Eğer enflasyon oranı yeterli şekilde yüksek olursa nominal ücretlerin aşağıya doğru rijitliği ayarlama işlemlerini kısıtlamayacaktır. Çünkü, fiyatlarda ki artış vasıtasıyla reel ücretlerde azalma sağlanabilecektir. Özellikle resesyon dönemlerinde ekonomik canlanmayı sağlamak, çok düşük ve sıfır enflasyon oranlarında gerçekleştirilememektedir. Nominal ücretlerin aşağıya doğru rijitliği nedeniyle reel ücretlerde istenilen indirim ancak enflasyon oranının artırılması yoluyla gerçekleştirilebilecektir.

Nominal ücretlerin aşağıya doğru rijitliği konusunda çeşitli araştırmalar vardır. Fares-Lemieux, Kanada için yaptıkları çalışmalarında, nominal ücret rijitliğinin mikro seviyede var olduğunu kanıtlamakla birlikte bu rijitliğin ortalama ücret ve istihdam üzerinde önemli bir etkisi olduğunu belirtmektedirler. Bu çalışmaya göre, nominal ücret tabanı düşük enflasyon dönemlerinde daha fazla bağlayıcı bir kısıt olmaktadır Bu nedenle, talepte meydana gelen bir azalmada, nominal ücretlerin aşağıya doğru rijitliği, düşük enflasyon dönemlerinde yüksek enflasyon dönemlerine nazaran, reel ücretlerde daha küçük bir azalmaya neden olacaktır (FARES-LEMIEUX, 2000, s.3-31).

Düşük bir enflasyon oranını amaçlamanın üçüncü nedeni negatif bir faiz oranına ihtiyaç duyulmasının mümkün olmasıdır. Bu konuda Summer'in yaptığı çalışmaya göre, nominal faiz oranları asla sıfırdan daha az olamayacağı için daha düşük faiz oranları sınırı için eksi enflasyon oranları olduğuna dikkat çekmiştir (ISSING, 2000, s.192). Eğer enflasyon oranlarının sıfır olacağı bekleniyorsa kısa dönem faiz oranını yönetmek para politikası için çok zordur. Merkez bankası operasyonu düşük enflasyon oranı rejiminde negatif talep şoklarını önlemek amacıyla reel faiz oranlarını ihtiyaç duyduğu ölçüde indiremeyecektir (PARKIN, 2000, s.247). Bu argüman son Japonya resesyonunda ortaya çıkmıştır. Bu dönemde, düşük nominal faiz oranlarının ekonomide iyileşmenin sağlanmasına yetecek düzeyde olmadığı gör÷lmektedir (FISCHER, 1996b, s.20). Bu enflasyon oranının katalizör görevi görme fonksiyonudur. Mishkin bu görüşe karşı çıkmakta ve sıfır faiz oranında bile para politikasının borç güvenliğini sağlamaktan ziyade birçok malın fiyatlarını değiştirerek harcamaları etkileyebileceğini savunmaktadır. Öte yandan Mishkin, nominal ücretlerin

aşağıya doğru rijitliği uzun dönem enflasyon hedefinin pozitif bir oran olarak hedeflenmesi için ikna edici bir neden olmadığını belirtmektedir. Uzun dönem enflasyon oranının sıfıra indirilmesine karşı asıl önemli argüman deflasyon riskidir. Pozitif enflasyon oranı deflasyon riski ve fiyat endeksindeki eğilime karşı bir sigortadır (MISHKIN, 2000c, s.209).

Pozitif bir enflasyon oranını amaçlamanın dördüncü nedeni de, enflasyonun ölçümünde meydana gelen hatalardan dolayı enflasyon oranının gerçek seviyesinin üzerinde ölçülmesidir. Enflasyon oranının ölçülmesinde kullanılan fiyat endekslerinde genellikle yukarı doğru bir eğilim olduğu kabul edilmektedir. Bu nedenle ölçülen enflasyon oranı gerçek enflasyon oranının üstündedir. ABD’de yapılan eğilim ölçümlerinde eğilimin %1 üstünde %2’ye kadar çıktığı tespit edilmiştir. Kanada’da ve İngiltere’de yapılan çalışmada ise oran %0.5 olarak bulunmuştur (FISCHER, 1996b, s.20). Enflasyon oranının sıfır olarak hedeflenmesi durumunda endeks ölçümlerindeki bu eğilim nedeniyle uygulanacak deflasyonist politikalar resesyon tehlikesiyle karşı karşıya gelinmesine neden olabilmektedir.

Nihayet pozitif enflasyonun önerilmesinin bir diğer nedeni de, deflasyonist eğilimlerden korunmaktadır. Sıfır enflasyon hedefi ekonominin deflasyona sürüklenmesine neden olabilmektedir. Ekonomistler deflasyondan çekindiklerinden dolayı ılımlı pozitif bir enflasyon oranının uygun olacağını düşünmektedirler. Deflasyon finansal istikrarsızlığa sebep olması ve kısa dönem faiz oranları sıfır seviyesine düştüğünde para politikası kararlarını zorlaştırması nedeniyle, ekonomi açısından son derece tehlikelidir. Sıfır enflasyon hedefinin altına düşülmesi, potansiyel olarak aynı oranda sıfır enflasyon hedefinin aşılmasına göre daha maliyetlidir. Buna göre, sıfırın biraz üstünde gerçekleşen enflasyon oranı deflasyona karşı güvence sağlamaktadır (DEMİRHAN, 2002, s.46-47). Japonya’da 2001 yılında yaşanan deflasyonist eğilim yukarıdaki argümana iyi bir örnek teşkil etmektedir. Japon ekonomisinin deflasyonist eğilimden kurtulmak için faiz oranlarını indirmek gibi enflasyonu arttırıcı tedbirlere başvurmasına rağmen kısa dönemde beklenen etki ortaya çıkmamıştır (www.arsiv.hurriyetim.com.tr/hur/turk/01/03/25/ekonomi/02eko.htm).

15. Fiyat İstikrarının Önemi ve Uzun Dönemde Para Politikasının Öncelikli Amacının Olmasının Nedenleri

Bu kısımda fiyat istikrarının önemi ve uzun dönem para politikasının öncelikli amacı olmasının nedenleri açıklanmaya çalışılacaktır.

a. Fiyat İstikrarının Önemi

Fiyat istikrarı, finansal piyasalarda aşırı yatırım yapılmasını önlemektedir. Şöyle ki yüksek enflasyon, ekonomik birimlerin, finansal piyasalarda, enflasyonun maliyetinden kaçınmalarına neden olmaktadır. Fiyat istikrarı nispi fiyatlar ve gelecek fiyat düzeyi ile ilgili belirsizlikleri azaltmakta, firmaların ve bireylerin uygun kararlar almasını kolaylaştırmakta ve böylece ekonomik etkinliği arttırmaktadır. Aynı zamanda fiyat istikrarı, enflasyonun vergi sistemi üzerindeki olumsuz etkilerini de azaltmaktadır. Kaynak dağılımında etkinliği sağlamaktadır. Özellikle yüksek enflasyonun ekonomik büyümeye zarar verdiği konusunda bir görüş birliği vardır (PARASIZ, 2003, s.334). Kısaca, fiyat istikrarı enflasyonun yol açtığı olumsuzlukları ortadan kaldırarak, hayat standardının yükseltilmesine katkıda bulunmaktadır.

b. Uzun Dönemde Fiyat İstikrarının Para Politikasının Öncelikli Amacının Olmasının Nedenleri

Para politikasının ekonominin istihdam ve üretim gibi reel değerleri üzerinde etkili olup olmadığı ve hangi amaçlara yönelik uygulanması gerektiği konusundaki tartışmalar fiyat istikrarı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Son yirmi yıldır aktivist para politikasının sürekli düşük işsizliğe ve yüksek üretime değil de yüksek enflasyona yol açtığına dair fikir birliği oluşmuştur. Hatta kısa dönemde bile parasal genişlemenin reel değerler üzerinde etkili olmayacağını savunan görüşler de vardır. Ekonomik literatürde fiyat istikrarının para politikasının öncelikli amacı olması gerektiği bir takım gelişmeler sonucunda olmuştur (MISHKIN-POSEN, 1997, s.11).

Para politikası teorisi, uygulamaları ve tarihsel sürecinden elde edilen tecrübelerin ışığında, düşük enflasyonun etkili bir para politikası sonucunda elde edilebileceği

ekonomistler arasında . Diğer bir önemli uzlaşma da fiyat istikrarı ile ilgili olarak merkez bankasının bağlayıcı açıklamalarının ve merkez bankasının öncelikli amacının düşük enflasyonun gerçekleştirilmesi olması gerektiği hususunun kanunla düzenlenmesi ve sıkılaştırılması konusunda olmuştur (GOODFRIEND, 1997, s.15). Bahsedilen uzlaşma noktaları bazı gelişmelerin sonucunda gerçekleşebilmiştir. Bunları şu şekilde özetlemek mümkündür:

-Bu gelişmelerden ilki, üretimi teşvik edip işsizliği düşüren aktivist para politikasının etkilerinin, Milton Friedman tarafından önemle üzerinde durulan, uzun ve değişken gecikmelere sahip olmasıdır. Zamanlama belirsizliği ve para politikasının etkisinin büyüklüğü üretim dalgalanmalarını istikrara kavuşturma çabalarının istenilen sonuçları vermemesine neden olabilir. Kamu ve özellikle politikacılar için belirsiz olan aktivist para politikası üretim istikrarsızlıklarını dengeye kavuşturma amacına zarar verebilir.

-İkinci gelişme, enflasyonla işsizlik arasında değiş-tokuş olmadığı tezinin genel kabul görmesidir. Phillips eğrisi kısa dönemde elde edilen daha düşük işsizlik oranı veya daha yüksek üretimin ancak daha yüksek bir enflasyon oranıyla elde edilebileceğini ifade etmektedir. Genişletici para politikası sonucunda fiyatlar genel seviyesinin yükselmesiyle birlikte hane halkı ve işletmeler harcamalarını ve üretimlerini arttıracaklardır. Çünkü işçiler ücretlerindeki nominal artış, işletmeler ise karlarındaki nominal artış sebebiyle daha iyi durumda oldukları yanılgısına düşeceklerdir ve ekonomideki talebin büyüyeceğini düşüneceklerdir. Bununla birlikte uzun dönemde ekonomideki kapasite sınırı nedeniyle üretimdeki yükseliş ve işsizlikteki azalma sürekli olmayacaktır. Diğer taraftan fiyat artışı beklentileri ile enflasyonun süreklilik arz etmesine neden olabilecektir. Bu nedenle kısa dönemde dahi değiş-tokuş ilişkisini işletme çabaları daha yüksek enflasyonla sonuçlanacaktır.

-Diğer bir unsur zaman tutarsızlığı problemidir. İsteğe bağlı politikalarda zaman tutarsızlığı problemi, hane halkı ve firmaların ekonomik davranışlarını beklenen para politikası uygulamalarına göre şekillendirmesi sorunudur. Para politikası uygulayıcıları, firmalar ve hane halkının beklentilerinin değişmeyeceğini farz ederek beklenenden daha genişlemeci bir para politikası takip ederek ekonomik büyüme ya da istihdam oranında artış sağlamayı amaçlayacaklardır. Buna karşın hane halkı ve firmalar politika

uygulayıcılarının bu isteğini farkına varıp, sadece enflasyon oranında değil ücret ve fiyatlara yönelik beklentilerini de arttıracaklardır. Sonuç olarak, genişlemeci bir politikasında olduğu gibi üretim daha fazla artmayacak fakat enflasyon yükselecektir. Bu nedenle zaman tutarsızlığı problemi aktif olarak üretim amacı güden bir merkez bankasının üretim kazancı olmaksızın yüksek bir enflasyon eğilimine yol açabileceğini göstermektedir (MISHKIN, 2003, s.507).

-Para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya yönelmesinin bir diğer nedeni de, enflasyon maliyetlerinin farkına varılmasıdır. İşsizliği azaltmak ve üretimi arttırmak için fiyat istikrarının sağlanması gerektiği ve fiyat istikrarının sağlanmasıyla birlikte ekonomik sistemin daha iyi işleyerek hayat standardını yükselteceği genel kabul görmektedir.

Bu nedenlerden dolayı bugün fiyat istikrarının para politikasının en önemli amacı olması gerektiği genel kabul görmektedir. Ancak para politikasının fiyat istikrarı amacını gerçekleştirmek için uygulayacağı politikaların kurala bağlı mı yoksa isteğe bağlı mı olması gerektiği konusunda tartışmalar devam etmektedir. İhtiyari ve kurala bağlı para politikası uygulamaları kısaca aşağıda açıklanacaktır.

16. İhtiyari ve Kurala Bağlı Para Politikası

Ekonomi politikalarının uygulanmasında ve bu politikalara yön vermede söz konusu otoritelerin yetkilerini nasıl kullanması gerektiği hep tartışma konusu olmuştur. Söz konusu otorite izleyeceği politikayı kendi inisiyatifinde mi belirlemeli, yoksa bu konuda belli kurallara mı bağlı kalmalı? Tartışmalar ihtiyari politikalar ve kurala bağlı politikalar noktasında odaklanmaktadır (AKTAN-DİLEYİCİ, 2001, s.1). Kurala bağlı politikalar, dönemden döneme uygulanan, genellikle parasal koşulları yansıttığı kabul edilen önceden seçilmiş bir formülün uygulanmasına ilişkin esas içerir. İhtiyari ya da takdire bağlı politikalarda ise; kurala bağlı politikaların tersine, politik uygulamaların dönemden döneme parasal otoriteler tarafından yeniden gözden geçirilerek değerlendirilmesi söz konusudur (ÖZTÜRK, 2003, s.68). Kurala bağlı para politikasını savunanlar, merkez bankasının beklenmeyen her türlü gelişmeye müdahale etmemesini ve en öncelikli hedef olarak enflasyon oranını seçmesi gerektiğini savunmaktadırlar. Kamunun bu duruma inandırılması durumunda enflasyon beklentilerinin azalacağına inanmaktadırlar. İhtiyari ya

da duruma göre değişen para politikasını savunanlar ise, merkez bankasının değişen koşullara en uygun politikayı kendisinin belirlemesini ve gerektiğinde değiştirmesi gerektiğini savunmaktadırlar (KARASOY-SAYGILI-YALÇIN, 1997, s.18).

Kurala bağlı ve ihtiyari para politikalarının avantaj ve dezavantajlarını şu şekilde açıklamak mümkündür: İhtiyari para politikasında, para politikası araçlarını kullanmada tam serbestiye sahip olan bir hükümetin, parayı politize etme riski her zaman için vardır. Bir kez para politikasının parasal istikrar amacı dışında başka fonksiyonlara yönelmesi, bu amaca ulaşma önceliğini ikinci plana attığı için farklı etkiler doğurur. Ayrıca para basma yetkisinin siyasal iktidarın elinde yeniden seçilmeyi garanti edecek bir araç olarak kullanması tehlikesi de vardır. İhtiyari para politikasının en önemli argümanı esnekliktir. Buna göre hükümetlerin para politikalarını uygulamada geniş yetkilere sahip olması, ekonomide konjoktüre dayalı bir para politikasının uygulanması için gereklidir. Dolayısıyla kurala bağlı politikalar konjoktüre uygun esnekliği sağlamadığı için konjoktüre mücadeleleri önler. Kurala bağlı politikaları savunanlara göre ise böyle bir esneklik bu yetkinin her zaman için kötüye kullanılması riskinin olduğunu gösterir. Diğer taraftan kurala bağlı politikalar para politikalarının öngörülebilirliğini sağlar. Ayrıca parasal kurallar, parasal otoritelere alacakları kararlar konusunda yol göstericidir ve para otoritelerinin para politikası konusunda büyük hatalar yapmalarını önler (AKTAN-DİLEYİCİ, 2001, s.2-3).

Kurala bağlı para politikalarına örnek olarak döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve nominal GSMH hedeflemesi gösterilebilir. Bu üç para politikası uygulamasının yanı sıra *kural benzeri* politika uygulaması da vardır. Bu politikalarda sistematik olarak para otoritesinin müdahalesi kurallarla sınırlandırılmasına karşın, beklenmeyen problemlerle karşılaştığında değişikliğe gidilebilmesi de öngörülmektedir (KARASOY-SAYGILI-YALÇIN, 1997, s.19). İlk defa 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi politikası bu tür politikalara örnek gösterilebilir.

17. Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Nominal Çapa Kullanımı

Uygulanacak olan para politikasının, sadece günün gereklerine uygun olmak yerine önceden belirlenen bir politika uyarınca yürütmek için belli bir değişkeni hedeflemek ya da bir değişkeni nominal çapa olarak kabul ederek bunun yardımıyla hedefe ulaşmaya çalışmak merkez bankaları açısından sık görülen bir uygulamadır (MALATYALI, 1998, s.4). Örneğin, yüksek enflasyonlu ülkelerde ortodoks istikrar politikalarına ek olarak kur, para arzı ya da ücretlerden bir ya da bir kaçının sabit tutulması suretiyle enflasyon kontrol altına alınmaya çalışılmaktadır. Seçilen nominal çapanın artış hızının enflasyon oranının altında tutulmasıyla birlikte belirli bir süre sonra enflasyon oranı artış hızının bu orana yaklaşacağı varsayılmaktadır. Nominal çapa seçimi istikrar sürecini büyük ölçüde etkilemektedir. Bu nedenle istikrar programlarının en önemli unsurudur. Mevcut ekonomik koşulların gerektirdiği nominal çapanın hangisi olacağı diğer bir deyişle hangi nominal çapanın seçileceği büyük bir önem taşımaktadır (PARASIZ, 2001, s.171).

Para politikasının uygulama sürecinde ara hedef ya da nominal çapa kullanımı iki açıdan önemlidir. İlki, ara hedeflerin, politika araçlarının makro ekonomik hedefler üzerinde arzu edilen etkileri yaratıp yaratmadığı konusunda merkez bankasına bilgi sağlamasıdır. İkincisi ise ara hedeflerin, para politikası uygulamalarının yani para politikası araçlarındaki değişimin ekonomi üzerinde “daraltıcı etkiler mi” yoksa “genişletici etkiler mi” yarattığı konusunda bilgi sağlamasıdır (AKTAN-UTKULU-TOGAY, 1998, s.8).

170. Nominal Çapa Kavramı ve Türleri

Finansal piyasalardaki gelişmeler ve fiyatlar arasında karmaşık bir aktarım söz konusu olduğu için, merkez bankaları her zaman nihai hedefleri doğrudan kontrol edemezler. Gelişmekte olan ülkelerde farklı geçiş gecikmelerinin olması bazı yapısal faktörlerin farklılığına bağlanmaktadır. Bunlar; mali piyasaların derinliği, enflasyon ve faiz düzeyi, fiyatlara müdahale edilip edilmemesi, kur politikasının şekli, fiyatlardaki esneklik, dış açıklık ve kredibilite gibi faktörler olarak sıralanabilir (KARASOY-SAYGILI-YALÇIN, 1998, s.5).

1980'lerde birçok ülke, enflasyonu aşağıya çekmek için, endeksleme mekanizmasını bertaraf ederek enflasyonda meydana gelen ataleti kaldırmak istemişlerdir. Bu amaçla oluşturdukları politika, döviz kurlarını sabitleştirmek suretiyle elde edilen nominal çapa uygulamasıdır.

Ara hedef ya da nominal çapa nihai hedef ile para politikası arasında yer alan, nihai hedef ile korelasyonu bulunan ve para politikası araçlarıyla etkilenebilen, para arzı, döviz kuru, faiz oranı gibi nominal değişkenlerden birinin değerinin dışsal olarak belirlenmesi ve sabitlenmesidir. Merkez bankası sahip olduğu para politikası araçlarıyla önce ara hedefleri oradan da nihai hedef olan fiyat istikrarını sağlamaya çalışmaktadır (OKTAR-TOKUCU, 2001, s.5).

Nominal çapa, para politikasının istikrarlı bir fiyat seviyesi sağlamak amacıyla para politikası uygulayıcılarının kullandığı nominal bir değer olarak da tanımlanabilir (econ.ucsc.edu/grands/ralfhpepp/econ130/Chapter20_LectureOverleads.pdf).

Mishkin'e göre ise nominal çapa, para politikası uygulayıcılarının fiyat istikrarı seviyesini aşağıda bir seviyede tutmak için kullandıkları enflasyon oranı, döviz kuru ya da para arzı gibi nominal değerlerdir. Nominal çapa fiyat istikrarı gibi büyük bir hedefi başarmak için kullanılan orta vadeli bir hedeftir (MISHKIN, 2003, s.506).

Uygulamada günümüze kadar üç tip nominal çapa kullanılmıştır. Birinci nominal çapa, paranın bir ya da daha fazla mala endekslenmesidir. Birçok ülkede altın, gümüş ya da bunların her ikisinin birleştirilmesiyle oluşturulan metal standardı bu tür nominal çapalara örnek olarak gösterilebilir. İkinci Dünya Savaşı'ndan önceki uzun dönem buna en uç örnektir. Sabit bir nominal çapa olan Mal Standardı bu tür nominal çapalara örnektir. özellikle yüksek enflasyonun yaşandığı ekonomilerde bu tip nominal çapalar tercih edilmektedir. Çünkü bu tip nominal çapalarda uzun dönemde sabit fiyat seviyesinin normal seviyesine dönme eğilimi vardır.

İkinci tip nominal çapa uygulamasında para politikası uygulayıcıları, hareket eden nominal bir değeri hedeflemektedirler. Bu tip nominal çapalara parasal hedefleme ya da enflasyon hedeflemesi örnek olarak gösterilebilir. Bu nominal çapalar önceki değer

üzerine ilave olarak gerçekleşmesi istenen artış hesabına dayanır. Böyle düzenlemeler en iyi enflasyon standartları olarak düşünmektedirler.

Üçüncü tip nominal çapa, sabitlemeyi amaçlamada ya da diğer ülkelerin paraları lehine döviz kurunu yönetmede diğer ikisinden tamamen farklı değildir. Birçok çeşidi olan bu döviz kuru düzenlemeleri bazen neredeyse sabit bir pariteyi, bazen sabit bir devalüasyon programını, oldukça geniş döviz kuru hedefi bölgesini ya da değişik kurumlar tarafından tanımlanmış kuralları içerebilmektedir. Döviz kuru hedeflemesinin özü şudur: Sabit ya da kontrollü bir parite düzenlemesine katılan ülkeler bir nominal çapayı paylaşma konusunda anlaşmaktadırlar ki bu nominal çapalarda bir ya da daha fazla taraftarı bulunan çapa ya da diğer döviz kuru hedefleri şeklindeki ülke hedefleridir.

Bretton Woods anlaşmasına katılan ülkeler ile Avrupa Para Sisteminin parçası olan Döviz Kuru Mekanizmasına katılan ülkeler yaygın bir enflasyon deneyimini paylaşmışlardır. Paylaşılan nominal çapa sistemi, partner ülkeyle ilgili sabit bir döviz kuru düzenlemesi ülkelerden biri tarafından benimsendiğinde ülkeler arasında farklı enflasyon kombinasyonlarına izin vermektedir (FLOOD-MUSSA, 1994, s.1-2). Bu sistemlere aşağıda kısaca değinilecektir.

1700. Metal Standardı

Metal sisteminde ülkeler paralarını altın ya da gümüş gibi değerli bir madene bağlamaktadırlar. Para birimi bir miktar altın olarak tanımlanmışsa altın standardı, gümüş olarak tanımlanmışsa gümüş standardı, her ikisiyle de tanımlanmışsa çift metal standardı geçerli demektir.

Paranın standardizasyonuna yönelik ilk uygulama ülke parasının belirli bir miktar gümüş olarak tanımlanması esasına dayanan gümüş para sistemidir. Gümüş para sisteminin yapısı yukarıda açıklanan altın standardının işleyişi gibidir (PARASIZ, 2000, s.318). 1870'li yıllarda Almanya, Hollanda, İskandinavya ülkeleri ve başlıca Asya ülkeleri altın standardını benimsemişlerdir.

1870 ve 1914 yılları arasında geçerli olan altın para sisteminde, belirli bir miktar ağırlıkta ve ayarda altın sikkelerin iç ve dış ödemelerde kullanılması ve paranın bütün fonksiyonlarının yerine getirilmesi söz konusuydu. Altın para standardında her ülkenin parası belirli bir ağırlıkta altın olarak tanımlanmıştır ve bu fiyata “altın paritesi” adı verilmektedir. Ulusal paranın değerinin parite düzeyinde sürdürülmesi için merkez bankası veya darphane gibi görevli bir kurum bu fiyattan dileyen herkese altın satmakta veya kendisine arz edilen altınları satın almaktadır. Böylece ülke düzeyinde sabit fiyat uygulaması gerçekleşmektedir (SEYİDOĞLU, 1999, s.315).

1870’lerde altın standardını benimseyen tek ülke İngiltere’dir. Bu durum altın standardının yaygınlaşmasında itici güç olmuştur. Çünkü diğer ülkeler endüstrileşme sürecinden yararlanmak için İngiltere’den geniş ölçüde mal ve hizmet ithal etmek durumunda oldukları gibi ihracat kapasitelerinin yetersiz olması nedeniyle ithalat faturalarını karşılayabilmek için Londra para piyasalarından borçlanmak zorunda kalmışlardır. İngiltere’ye ek olarak uluslararası alanda kreditor durumunda olan Almanya’nın Prusya Savaşı sonrasında elde ettiği savaş tazminatını altın standardına geçmek için kullanması altın para sisteminin yaygınlaşmasına katkıda bulunmuştur (AKTAN-UTKULU-TOGAY, 1998, s.215).

Dünya ekonomisinde 1870’lerden birinci dünya savaşına kadar geçen sürede “altın standardı” (sabit döviz kuru sistemli), uluslararası para sisteminin esasını oluşturmuştur. Altın standardı savaş sırasında ortadan kalkmış, savaştan sonra ise 1929 dünya ekonomik krizine kadar kısmen yürürlükte kalabilmiştir(group/ueuluslararasıiktisat/files/2.uluslararası%80%AO%AO%FD%20%80%AO%AO%DDİktisat%20Politikas%80%AO%AO%FD%20[Uluslr%20%80%AO%AO%DDkt.-11]/)

Çift metal standardı ise bir ülkenin para biriminin hem belirli bir miktar altın hem de gümüş olarak saptanmasıdır. Bu sistem Almanya, Fransa, Belçika, İtalya ve İsveç’te uygulanmıştır. Ancak çift metal sistemi de yeni gümüş madenlerinin keşfi ve gümüş arzının aşırı ölçüde artması, yeni altın madenlerinin bulunuşu ve altın üretim tekniklerinin artması dolayısıyla altın üretiminin yaygınlaşması gibi nedenlerle son bulmuştur (AKTAN-UTKULU-TOGAY, 1998, s.215).

1701. Bretton Woods Sistemi

1929 yılındaki ekonomik buhranla birlikte metal standardındaki yıkılma beklentileri iyice kendini göstermeye başlamış; buna paralel olarak İngiltere (1931), ABD (1933), ve Fransa (1936) altın standardından ayrılmışlardır. Altın standardının yıkılması, milli paraların birbirine dönüştürülme imkanını ortadan kaldırmış, bu durum uluslararası ödemelerde çok taraflı denkleştirmelerde büyük sorunlar yaşanmasına neden olmuştur. 2. Dünya Savaşı sonuna gelindiğinde ise altın standardı tamamen yıkılmış, milli paralar konvertibilitesini kaybetmiş, birbirinden ilgisiz dolar, sterlin ve Fransız francı şeklinde üç ayrı para sahası oluşmuştur. Savaştan sonra sadece ABD doları ve İsviçre francı tüm konvertibl para niteliklerini koruyabilmişlerdir. Bu ve bunun gibi nedenlerle sosyalist blok dışındaki ülkelerin katılımıyla, dünya ticaretini serbestleştirerek, çok taraflı ticarete imkan sağlayacak bir uluslararası ticari ve mali sistemin esaslarını belirlemek üzere ABD'nin Bretton Woods kentinde bir konferans toplanmış ve uluslararası para sisteminin esasları yeniden belirlenmiştir.

Bu konferansta alınan kararlara göre oluşturulan bu yeni sistemin özellikleri şunlardır: Bu sistem analitik olarak "ayarlanabilir sabit kur" modeline dayanmaktadır. Bretton Woods sistemine göre ABD dışında ki tüm IMF üyeleri, resmi kurdan paralarının değerini dolar cinsinden tanımlamışlardır. Bir paranın dolar cinsinden karşılığına onun "dolar paritesi" adı verilmiştir. ABD'nin de ayrıcalıklı bir durumu vardır. ABD doları başka bir ülkenin parasına değil, 1 ons altın:35 \$ fiyatından altına bağlamıştır. Her ulusal paranın bir dolar paritesi bulunduğu ve dolarda bu sabit fiyattan altına bağlandığı için, tüm ulusal paralar dolaylı olarak altına bağlanmıştır (SEYİDOĞLU, 1999, s.544).

Bretton Woods'ta 1944 yılında kurulan para sistemi, yirmi beş yıla yakın bir süre herhangi bir aksama olmadan işlemiş fakat 1968 yılında itibaren sistem büyük ölçüde sarsıntı geçirmeye başlamıştır. Bretton Woods Sistemi, ABD'nin elinde yeterli ölçüde altın stoku bulunduğu ve ödemeler bilançosu açıklarının uluslararası likidite ihtiyacını karşıladığı sürece aksamadan işlemiştir. 1965'lerden sonra bu ülkenin bilanço açıklarının sürekli artması dolara güven sorununu yaratmış, 1971 ve 1973 dolar devalüasyonları sonucunda Bretton Woods' ta kabul edilen sabit fakat ayarlanabilen kur sistemi tamamen yıkılmış, dolar altın bağlantısı kopmuş ve sistem çökmüştür.

1702. Diğer Nominal Çapalar

Bretton Woods sisteminin çökmesinden sonra ülkelerin paralarını dolar karşısında dalgalanmaya bıraktığı görülmektedir. Ancak ülkelerin ekonomik istikrarı sağlamaya yönelik çabaları çeşitli nominal çapaların kullanılmasını gerektirmiştir. Böylece parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi, nominal gelir hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesine dayalı alternatif parasal stratejiler ortaya çıkmıştır. Bunların yanında faiz hedeflemesi ve gizli nominal çapa hedeflemesi gibi uygulamalar da vardır. Takip eden bölümlerde nominal çapa uygulamalarına geniş bir şekilde yer verileceğinden, bu kısımda daha çok tanıtıcı mahiyetteki açıklamalara yer verilecektir.

Parasal hedefleme, merkez bankasının M1, M2 ve M3 gibi parasal büyüklükleri hedeflemesidir. Enflasyon uzun vadede parasal bir olaydır. Yani enflasyon, para arzı artış hızıyla yakından ilişkilidir. Bu yüzden fiyatların istikrarı temelde para arzını kontrol ederek gerçekleştirilebilir. Merkez bankası para politikası stratejilerini kullanarak, ulaşmak istediği nihai amaç çerçevesinde onunla ilişkili olduğunu düşündüğü parasal büyüklüğü (M1, M2, M3, rezerv para gibi) kontrol etmeye çalışmaktadır (ÖZTÜRK, 2003, s.40). Parasal hedefleme ABD, İngiltere ve Kanada uygulanmış fakat başarılı olamamıştır. Diğer taraftan Almanya ve İsviçre hala başarıyla parasal hedefleme politikasını uygulamaktadır (MISHKIN, 2000a, s.1)

Nominal çapa olarak kullanılan bir diğer çapa çeşidi döviz kurudur. Bu uygulamada ülke parasının düşük enflasyonlu bir ülkenin parasına sabitlemesi yoluyla ya da sürünen pariteler olarak bilinen değişken sabit döviz kuru rejimindeki gibi önceden belirlenmiş bir artış yoluyla ülke parasının değerinin belirlenmesi şeklinde gerçekleştirilebilmektedir (MISHKIN-POSEN, 1997, s.14).

Döviz kuru çapasının para kurulu, sürünen pariteler, gözetimli dalgalanma, serbest dalgalanma gibi uygulama farklılıklarına dayanan türleri de mevcuttur. Ülke örneklerinde, enflasyonun düşürülmesinin yöntemleri incelendiğinde “inandırıcılığın” ve “enflasyonda katılığın” olup olamamasının enflasyonun düşürülmesi ile doğrudan orantılı olduğu gözlenmiştir. Sermaye hareketlerinin tam serbest olduğu, küçük ve açık ekonomilerde karar vericiler, enflasyonla mücadele programında döviz kurlarını nominal çapa olarak

kullanırsa, inandırıcılık doğrultusunda, enflasyon daha düşük bir denge değerine ineilmektedir (KARASOY-SAYGILI-YALÇIN, 1996, s.146).

Yaygın olarak kullanılmamakla birlikte, nominal çapa olarak faiz hedeflemesi de söz konusudur. Faiz oranlarının ara hedef olarak seçiminde harcamalar ile faiz oranları arasında güçlü bir ilişkinin var olduğu ve faiz oranları etkilenecek harcamaların etkileneceği varsayımı önemli bir etkidir (PAYA, 1994, s.105). Faiz oranı hedeflemesi, merkez bankalarının enflasyonla mücadelede kullandıkları en etkili araçlardan biridir. Ancak faiz oranları siyasi müdahalelere en açık değişkenlerdir. Ayrıca faiz oranlarının çok fazla değişken tarafından etkilenmesi ve oynak bir yapıya sahip olması dolayısıyla iyi bir hedef değildir. Gerek finansal serbestleşme gerekse kamu açıklarının borçlanma yoluyla finansmanı bu fiyatın kontrol edilmesini daha da zorlaştırmıştır (DORNBUSH-FISCHER,1998, s.421-423).

Son olarak nominal GSMH hedeflemesinde merkez bankası, enflasyondan ziyade nominal GSMH'daki büyüme oranını kontrol etmek yoluyla daha büyük çıktı dalgalanmalarına neden olan enflasyon oranlarındaki değişmeyi etkileyebilmeyi amaçlamışlardır. Enflasyonla ilgili olarak nominal GSMH büyümesi, politikaların oluşturulması aşamasında ağırlığın fiyatların yanı sıra üretime de yöneltmesi gibi avantajlara da sahiptir (MISHKIN, 2003, s.529).

Yukarıda kısaca açıklanan ara hedef ya da nominal çapaların dışında 1990 yılında ilk defa Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlanan ve birçok ülkede başarılı olan enflasyon hedeflemesi yaklaşımı vardır. Bu para politikası stratejisinde bir ara hedef yoluyla enflasyonun etkilenmeye çalışılmasından ziyade doğrudan doğruya enflasyon oranının kendisi hedeflenmektedir. Yeni Zelanda'yı 1991'de Kanada, 1992'de İngiltere, 1993'te ise Avustralya ve Finlandiya takip etmiştir. Enflasyon hedeflemesi uzun dönem enflasyon hedefinin halka duyurulması, enflasyon hedefinin gerçekleştirileceği konusundaki açıklama ve uzun dönem para politikası, fiyat istikrarının öncelikli amaç olması, para politikasına ilişkin kararlar alınırken sadece parasal büyüklüklerden değil bilgi sistemine dahil bütün faktörlerden yararlanma, para politikasının şeffaflaştırılması, enflasyon amacına ulaşmada merkez bankasının hesap verilebilirliğinin artırılması gibi unsurları içermektedir (MISHKIN, 2003, s.521-522).

171. Nominal Çapa (Ara Hedef) Seçiminde Dikkat Edilmesi Gereken Hususlar

Para politikası ile nihai hedef arasında doğrudan ilişki kurulamadığı için ya da para politikası araçlarıyla nihai hedef doğrudan etkilenemediğinden dolayı merkez bankası nihai hedefe ulaşmada bir ara hedefe ihtiyaç duymaktadır. Nihai hedef, istikrarsızlık özelliği olan enflasyon oranı, işsizlik oranı veya reel üretim gibi değişkenlerdir. Faiz oranı ve paranın ya da kredilerin büyüme hızı merkez bankasının nihai hedeflere ulaşmak için kullandığı ara hedeflerdir. İskonto oranı, açık piyasa işlemleri ve munzam karşılıklar ise merkez bankasının ara hedefleri etkilemede kullandığı araçlar ya da faaliyet hedefleridir (DORNBUSH-FISCHER, 1998, s.427). Para politikası araçları ile önce faaliyet hedefleri daha sonra ara hedefler ve oradan da nihai hedefler etkilenir.

Ara hedef ya da nominal çapa kullanımı bazı yararlar sağlamaktadır. Merkez bankası gelecek yılda uygulayacağı politikayı ara hedeflere bakarak belirleyebilmektedir. Bu da merkez bankasına, dikkatini yapması gerektiği üzerinde yoğunlaştırma olanağı verir. Diğer taraftan para politikası için hedef belirlemenin bir diğer faydası da, merkez bankasının somut olarak gözlenebilmesi ve işlemlerinden dolayı sorumlu tutulabilmesidir.

Para politikası araçları ile ara hedefler arasında tutarlı bir ilişkinin kurulmasına özen gösterilmelidir. Eğer ilişki kurulamıyor ise merkez bankasının ekonomiyi etkilemede gösterdiği performansı azalacak bu ise kredibilite kaybına yol açacaktır. Bu nedenle seçilecek ara hedeflerin bazı özelliklere sahip olması gerekir. Bunları şu şekilde özetlemek mümkündür (OKTAR, 1998b, s.18; PARASIZ, 2003, s.72; ÖZTÜRK, 2003, s.25-26; DORNBUSCH-FISCHER, 1998, s.427; AKTAN-UTKULU-TOGAY, 1998, s.9; TOKUCU, 2001, s.4):

- Ara hedef olarak seçilecek olan değişken “aktarma mekanizması” açısından önemli bir değişken olmalıdır. Yani ara hedef, politika araçları ile politika hedeflerini birbirine bağlama yeteneği yüksek olan bir değişken olmalıdır. Diğer bir deyişle de ara hedef ile nihai hedef arasındaki korelasyonun yüksek olması gerekir. Merkez bankası ara hedefi etkilemek yoluyla nihai hedefte istenilen değişikliği gerçekleştirebilmelidir. Şayet ara hedef ile nihai hedef arasında herhangi bir bağ yoksa bu durumda merkez bankasının bir ara hedef seçerek bunu kontrol etmeye çalışmasının hiçbir anlamı yoktur.

•Seçilecek olan ara hedefin sık ve kolay izlenebilir bir büyüklük olması gerekmektedir. Yani ara hedef olarak seçilen büyüklükle ilgili verilerin güvenilir, anlaşılabilir ve hızlı bir şekilde elde edilebilir olması gerekir.

•Ara hedef para otoritesinin doğrudan ve etkin biçimde kontrol edebileceği bir değişken özelliğini taşımalıdır. Merkez bankası ara hedef üzerinde önemli bir etkiye sahip olmalı; ara hedef olarak seçilecek değişken merkez bankası dışı faktörler tarafından etkilenme gücü yüksek bir değişken olmamalıdır. Eğer merkez bankası dışındaki bir takım aktörler ara hedef üzerinde değişikliklere neden olursa uygulanan politikanın başarı şansı oldukça azalacaktır. Ayrıca bu para politikasının etkinliğinin tartışılmasına yol açacaktır. Merkez bankasının kontrolü altında olan bir ara hedef ise merkez bankasının güvenilirliğinin sağlanmasında önemli bir rol oynayacaktır.

•Diğer taraftan ara hedef olarak seçilecek olan değişken idari ve politik olarak uygulanabilmeli ve merkez bankası hedeflediği ara amaca ulaşabilmelidir. Aksi takdirde hedef belirlemek boşuna bir uğraş olacaktır.

•Ekonomide fiyat istikrarının sağlanması dışındaki diğer amaçlara ulaşmada engel teşkil etmemelidir.

İKİNCİ BÖLÜM

2. DÖVİZ KURU HEDEFLEMESİ

Döviz kuru, iki ülke parasının döviz piyasasındaki dönüşüm fiyatıdır. Döviz kuru rejimi ise döviz piyasasını yönlendirmek amacıyla oluşturulan politika kurallarıdır. Bu döviz kuru rejimleri altın standardı, para kurulu, ayarlanabilir sabit kur sistemi, yönetimli dalgalanma, serbest dalgalı döviz kuru rejimleri olarak sıralanabilir (FISCHER-DORNBUSCH, 2000, s.573).

Yüksek enflasyonlu ülkelerin istikrar politikalarının bir çoğunda döviz kuru nominal çapa olarak seçilmektedir. İstikrar politikalarının hemen hemen hepsinde kur politikalarından bir şekilde yararlanıldığı için, kura dayalı istikrar politikalarının uygulama sonuçları daha çoktur. Örneğin, sabit kur sisteminde kur düzeyi sabit tutulur. Gözetimli kur sabit kur ve kur bandı uygulamalarında ise kurun düzeyi değil artış hızı kontrol edilmektedir. Kura dayalı programlara Şili 1982 ve Meksika 1988 ve 1994 örnekleri verilebilir (PARASIZ, 2001, s.172)

Döviz kurunun nominal çapa olarak seçilmesinin temel nedeni, uluslararası rekabet gücü kaybını önlemektir. Ayrıca, devalüasyon ve görelî fiyat yapısını değiştirerek kaynak dağılımını değiştirmek, ihracatı artırarak ödemeler dengesini iyileştirmek ve talep yönünden reel gelir ve harcamaları azaltmak için de kur politikası uygulanmaktadır. Bu politika, ilk olarak reel talebi ve dış ticarete konu olan malların üretimini etkilediği için kur değişikliğinin hem talep hem de arz yönlü etkisi ortaya çıkmaktadır (YILDIRIM, 2003b, s.3).

Döviz kuru hedeflemesi uzun bir geçmişi olan bir para politikasıdır. Yerli paranın değerinin altın gibi bir mala sabitlenmesi esasına dayanmaktadır. Son zamanlarda sabit döviz kuru rejimi yerli paranın çapa ülkesi olarak adlandırılan ABD ya da Almanya gibi düşük enflasyonlu bir ülkenin parasına sabitlenmesi şeklinde olmaktadır (MISHKIN, 2003,

s.508). 1980'lerde birçok ülke, enflasyonu aşağıya çekmek için endeksleme mekanizmasını bertaraf ederek enflasyondaki ataleti ortadan kaldırmaya çalışmışlardır. Bunun için uyguladıkları politika döviz kurlarını sabitleştirmek yoluyla nominal çapa oluşturmaktı. Nominal döviz kurlarını sabitleştirmek iki yolla enflasyonu aşağıya çekeceği umuluyordu: İlk olarak enflasyon beklentisi kırılacak; ikinci olarak da dış ticaret mallarının fiyatlarında istikrar sağlanacaktı. Uygulamalı çalışmalar göstermektedir ki; döviz kurunun sabitleştirilmesi, hükümetlerin kredibiliteye sahip olması ve diğer piyasalarda endekslemenin ortadan kaldırılması şartıyla olumlu etkiler yapmaktadır. Bunun için sabit döviz kuru politikasına gelirler politikası eşlik etmelidir (ÇAĞLAR, 1997, s.35).

Kura dayalı istikrar programlarının belli başlı özellikleri şu şekilde sıralanmaktadır.

◆Kura dayalı istikrar programlarında kurun kısa dönemde nasıl hareket edeceği önceden açıklandığı için reel kur değerlendirilmektedir. Heteredoks programlarda reel değerlemeyi kısmen önlemek için programın başında yapılan devalüasyondan sonra kur sabit tutulmaktadır. Programın işleyişine göre ilerleyen dönemlerde nominal kur ayarlaması yapılmaktadır.

◆Döviz kurunun reel olarak değerlendirilmesi sonucu dış ticaret dengesi bozulmakta ve dış açık artmaktadır. Yerli paranın değerlendirilmesi sonucu görece mal fiyatları değiştiği için ihracat azalmakta, ithalat artmaktadır. Dış yardım sağlanabildiği sürece cari açık büyük bir sorun haline gelmemektedir.

◆Nominal çapa seçimi istikrar sürecini etkilemektedir. Döviz kuruna dayalı programlarda, ekonomik faaliyet (özel tüketim ve reel GSYİH) genellikle ilk anda patlamakta ve sonra bunu kredibilitenin azalmasıyla ekonomik daralma yani resesyon takip etmektedir. Yapılan bir çalışmada, kurun çapa olarak uygulandığı kronik enflasyon ülkelerinde enflasyonun düşüşünü takiben ekonomik faaliyet ilk anda ya çok az düşmüş ya da hiç etkilenmemiştir. Öyle ki üretim normal seyrinin üzerine çıkmaktadır. Bu dalgalanmanın bir nedeni, kredibilitenin sağlanmamış olmasıdır. Yeterli güven sağlanmadığı için uzun dönemde programın işlemeyeceği beklentisiyle ilk anda talep patlaması gerçekleşmektedir. Çünkü, ekonomik birimler harcamalarını şimdiki döneme kaydırmaktadırlar.

◆Devalüasyon oranının sabit tutulduğu bir ortamda enflasyonun düşme hızı değişmektedir. Döviz kurunun artış hızı enflasyonun altında tutulduğu için enflasyon yavaş düşmektedir. Kurun yanında ücretlerinde sabit tutulup tutulmaması enflasyonun düşme hızını etkilemektedir.

◆Döviz kuruna dayalı istikrar programlarının başlangıcında uluslararası rezervlerin yüksek olması yararlı iken başarılı bir kur programı için çok geniş dış finansman çok da gerekli değildir. Programın ileriki aşamalarında dış kaynak ihtiyacı doğabilir. Programın kredibilitesi açısından yurt içi politika öncelikleri, mali dengesizliklerin kaldırılması ve geniş devalüasyon daha önemli rol oynamaktadır (BAHÇECİ, 1997, s.17)

Döviz kuru politikasının temelde iki şekilde ortaya çıktığı görülmektedir. Bir tarafta serbest ya da esnek döviz kuru politikası, diğer tarafta ise sabit döviz kuru politikası yer almaktadır. Bu iki politika arasında döviz kurunun ne tam serbest bırakıldığı ne de sabit olduğu çeşitli döviz kuru politikaları vardır. Bunlara yönetimli dalgalanan döviz kuru rejimleri olarak da ifade edilmekle birlikte şu şekilde sınıflandırılabilir: Gözetimli dalgalanma (managed float), aralık içinde dalgalanma (floating with a band), kaygan aralık (sliding band), yönlendirilmiş sabit aralık (crawling band), yönlendirilmiş sabit parite (crawling peg), ayarlanabilir sabit kur sistemi (fixed-but-adjustable exchange rate), para kurulu (currency board) ve dolarizasyon (dollarization) (ÖZDEMİR-ŞAHİNBEYOĞLU, 2000, s.2-6). Bu döviz kuru rejimlerinin bir kısmı sabit döviz kuru rejimine bir kısmı da serbest dalgalanan döviz kuru rejimine yakındır.

Döviz kuru rejimlerinin, yukarıda bahsedildiği gibi, çok çeşitleri vardır. Ancak bu rejim temelde üçe ayrılmaktadır; esnek, sabit ve sabitlenmiş oran (pegged rates). Bu üç döviz kuru rejimi karakterleri ve genel sonuçları bakımından birbirinden farklıdır. Esnek ve sabit döviz kuru rejimleri birbirinden farklı görünmesine karşın aynı ailenin üyesidirler. Her ikisi de uluslararası ödemeler için serbest pazar mekanizmasıdır. Esnek döviz kuru ile para politikası uygulayıcıları para politikasını ayarlayabilmektedirler, fakat döviz kurunu ayarlama olanakları yoktur, döviz kuru otomatik olarak belirlenmektedir. Bu parasal tabanın para politikası uygulayıcıları tarafından belirlendiği anlamına gelmektedir. Sabit döviz kuru rejiminde ise para politikası uygulayıcıları döviz kurunu belirlemektedirler. Fakat parasal taban üzerinde etkileri yoktur, parasal taban otomatik olarak

belirlenmektedir. Yani, sabit döviz kuru rejiminde, parasal taban ödemeler dengesi tarafından belirlenmektedir. Bu şu anlama gelmektedir: Ülkenin net resmi yabancı rezervlerinde artış olduğunda parasal tabanı arttırmaktadır ve bunun tam terside geçerlidir. Her iki serbest piyasa döviz kuru mekanizmasında döviz kuru ve para politikası arasında çatışma ortaya çıkmamakta ve ödemeler dengesi krizlerinin kötü sonuçlarında artış meydana gelmemektedir. Bunun nedeni ise sabit ve esnek döviz kuru rejimleri altında piyasa güçlerinin finansal akımı otomatik olarak tekrar dengeye getirecek bir rol oynaması ve böylece ödemeler dengesi krizlerinin önlenmesidir.

Aslında hem dalgalı hem de sabit döviz kuru rejimi tek başlarına uygulanması arzu edilen politikalarlardır. Ancak dalgalı döviz kuru rejimi gelişmekte olan ülkelerde sabit döviz kuru rejimi kadar iyi performans gösterememektedir. Çünkü bu ülkelerde para politikası yönetimi zayıftır. Buna bir örnek Endonezya'dan verilebilir. Endonezya rupiyi 18 Haziran 1997'de dalgalanmaya bırakmıştır. Ancak, hiç de şaşırtıcı olmayan bir şekilde rupi olması gerektiği gibi dalgalanma gösterememiştir. Aslında, rupi çok şiddetli bir dalgalanma göstermiş ve ABD doları karşısında % 75 değer kaybetmiştir. Sonuç olarak bir kaos meydana gelmiş ve insanlar çeşitli malları stoklamaya başlamışlardır (HANKE, www.cato.org/pubs/journal/cj17n3.html). Bu döviz kuru rejimleri ilgili kısımda daha ayrıntılı olarak açıklanacaktır.

20. Döviz Kuru Hedeflemesinin Avantajları

Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılması, para arzının içselliği veri iken, kural olarak para talebi ve dolaşım hakkında herhangi bir bilgiye gerek duyulmaması şeklinde bir avantaja sahiptir. İlgili bölümde nedenleri açıklanacak olan parasal hedefleme politikasında resesyon tehlikesi ile karşı karşıya kalınması durumunda bu problemin ortadan kaldırılabilmesi için para talebi esnekliğinin ve enflasyon beklentilerinin izlediği trendin bilinmesi gerekir. Bu konudaki belirsizlik dolayısıyla parasal çapanın kullanılması zordur. Döviz kurunu nominal çapa olarak kullanan istikrar programlarında bu sorun ortaya çıkmaz; çünkü bunun kullanılması para talebindeki değişmelerin bilinmesini gerektirmez. Para arzı para talebindeki değişmelere otomatik olarak uyar.

Döviz kuru hedeflemesinin tercih edilmesinin ikinci nedeni, uzun süre devam etmiş olan enflasyon dönemlerinin ekonomide yüksek derecede enflasyona yol açmasıdır. Bu durumda enflasyon ve reel faaliyetleri etkileyen para arzı, büyük olasılıkla, yabancı para olarak tutulan varlıkların yerli para cinsinden değerini ve yabancı para cinsinden mevduatları kapsayacaktır. Ancak paranın bu kısmı politika otoriteleri tarafından kontrol edilemediği için, para arzının yurt içi kısmında ortaya çıkan bir düşüşün toplam likidite ve dolayısıyla enflasyon üzerinde fazla etkisi olmayabilir. Bu durumda, döviz kurunun nominal çapa olarak tercih edilmesi uygun olmaktadır.

Üçüncü olarak belirtilmesi gereken husus, döviz kurunun ekonomik birimlere hükümetin amaçları ve fiili hareketleri hakkında, para arzı hedefinden daha net sinyaller vermesidir. Böylece döviz kuru çapası daha açık ve anlaşılması basit olma avantajına sahiptir. Dolayısıyla, ekonomik birimlerin, enflasyonist beklentilerinin nominal çapanın izlenmesi ve sürekli olarak kontrol edilmesi yeteneğinden büyük ölçüde etkilenmesi halinde, döviz kuru nominal çapa olarak para arzından daha avantajlı duruma geçmektedir. Döviz kuru nominal çapası uluslararası ticaret mallarına ilişkin enflasyon beklentilerini sabitlemek yoluyla enflasyonu kontrol altında tutmaya katkıda bulunmaktadır. Çünkü bu malların fiyatları döviz kuru hedeflemesi tarafından sabitlenirken uluslararası fiyatları dünya piyasasında belirlenmektedir. Örneğin Arjantin’de 5 dolarlık 1 bushel buğday 5 peso olması için döviz kuru 1 Arjantin pesosu=1 dolar olarak belirlenmiştir.

Döviz kurunun nominal çapa olarak seçilmesi lehine temel argümanlardan bir diğeri, yurt içi finansal disiplini güçlendirme yeteneği ile ilgilidir. Bu bağlamda, döviz kuru gibi doğrudan gözlenebilir bir değişken üzerine güvenilirlik taşıyan bağlayıcı- sabit bir kararın verilmesi, ücret ve finansal sözleşmelerdeki “enflasyon eğilimi” ni ortadan kaldırmanın görece olarak etkin bir yolu olmaktadır. Bir başka deyişle, isteğe bağlı para politikasının yönetiminde “*zaman tutarsızlığı problemi*” nin ortaya çıkmasını engellemektedir. Bu şekilde, düşük enflasyonun sürdürülebilir ve döviz kuru için önceden belirlenmiş patikanın yaşayabilir olması için gerekli olan mali uyarılma lehine daha iyi bir güdü sağlanmaktadır.

Bir diğer argüman ise, döviz kuru çapasının merkez bankasının enflasyona karşı savaşa konusunda kararlı olduğunu gösteren açık bir sinyal işlevi görmesidir (TELATAR, 2000, s.468-470; MISHKIN, 2003, s.508; ÇAĞLAR, 1997, s.36).

21. Döviz Kuru Hedeflemesinin Dezavantajları

Yukarıda açıklanan avantajlarına karşılık, döviz kuru hedeflemesi, para politikasının kullanılamaması, ülkenin dış şoklara açık hale gelmesi gibi bir takım dezavantajlara sahiptir.

Bunlardan ilki, para politikasının bağımsızlığını ortadan kaldırmasıdır. Açık sermaye piyasasına sahip olan ve döviz kuru hedeflemesi yapan ülkeler, artık kendi bağımsız para politikalarını takip edememektedirler. Bu nedenle ülke, ülke parasının bağlandığı çapa ülkesinde meydana gelen şoklardan bağımsız bir şekilde meydana gelen içsel şoklara cevap verememektedir. Ayrıca, döviz kuru hedeflemesinin anlamı çapa ülkede meydana gelen şokların doğrudan doğruya döviz kuru hedeflemesi yapan ülkeye aktarılması demektir. Çünkü çapa ülke faiz oranlarında meydana gelen değişim hedefleme yapan ülkedeki faiz oranlarında benzer bir değişime neden olmaktadır.

Bu sorun 1990'da Doğu ve Batı Almanya'nın birleşmesinde yaşanmıştır. Birleşmeden kaynaklanan enflasyonist baskılar, Doğu Almanya'nın yeniden inşası sırasında yaşanan mali genişleme Almanya'da uzun dönem faiz oranlarının Şubat 1991'e kadar kısa dönem faiz oranlarının ise Aralık 1991'e kadar yükselmesine neden olmuştur. Bu şok Döviz Kuru Mekanizmasında (ERM'de) yer alan ve ülke parasını Alman Markına çapalayan ülkelere doğrudan doğruya transfer edilmiş ve bu ülkelerin faiz oranları da Almanya'daki faiz oranı gelişmelerine bağlı olarak yükselmiştir. Döviz kuru hedeflemesine bağlılığın devam etmesi, Fransa gibi ERM'de kalan ve döviz kuru hedeflemesine bağlılığı devam eden ülkelerde ekonomik büyümeyi yavaşlatmış ve işsizliği arttırmıştır (MISHKIN, 2003, s.509).

İkincisi ise para politikasının işleyişi hakkında günlük bazda sinyal işlevi gören döviz kuru piyasasının bu özelliğini kaybetmesidir (ÖZTÜRK, 2003, s.32). Bu nedenle merkez bankasının hesap verilebilirliği zayıflamaktadır (econ.ucsc.edu/grands/ralfhepp/econ130/Chapter20_LectureOverheads.pdf). Döviz kuru piyasasının en önemli işlevi olarak görülebilecek bu husus gelişmekte olan ülke ekonomileri için çok daha önemlidir. Çünkü bu ülkelerde ödemeler bilançosu dengesi ve merkez bankasının uyguladığı politikalar gelişmiş ülkelerde olduğu kadar şeffaf değildir. Bu nedenle merkez bankasının

uygulamalarını anlamak, Haziran 1997'de Tayland'da meydana gelen krizden önce görüldüğü gibi, daha da zorlaşacaktır (MISHKIN, 2003, s.511).

Üçüncüsü, ülkeleri spekülâtif saldırılara açık hale getirmesidir. Önceden belirlenmiş döviz kurunun varlığında, döviz kurunun nominal çapa olarak seçildiği ülkede meydana gelen şoklar, hedefleme yapan ülkeye kolaylıkla aktarılabilen ve böylece spekülâtif hareketlere açık hale gelmektedir. Kura dayalı istikrar programı uygulayan ülkelerin, döviz kurunu nominal çapa olarak kabul ettiği ülkede meydana gelen herhangi bir şok, hedefleme yapan ülkede, ekonomik büyümenin gerilemesine ve işsizlikte artışa yol açan negatif bir talep şokuna neden olmaktadır. Bu koşullar altında spekülâtörler, ülkenin döviz kuru politikasına ilişkin bağlayıcı-hükümet kararını sorgulamaya başlamakta ve değer kaybetme eğilimindeki parayı satarak potansiyel olarak yüksek getiri ve düşük risk taşıyan çekici bir kar olanağına kavuşmaktadırlar. Şüphesiz ortaya çıkan krize karşı önlem almak merkez bankası açısından oldukça maliyetli olmakta ve bu süreçte büyük miktarlarda döviz rezervi kaybedilmektedir (YILDIRIM, 2003b, s.7).

Almanya'nın birleşmesinin kötü sonuçlarından biri de Eylül 1992'de meydana gelen döviz krizinde ortaya çıkmıştır. Almanya'nın birleşmeyi takiben uyguladığı sıkı para politikası Döviz Kuru Mekanizmasında (Exchange Rate Mechanism-ERM) yer alan ülkelerde büyümeyi azaltan ve işsizliği arttıran negatif bir talep şokuna neden olmuştur. Bu dönemde, ilgili ülkelerin hükümetleri için marka sabitlenen döviz kurunu bu seviyede tutmak mümkündür. Fakat spekülâtörler hükümetlerin döviz kurlarını açıklanan seviyede tutup tutamayacaklarını sorgulamaya başlamışlardır. Bu nedenle ülkelerin spekülâtif atakların önüne geçmelerine yetecek düzeyde tutacakları faiz oranlarının neden olduğu işsizlik artışına tahammül edip edemeyeceklerini de sorgulamaya başlamışlardır. Böyle bir ortamda Fransa, İspanya, İsveç, İtalya ve İngiltere'nin ulusal paralarına spekülâtif ataklar meydana gelmiştir. Fransa, parasını devalüe etmeyecek kadar güçlü bir sabit döviz kuru rejimine sahip olduğundan devalüasyona gitmemiştir. Diğer ülkelerse bunu yapmak zorunda kalmışlardır (MISHKIN, 2003, s.509-510).

Döviz kuru hedeflemesinin gelişmekte olan ülkeler için çok tehlikeli olan bir diğer dezavantajı ise ekonomi için oldukça yıkıcı sonuçlar oluşturabilecek finansal krizlerin

oluşmasına neden olan finansal kırılganlığı arttırmıştır. Türkiye’de Kasım 2000 ve Şubat 2001 tarihinde yaşanan finansal krizler bu duruma örnek olarak gösterilebilir.

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hedefinin ilk dönemlerde enflasyonu düşürmede başarılı olmasına rağmen, spekülasyon akımlarının bu ülkelerde enflasyonun yeniden ortaya çıkabilmesine yol açabilmesi bir diğer dezavantajını oluşturmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler geçmiş dönemlerden yüksek ve değişken enflasyonla mücadelede güvenilirliği sahip olmadıklarından spekülasyon bir akım neticesinde paranın değerindeki düşüş fiyatlara artış yönünde baskı yapmakta bu da hem gerçek hem de beklenen enflasyon oranlarının artmasına neden olmaktadır. Meksika enflasyonu 1994’deki krizden sonra 1995’te %50’lere sıçramıştır ve benzer bir olay yine Endonezya’da meydana gelmiştir. Beklenen enflasyondaki artış faiz oranlarında da hızlı bir yükselişe neden olmuş, firmalar kısa vadeli borç sözleşmeleri nedeniyle büyük miktarlarda faiz ödemek zorunda kalmış ve böylece firmaların nakit akış pozisyonu zayıflamış, bilanço dengeleri bozulmuştur.

Döviz kuru hedeflemesinin potansiyel bir diğer tehlikesi de ülke parasının daha istikrarlı bir değer kazanmasıdır. Bu durumda yabancı yatırımcılar için risk azalmakta ve bu da sermaye akımını cesaretlendirmektedir. Bu sermaye akımlarının verimli yatırımlara aktarılması ekonomik büyümeyi teşvik etmesi mümkündür. Ancak diğer taraftan bu durum borçlanmayı arttırabilir. Çünkü, bankalar gibi finansal aracı kurumlar bu sermaye hareketlerinin yönlendirilmesine aracı rol oynamaktadırlar.

Yetersiz bir banka denetimi ki gelişmekte olan ülkelerde önemli bir problemdir, borçlanmada meydana gelen aşırı artış sonucu, önemli borçlanma kayıpları ve bankaların bilanço dengelerinde bozulmalara neden olmaktadır. Bu bozulma, bir finansal kriz riski taşınması nedeniyle, sadece ödünç vermede azalmalara değil aynı zamanda ekonomiye de zarar vermektedir. Bir ülkenin bankacılık sistemi zayıfsa, başarılı bir spekülasyon atağın meydana gelmesi ihtimali yüksektir. Çünkü merkez bankasının ülke parasında meydana gelecek değişikliklere karşı faiz oranlarını değiştirme seçeneği yoktur. Bu da bankacılık sisteminin çökmesine neden olabilmektedir. Bu durum Doğu Asya’da ve Meksika’da meydana gelmiştir. Bu örneklerde görülmüştür ki döviz kuru hedeflemesi gelişmekte olan ülkeleri finansal kırılganlığa ve finansal krize daha eğimli bir duruma getirmektedir (MISHKIN, 1999, s.584-586).

Döviz kuru hedeflemesinin bir diğer sakıncası da yukarı yapılan açıklamalar bağı olarak şu şekilde açıklanabilir: Döviz kurunun çapa olarak kullanılması, yerli paranın aşırı değerlenmesine yol açmaktadır. Bu durum dış ticaret açığının artmasına neden olacağından, programın sürdürülmesi sermaye girişlerine bağı hale gelmektedir. Bu da bu tip programların en zayıf noktasını oluşturmaktadır. Buna bağı olarak sermaye hareketlerinde meydana gelen olumsuz bir gelişme bu gibi programların sona ermesine neden olabilmektedir.

Ayrıca döviz kurunun aşırı değerlenmesinin bir diğer olumsuz etkisi de ödemeler bilançosunda görülmektedir. Yerli paranın aşırı değerlenmesi tasarruflar aleyhine tüketimde bir artış meydana getirirken ithalatta bir patlama meydana gelebilmektedir. Bu ise ödemeler bilançosu açığıyla sonuçlanmaktadır.

Kura dayalı istikrar programları kısa dönemde nominal bir istikrar ve rahatlama sağlamaktadır. Bu durum sabit kur uygulamasını devam ettirmek için gerekli olan düzeyde talebi kısma konusunda karar alıcı birimlerin zaaf göstermesine neden olabilmektedir (YILDIRIM, 2003a, s.10).

Nihai hedefin fiyat istikrarının sağlanması olduğu varsayımı altında, küçük ve açık ekonomilerde döviz kurlarının fiyat düzeyi ile yakın korelasyon içinde olduğu görülmektedir. Bu açıardan bakıldığında döviz kurlarının hedeflenmesinin ekonomide fiyat istikrarının sağlanmasında uygun bir hedef olacağı söylenebilir. Buna karşılık döviz kuru hedeflemesinin fiyat istikrarına ve bu yöndeki beklentilere belli bir gecikmeyle etki etmesi, bu süreçteki asimetrik yapı nedeniyle, sermaye girişlerine de bağı olarak milli paranın yabancı paralar karşısında değerli hale gelmesi uluslararası rekabette güç kaybı anlamına gelebilmektedir (MALATYALI, 1998, s.5).

22. Serbest Dalgalı Döviz Kuru Rejimi

Serbest dalgalanan döviz kuru rejimi; paranın kendisinin nominal çapa olarak kabul edildiği ve merkez bankalarının döviz piyasalarında oluşan kura müdahale etmediği bir rejimdir. Serbest dalgalanan kur rejimi hemen hemen tüm endüstrileşmiş büyük ekonomilerde uygulanırken, yükselen piyasa ekonomilerinde de giderek tercih edilen bir

rejim olmuştur (ARAT, 2003, s.7). Esas olarak bu sistemde, döviz kurları piyasa güçleri tarafından belirlenmekte, fakat aşağı yukarı doğru büyük dalgalanmalar olması halinde, merkez bankasının müdahalene belirli sınırlar dahilinde izin verilemektedir. Merkez Bankası, döviz kurlarına önemli ölçüde esneklik sağlayarak idare edebilmektedir, fakat kurları enflasyon farkı, ödemeler bilançosu veya piyasadaki arz talep şartları ile ilgili tahminler gibi göstergeleri dikkate alarak günlük ve haftalık olarak belirleyebilmektedir. Bu durumda döviz kurunun piyasada belirlendiği ve serbestçe dalgalandığı söylenememektedir (ÇAĞLAR, 2003, s.64-65). Fiili anlamda merkez bankasının hiç müdahale etmediği ve tamamıyla arz ve talep koşullarına göre belirlenen döviz kurları bulunmamakla beraber, serbest dalgalı kur rejimine(tam esnek kur rejimine) en yakın dövizler olarak, ABD Doları, Japon Yeni ve Euro gösterilmektedir (ARAT, 2003, s.6).

Ülkeler, resmi olarak serbest dalgalanan kur rejimi uyguladıklarını açıkladıkları halde neden döviz kuruna müdahale etmekte yani yönetimli dalgalanma uygulamaktadırlar? Diğer bir ifade ile neden dalgalanmadan korkmaktadırlar? Bu korkunun temel nedeni para politikası uygulamasının kredibilite eksikliği gösterilmektedir. Kredibilite eksikliğinin, ülkede faiz oranlarının dalgalanma göstermesi ve uluslararası derecelendirme kuruluşlarının verdiği derecelendirmelerin düşük olması gibi birkaç şekilde ortaya çıktığı görülmektedir. Dalgalanma korkusunun bir diğer nedeni de yükselen piyasa ekonomilerinde büyük oranlı ya da beklenmedik devalüasyonlar ile resesyonların birlikte anılmasıdır. Yükselen piyasa ekonomilerinde büyük günah³ dolayı para ikamesinin⁴ ve döviz cinsinden borçlanmaların fazla olması nedeniyle ani ve yüksek oranlı devalüasyonlar sonrasında firmaların borç servisi gerçekleştirmekte güçlük ile karşılaştığı görülmüştür. Yükselen piyasa ekonomilerinde birçok firmanın kurdaki ani dalgalanmalar sonucunda iflas ettikleri görülmüştür.

³ Büyük günah(the orijinal sin): Gelişmekte olan ya da az gelişmiş ülkelerde milli paranın yurt dışından borçlanmak için veya uzun vadeli borçlanma için kullanılamaması durumudur. Yatırım yapmak isteyen veya uzun vadeli finansmana ihtiyaç duyan firmalar ya kısa vadeli borçlanmak zorunda kalmakta, ya vade uyumsuzluğu (maturity mismatch) riskiyle ya da yurt dışından döviz cinsinden borçlanarak kur uyumsuzluğu (currency mismatch) riskiyle karşı karşıya kalmaktadırlar. Bu durum ise finans piyasalarındaki kırılganlığı arttırmaktadır.

⁴ Para ikamesi, iktisadi ajanların ulusal paranın yanında, yabancı paralara da portföylerinde yer vermeleri ve iktisadi değişkenlerde meydana gelen değişikliklere bağlı olarak para arz ve talebi içinde yabancı paranın payının değişmesidir. Diğer bir deyişle, para ikamesi, yabancı paranın ulusal paranın mübadele aracı olma işlevini yerine getirmesidir.

Yönlendirilmiş sabit parite ya da sürünen pariteler olarak da ifade edilen sisteminde, ülke parasının önemli paralar karşısındaki değeri kısa aralıklarla (günlük, haftalık veya aylık), önceden belirlenmiş oranlarda düşürülmektedir. Değer düşüş oranının önceden bilinmesi, belirsizliği azaltmakta ve esnek kurda oluşan bu sakıncayı bertaraf ederek kambiyo kontrolü uygulamasının gerekliliğini ortadan kaldırmaktadır (ÇAĞLAR, 2003, s.76). Sürünen pariteler aktif ve pasif olarak kendi içinde ikiye ayrılmaktadır. Aktif sürünen pariteler, döviz kuruna dayalı stabilizasyon programları olarak da tanımlanmaktadır. Birçok Latin Amerika ülkesinde uygulanan bu sistemde, döviz kuru artış oranı günlük ya da aylık olarak ilan edilmekte ve artış oranı merkez bankasının kontrol edilmektedir. Uygulamada başlangıçta döviz kuru artış oranı genellikle enflasyon oranının altında tespit edilmekte, işçi ücreti artış oranları ve ticarete konu olmayan malların fiyatındaki artışın kur artış oranını aşağıya çekeceği düşünülmektedir. Bu rejimde fiyatlardaki ayarlamaların döviz kurundaki artış oranını yakalaması, programın kredibilitesine ve işçi ücretlerindeki endeksleme derecesine bağlıdır. Bu sistem uygulanırken, parasal ve mali disiplin sağlanması zorunludur. Aksi halde cari işlemler açığında meydana gelen artış bu sistemin devam etmesine olanak tanımamaktadır (ARAT, 2003, s.13). Bu politikanın sürdürülemeyeceği anlaşıldığında, devalüasyon beklentisinin ortaya çıkması ülke dışına ani sermaye çıkışlarına neden olmakta ve merkez bankası rezervlerinin, dövize olan talebi karşılamada yetersiz kalacağının ortaya çıkması durumunda ise ülkelerin krize sürüklendiği görülmektedir. 1994 yılında, Meksika ve Türkiye’de meydana gelen krizler bu duruma örnek gösterilebilir (ÇAĞLAR, 2003, s.79).

Pasif sürünen parite rejiminde ise nominal döviz kurlarında, geçmiş veya o tarihteki enflasyon oranlarını telafi edecek şekilde ayarlama yapılmaktadır. Yani sistemde reel kurlar sabit tutulmaya çalışılmaktadır. Bu rejimde ileriye yönelik önceden ilan edilmiş bir kur artış tablosu yoktur. Uygulamada genellikle tahmin edilen aylık enflasyon oranına göre kur artış oranı tespit edilmektedir. Eğer enflasyon tahmin edilenin üstünde gerçekleşirse, aradaki fark takip edilen aylarda telafi edilebilmektedir. Aktif sürünen paritede, döviz kurları nominal çapa olarak kullanılıp, döviz kurları vasıtasıyla enflasyonun düşürülmesi amaçlanırken kurlarda reel değerlendirme olması kaçınılmazdır. Aktif sürünen paritede döviz kurlarının açtığı yoldan işçi ücretleri ve para politikasının devam etmesi beklenmektedir. Pasif sürünen paritede ise, tam tersine döviz kurları parasal genişlemenin ve işçi ücretlerinin açtığı yolu takip etmektedir. Pasif sürünen paritelerde, reel kurlar genellikle

(bazen belirli bir gecikme ile) sabit tutulmasına rağmen negatif şoklar ile karşılaşılması söz konusu olabilmektedir. Sürünen pariteyi ilk uygulayan Brezilya ve Kolombiya'da buna benzer negatif şoklar görülmüştür (ARAT, 2003, s.13-14).

24. Sabit Döviz Kuru Rejimi

Sabit kur sistemi, ülke parasının başka bir ülke parasına ya da başka ülkelerin paralarından oluşan bir sepete bağlanması veya diğer paralar karşısındaki değerinin değiştirilmemesi olarak tanımlanabilir (ERTÜRK, 1999, s.139). Diğer bir ifadeyle sabit kur sistemi, merkez bankasının paranın değerini korumak için, işlem yapacağı bir merkezi değeri açıkladığı bir döviz kuru sistemidir (PARASIZ, 1993, s.410).

Sabit döviz kuru sisteminin en önemli öğelerinden biri merkez bankasının yeterli döviz rezervine sahip olması gerekliliğidir. Sabit kur sisteminde, istikrarsız bir ekonomide dengenin sağlanabilmesi için program çapası olan döviz kurunun dışsal olarak belirlenip, sabitleştirilmesi öngörülmektedir. Bunun amacı; döviz kurunun değer kaybı beklentisini kırmak ve dolayısıyla enflasyonu kontrol altına almaktır. Ancak bu uygulamanın başarılı olabilmesi için, mali politikalarla birlikte yürütülmesi gerekmektedir (YILDIRIM, 2003a, s.28-29).

Sabit kur rejimleri milli paranın tamamen ortadan kaldırıldığı ve yerine uluslararası piyasalarda kabul gören dövizlerin ülkenin resmi parası kabul edildiği resmi dolarizasyondan ile döviz kuru paritesinin belli bir oranda sabitlenmesi şeklini alan geniş yelpazede uygulanan bir dizi rejim olarak sınıflandırılmaktadır. Aynı şekilde, döviz kurunun belli bir oranda sabitlenmediği ancak, artış oranının belirlendiği veya sabitlendiği sistemlerde, yine sabit kur rejimi sistemleri içerisinde değerlendirilmektedir. Bunlara ilaveten, para kuruluda sabit kur sistemleri içinde gösterilmektedir (ARAT, 2003, s.15). Resmi dolarizasyonun uygulaması yaygın olmadığından burada sadece para kurulu incelenecektir.

240. Para Kurulu

Para kurulu düzenlemesi döviz kuru çapasına güçlü bir şekilde bağlı olan tam sabit bir döviz kuru örneğini teşkil etmektedir. Para kurulu uygulamaları çok sayıdaki küçük ülkede iyi bir şekilde işlemektedir.

2400. Tanım ve Özellikleri

Para kurulu çok çeşitli şekillerde tanımlanmaktadır. Tablo 2’de para kuruluyla ilgili bazı tanımlamalara değinilmiştir.

Tablo: 2
Para Kuruluyla İlgili Bazı Tanımlamalar

Çalışmalar	Tanım
Hanke-Schuler , http://users.erols.com/kurrency/icegrev.htm	Para kurulu, ulusal paranın (ya da bazı durumlarda mevduatların) rezerv paraya tamamen dönüşümü olan ve aynı zamanda her talep edildiği anda sabit bir kur üzerinden tam konvertibilitesi bulunan bir paranın çıkarıldığı kurumdur.
Özdemir-Şahinbeyoğlu, 2000	Para kurulu, ülke parasının seçilecek olan yabancı bir para ile sabit kurdan değişimini öngören ve belirli yasal düzenlemeleri gerektiren bir sistemdir.
users.erols.com/kurrency/intro.htm.s.1	Para kurulu, milli paranın rezerv para olarak adlandırılan mal ya da yabancı çapa paraya talep edilen ya da sabit bir oranda doğrudan doğruya çevrilmesi görevini yürüten bir para yönetimidir.
Aktan-Utkulu- Togay, 1998	Para kurulu temel olarak, belirlenen sabit kurdan döviz varlıkları karşılığında para yaratan, kamu kesimine ve bankacılık kesimine kredi verme fonksiyonu olmayan bir kurumdur. Bu anlamda para kurulu uygulaması sabit döviz kuru uygulamasının özel bir durumu olarak ortaya çıkmaktadır.
Mishkin, 2003	Para kurulu, milli paranın % 100 yabancı para ile desteklendiği, devlet ya da merkez bankası tarafından para basımının olmadığı, döviz kurunun bu yabancı paraya sabitlendiği ve özel kesimin başvurması durumunda milli paranın bu yabancı paraya sabit bir oranda dönüştürüleceği bir sistemdir.
Kim, 2003	Diğer taraftan, IMF tarafından yapılan tanıma göre ise para kurulu, ulusal paranın değerinin sabit döviz kurunu garanti etmek için kati yasal beyanlara dayanan özel bir paraya sabitlendiği ve aynı zamanda para kurulunun yasal yükümlülüklerini yerine getirmeyi garanti etmek için politika uygulayıcılara kısıtlamalar getiren bir sistemdir.
Balino-Enoch, 1997	Para kurulu kısaca, yerli parayı belirlenmiş bir yabancı paraya sabit kur üzerinden dönüştürmeyi açık biçimde ve yasal olarak taahhüt eden bir sistemdir.
Çelebican, 1998	Son olarak para kurulu, ABD Doları ya da Euro gibi, belirli bir yabancı para cinsinden sahip olduğu varlıklarla orantılı miktarda dolaşıma para çıkarabilen, bu paraları her istediğinde ve sabit bir kur üzerinden söz konusu yabancı paraya, yabancı parayı ise ulusal paraya çevirme yükümlülüğünü üstlenmiş bulunan bir kuruluşur şeklinde tanımlamakta mümkündür.

Temel olarak birbirine benzeyen bu tanımlar oldukça genişletilebilir. Bu tanımlara bakıldığında para kurulunun başlıca özelliği, ülke parasının rezerv para olarak adlandırılan yabancı bir ülkenin parasına ya da duruma göre oluşturulacak olan bir sepete bağlanması ve para arzının yalnızca bu döviz karşılığında artmasıdır.

Para kurulu uygulaması İngiliz iktisatçılar tarafından oluşturulan bir sistem olmakla birlikte ilk uygulaması 19. yy'da İngiliz Kolonilerinde başlamıştır. İlk para kurulu uygulaması Mairitius'da 1849 yılında kurulmuştur. Bunun yanı sıra Afrika, Asya ve Ortadoğu'daki 70'den fazla Kolonide para kurulu sistemi uygulanmıştır. Kolonilerin bağımsızlıklarını kazanmalarıyla birlikte para kurulları merkez bankaları haline dönüşmüştür. Koloni ilişkileri çerçevesinde ortaya çıkan para kurulu uygulamalarının yanı sıra, bağımsız ülkelerde para kurulu sistemini uygulamışlardır. Örneğin, 1902-1914, 1927-1929, 1991-2002 dönemlerinde Arjantin'de; 1931-1949 döneminde Irak'ta; 1904-1931 döneminde Panama'da, 1964-1971 döneminde Kuzey Yemen'de para kurulu sistemi uygulamaları gözlenmiştir (AKTAN-UTKULU-TOGAY, 1998, s.162).

Para kurulu sisteminde yerli paranın sabit kur üzerinden endekslendiği paraya "rezerv para" adı verilmektedir. Her ülkenin para birimi rezerv para olarak kabul edilmemektedir. Bunun için ABD Doları, İngiliz Sterlini ya da Euro gibi uluslararası piyasalarda genel kabul görmüş (tam konvertibl), güçlü ve istikrarlı bir para biriminin olması gerekmektedir. Yerli para biriminin endekslendiği ülkeye ise "rezerv ülke" veya "rezerv paralı ülke" adı verilmektedir (AKYAZI, 1998, s.63).

Uygulamada iki çeşit para kurulunun olduğu görülmektedir. İlki, para kurulunun ilk uygulanmaya başlandığı yıllarda uygulandığı şekli olan ortodoks para kurulu sistemidir. Ortodoks para kurulu sistemi, bir ülke parasının yetkili bir kurul tarafından sabit döviz kuru sistemi üzerinden %100 döviz karşılığında üretilmesidir. Bu sistemde ihracat artışı dış ödemeler dengesini arttırırken, ödemeler dengesinde oluşan artı bakiye döviz kazancı sağlayarak para arzı artışına neden olmaktadır. Ayrıca bu sistemin en önemli özelliklerinden biri de bütçe finansmanı amacıyla para basılmaması ve devlete borç verme işleminin olmamasıdır. Aynı zamanda merkez bankasının son başvuru mercii olma fonksiyonu da ortadan kalkmaktadır. Parasal işlemin ödemeler dengesi yoluyla sağlanması

nedeniyle, herhangi bir devlet müdahalesine gerek duyulmamaktadır (YILDIRIM, 2003a, s.44).

Günümüzde, bu tür özellikleri taşıyan para kurullarına rastlamak neredeyse imkansızdır. Değişen finansal ekonomik yapılarla birlikte, para kurullarının yapısı da zaman içinde değişmiştir (AKYAZI, 1998, s.63). Bu tür para kurulları merkez bankasının işlevlerinin bazılarını devam ettirdiği, en son borç verici fonksiyonunun devam ettiği, %100 esneklik getirilen ve sınırlıda olsa ihtiyari para politikası uygulayabilen para kurulları olarak karşımıza çıkmaktadır (ARAT, 2003, s.19). Bu şekilde uygulanan para kurulları “yarı”, “esnek” veya “melez” para kurulu sistemi olarak adlandırılmaktadır. Bu çeşit para kurulu uygulayan ülkeler kendi iktisadi şartlarına göre uygulamaya bazı esneklikler getirmişlerdir (AKYAZI, 1998, s.63). Esnek para kurulu sistemi, tutulan rezervlerin oranı ve son borç verici merci olup olması açısından para kurulundan farklıdır. Esnek para kurulu sistemini uygulayan ülkelere örnek olarak, Arjantin (1990) (esnek para kuruluna 1991’de geçti), Estonya (1992), Litvanya (1994), Bosna (1997) ve Bulgaristan (1997) olarak gösterilebilir. Ortodoks para kurulu 2000 yılı itibariyle sadece Cayman adaları, Falkland adaları, Faroe Adaları ve Cebelitarık’da uygulanan bir parasal rejimdir (HANKE-SCHULER, <http://users.erols.com/kurrency/icegrev.htm>).⁶

İkincisi ise paralel para üreten para kurulu sistemidir. Bu sistemde ülkede dolaşımda bulunan ülke parasına ek olarak, yeni bir para piyasaya sürülmekte ve zaman içerisinde kurul parası merkez bankası parasının yerini almaktadır (YILDIRIM, 2003a, s.45).

Para kurulu uygulamasının, tam konvertibilite, milli paranın rezerv paraya sabit orandan dönüşümünün anayasal bir düzenleme ile garanti altına alınmış olması ve senyoraj gelirlerinin sadece faiz gelirlerinden sağlanması gibi özellikleri mevcuttur. Bu özellikler aşağıda kısaca özetlenecektir.

1-Tam Konvertibilite: Para kurulunda tam konvertibilite ulusal paranın yabancı paraya, yabancı paranın ise yerli paraya talep edilmesi durumunda, hiçbir sınırlama olmaksızın dönüştürülmesi anlamına gelmektedir. Diğer bir deyişle konvertibilite para

⁶ Daha fazla bilgi için bkz: Steve Hanke, Kurt Schuler, Currency Boards For Developing Countries: A Handbook, pp.32-34, <http://users.erols.com/kurrency/icegrev.htm>

kurulu sisteminde kurul parası ile rezerv para arasındaki sınırsız değişimi ifade etmektedir (BARIŞIK, 2001, s.53). Para kurulunda sınırsız değişim öngörölmekle birlikte, bazı para kurullarında işlem maliyetlerini azaltmak amacıyla bir miktar dönüşüm ücreti alınmıştır (SCHULER, 1992, s.3). Bazı para kurullarında kurula gelir sağlamak amacıyla kurul parası ile rezerv para arasındaki değişime yaklaşık %0.25-3 arasında komisyon uygulamıştır. Örneğin Jamaika Barbados'da 100 sterlin ve Batı Afrika Para Kurulu'nda 1000 sterlin alınmaktaydı (BARIŞIK, 2001, s.53).

Kural olarak para kurullarında isteyen herkes dilediği anda para kuruluna başvurup parasını dönüőtürme hakkına sahipse de uygulamada durum böyle değildir. Örneğin Hong Kong'da sadece banknot arz eden bankalar Hong Kong Dolarını bir para kurulu olan Kambiyo Fonu'nda ABD Dolarına dönüőtürme hakkına sahiptiler. Vatandaş ve girişimciler ise yerli para ihtiyaçlarını interbank para piyasasında karşılayabilmektedirler. Arjantin'de, prensipte herkes konvertibilite imkanına sahip olmakla birlikte; uygulamada sadece bankaların bir para kurulu olan merkez bankasına başvurabildikleri görölmekteydi (AKYAZI, 1998, s.65). Diğer taraftan, Para kurullarının rezerv parayı doğrudan alıp satmalarına bir engel yoksa da bazı İngiliz sömürgelerinde para kurulları sadece bankaların taleplerini karşılamış, kişilerin ve firmaların rezerv parayı satın alma ve satma taleplerinin karşılanması bankalara bırakılmıştır. Öte yandan, bazı sömürgelerde Para Kurulları, ancak belirli bir büyüklüğün üstündeki rezerv para alımlarını ya da satışlarını doğrudan sonuçlandırmış, küçük tutarlı işlemlere girişmemişlerdir (ÇELEBİCAN, 1998, s.33).

Para kurulu sisteminde, tam konvertibilite geçerli olmakla birlikte, para kurulları bankalardaki mevduatların konvertibilitesini garanti etmemektedirler. Böylece %100 karşılık oranı parasal taban için geçerli olmakta, geniş tanımlı parasal büyüklükleri (M1, M2) kapsamamaktadır. Bu nedenle bankalar mudilerin taleplerini karşılamaya yetecek oranda karşılık bulundurmak zorundadırlar. Ticari bankalar bu sistemde rezerv para bulundurabilmektedirler (ARAT, 2003, s.29).

Para kurulu sisteminde ortaya çıkan bir diğer unsur ise ulusal paranın rezerv paraya sabit oranda dönüşümünün anayasal bir düzenleme ile güvence altına alınmış olmasıdır. Bu uygulama ile beklentiler etkilenerek enflasyon oranının kontrol altına alınması amacı desteklenmektedir.

2-% 100 Karşılık Sistemi, Rezervler, Sabit Döviz Kuru: Para kurulu, para politikasının devletin ve merkez bankasının elinden tamamen alınarak otomatik olarak yürütüldüğü sabit döviz kuru rejiminin bir türüdür. Sabit döviz kuru rejimi para kurulundan farklı olarak para politikası uygulayıcılarına faiz oranları ya da para arzında ayarlama yapma imkanı vermektedir (MISHKIN, 2003, s.512). Ayrıca, para kurulu sisteminde dolaşımdaki paranın %100'üne eşit oranda döviz karşılığı vardır (ÇELEBİCAN, 1998, s.33). Diğer taraftan, para kurulu sisteminin getirdiği sabit kur düzeni ile merkez bankasının getirdiği sabit kur düzeni arasında önemli bir fark daha vardır. Merkez bankasınca takip edilen sabit kur politikasında döviz kuru genelde hükümet tarafından belirlenir ve gerek duyulduğunda hükümet tarafından değiştirilebilir. Para kurulu sisteminde ise, sabit döviz kuru para kurulu kanununda ya da anayasada ilan edilir. Döviz kurunun daha ileri bir tarihte değiştirilmesi ise ancak yeni bir kanun ya da anayasa değişikliği ile mümkün olur (GÜLTEKİN-YILMAZ, 1996, s.5).

Para kurullarında ulusal paranın rezerv paraya sabit bir oranda dönüşümünün anayasal olarak güvence altına alınmış olması, para kuruluna güvenin sağlanması açısından önemlidir. Para kurulu sisteminde ulusal para ile rezerv para arasındaki değişim oranının değiştirilebilmesinin çok sıkı kayıt altına alınmış olması nedeniyle olağanüstü koşullar olmadıkça para kurulu'nun dolaşıma çıkardığı para ile rezerv para arasındaki değişim oranının değiştirilmesi söz konusu değildir. Nitekim Cibuti, rezerv parası olan A.B.D. dolarının Bretton Woods sisteminin çöküşünden sonra altına ve öteki paralara oranla değer yitirmesi üzerine, altına ve Cibuti Frankı arasındaki pariteyi korumak için iki kez revalüasyon yoluna gitmek zorunda kalmıştır. Sterlini rezerv para olarak kabul eden İngiliz sömürgeleri de sterlinin altına ve ABD dolarına karşı devalüe edilmesi nedeniyle, önce 1949, daha sonra 1967 ve 1972 yıllarında devalüasyona başvurmak zorunda kalmışlardır. (ÇELEBİCAN, 1998, s.33). Sisteme ve uygulanan politikaya olan güvenin sağlanması ise başta enflasyon olmak üzere makro değişkenleri etkileyen beklentilerin sabitlenmesini amaçlamaktadır.

Sabit döviz kuru denildiğinde, mutlaka 1=1 şeklinde belirlenmiş bir döviz kurunun geçerli olduğunun anlaşılması gerekir. Döviz kuru birebir şeklinde belirlenebileceği gibi başka oranlar şeklinde de belirlenebilir. Nitekim Arjantin ve Brunei Sultanlığı'nda döviz

kurları 1=1; Cibuti, Estonya ve Hong Kong'da sırasıyla 1=177,72; 1=8 ve 1=7 şeklinde belirlenmiştir (AKYAZI, 1998, s.67).

Sabit kurun hangi düzeyde olacağı para kurulu sisteminin en önemli konularından biridir. Döviz kuru belirlenirken ulusal paranın değeri düşük tutulursa, para kurulu sisteminde enflasyonist baskıların önü açılmış olur. Ülke parasının yüksek değerlenmesi ise ülkenin uluslararası rekabet gücünü zayıflatacaktır. Döviz kurunu belirlemeden önce serbest piyasada oluşmuş olan kurlar yeni kuru saptarken bir referans noktası olarak düşünülebilir. Ancak, böyle bir durumda dahi, Estonya'da olduğu gibi, enflasyon tehlikesini bir dereceye kadar göze alarak, ulusal paranın değerini düşük tutmakta yarar vardır (ÇELEBİCAN, 1998, s.37). Bu yararlar; ekonominin rekabet gücünün artırması, mali otoriteye mali durumunu düzeltmesi, artan yabancı yatırımlarla birlikte hükümet gelirlerinin artması ve dolayısıyla harcamalarını azaltma imkanı vermesi olarak sayılabilir (AKYAZI, 2002, s.86). Döviz kuru istikrarının sağlanabilmesi için döviz girişiyle para arzı işlemlerinin eş zamanlı yürütülmesi gerekmektedir. Sabit kurun uygulanması büyük oranda döviz ve faiz arbitrajını önlemektedir. Belirlenen kur spekülatif faaliyetlerin oluşmaması için piyasa koşullarında oluşan kur oranından ne çok düşük ne de çok yüksek olmalıdır (BARIŞIK, 2001, s.53). Para kurulu sistemine geçişle birlikte, kuru değiştirmek çok zor olduğundan, kurun aşırı yüksek veya düşük değerlenmesini önlemek mümkün olmamaktadır (KAPLAN, 1999, s.22).

Para kurulu sisteminin bir diğer önemli özelliği %100 rezerv tutulmasıdır. Bu, sistemde yer alan para kurulu parası kadar rezerv para tutulması anlamına gelmektedir. Ortodoks para kurulu sisteminde rezervler dolaşımdaki paranın en az %100'ünü karşılamaya yetecek büyüklükte belirlenmektedir (ÇELEBİCAN, 1998, s.20). Yarı para kurulu sistemine ise karşılık rezervi olarak faiz getirisi yüksek yerli-yabancı tahvil-bono ve altın değerli madenler tutulması ile kurulun döviz gereksinimi azaltılmaktadır. Yarı para kurulu sisteminde üç türde karşılık rezervi tutulmaktadır. Karşılık rezervi, %30-50 arasında değişen oranlarda likit (nakit) rezervlerden, %50-70 oranında yatırım (kısa ve uzun vadeli tahvil ve bono gibi nakde çevrilebilir varlıklar) rezervlerden ve %5-10 oranında ihtiyat amacıyla tutulan atıl rezervlerden oluşmaktadır (BARIŞIK, 2001, s.53). Diğer taraftan, para kurulu, varlıklarının değerinde meydana gelecek bir düşmeye karşılık bu oranın 5 ya da 10 puan daha yüksek belirlenmesinin yararlı olacağı savunulmaktadır (SCHULER,

1992, s.5). Buna göre, para kurulu ihraç ettiği paranın %5 ila 10'u oranında ilave rezerv bulundurur. Bu rezervler "fazla rezervler" olarak adlandırılmaktadır. Yukarıda da ifade edildiği gibi fazla rezervlerin bulundurulmasının nedeni, yatırım rezervleri nedeniyle ortaya çıkacak olan sermaye kazanç ya da kayıplarıdır (AKTAN-UTKULU-TOGAY, 1998, s.165).

%100 karşılık sistemiyle ilgili bir diğer konuda hangi pasif ve yükümlülüklerin karşılık sistemine dahil edileceğidir. Ortodoks para kurulu pasifinde sadece emisyon ve özvarlıklardan oluşmaktadır. Bu nedenle ortodoks para kurulu sisteminde piyasaya sürülen banknotların toplam karşılığı döviz rezervi tutulmaktadır. Bankacılık sektörünün zayıf olduğu ülkede, bankalara para kurulunda munzam karşılık bulundurma yükümlülüğü getirilebilir, ya da para kurulu bankalar arası takas işlemlerini yürütebilir. Para kurulunun tüm yükümlülükleri karşılığında döviz rezervleri tutması gerektiği için, referans alınacak büyüklük, emisyon ve ticari bankaların kurulda bulundurduğu mevduatın toplamına eşit olan parasal taban olacaktır (GÜLTEKİN-YILMAZ, 1996, s.5-6).

Para kurulunda tutulan rezervlerle ilgili olan diğer bir önemli konuda bu rezervlerin nasıl tutulacağı ya da ne şekilde değerlendirileceğidir. Para kurulu sisteminin en önemli sakıncalarından biride para kurulu ülkesinin senyoraj gelirinden vazgeçmesidir. Bu nedenle rezervlerin kompozisyonu önemlidir. Çünkü para kurulu ülkesinde senyoraj geliri sadece faiz gelirinden sağlanmaktadır.

Rezerv para seçiminde iki kriter göz önüne alınmalıdır. İlki, rezerv olarak tutulacak paranın konvertibl ve istikrarlı olmasıdır. Diğeri ise, seçilecek rezerv paranın, para kurulunu oluşturacak ülkenin ana ticaret partnerlerinin parası olup olmadığıdır (AKTAN-UTKULU-TOGAY, 1998, s.165). Rezerv para olarak seçilecek para biriminin uluslararası piyasalarda kabul gören istikrarlı bir para birimi olması gerekir. Çünkü, rezerv para biriminin değerinde ortaya çıkabilecek dalgalanmalar ödemeler dengesini olumsuz etkileyecektir (GÜLTEKİN-YILMAZ, 1996, s.5). Ayrıca seçilecek olan rezerv para biriminin, hem ulusal hem de uluslararası alanda tüm klasik fonksiyonlarının yanı sıra, ilave fonksiyonlara sahip olması gerekir. Bunlar; rezerv paranın fatura para, vasita para ve bankacılık parası gibi özel; sabitlenme parası (çapa), müdahale ve rezerv parası gibi resmi

ve hesap birimi, değişim aracı ve değer ölçüsü gibi de genel fonksiyonlar şeklinde sınıflandırılmaktadır (AKYAZI, 2002, s.86).

Rezerv para seçiminde ikinci önemli kriter seçilecek rezerv paranın ülkenin önemli ticaret ortaklarından birine ait olması gerekliliğidir. Bu gereklilik, ülkenin para kurulu uygulamasına geğme nedeni olan enflasyonu düşürmek ve fiyat istikrarını sağlamak amacıyla ilgilidir. Şöyle ki, para kurulu uygulamasına geçecek olan ülke ulusal parasını seçilecek rezerv paraya bağlayarak, uluslararası ticarete konu olan malların fiyatlarında istikrarı sağlamak ve böylece enflasyonu önlemede önemli olan bir unsuru gerçekleştirmeye çalışmaktadır. Bu nedenle seçilecek olan rezerv ülke ile yapılan ticaretin boyutları önemlidir. Bu açıdan bakıldığında Hong-Kong ve Arjantin gerek uluslararası ticarete gerekse finansal işlemlerde yoğun olarak ABD doları kullandıkları için rezerv para olarak ABD dolarını seçmişlerdir. Ticaret partnerleri açısından bakıldığında, Estonya için Finlandiya Markı ve İsveç Kronu uygun rezerv paralar durumunda iken sağlam bir para olması nedeniyle Alman Markı tercih edilmiştir. Ancak, bunun aksine uygulamaların olduğu da görülmektedir. Örneğin Cibuti, dış ticaretin büyük bölümünü Fransa ve öteki AB ülkeleri ile gerçekleştirmesine karşın, rezervlerini ABD Doları cinsinden tutmaktadır. Para kurulu ülkesinde fiyatlar ve ücretler aşağıya doğru esnek değilse, rezerv para seçilirken her iki ülkenin benzer şoklara açık olup olmadığı göz önüne alınmalıdır. Uğranılan şokların farklı olması durumlarda, fiyatlar ve ücretlerde esnek değilse, olumsuz bir şoka uğrayan para kurulu ülkesinin dış ticaret dengesini yeniden kurması için döviz kurunu değiştirmesi gerekecektir.

Para kurulu sistemine geçecek olan ülkenin ticaret partnerleri geniş bir yelpazeden oluşuyorsa, döviz kuru sabitlenmesinde rezervler çeşitli oranlarda yabancı paraları içeren bir "sepet" olarak da tutulabilir. Gerçekten de, ülke parasının çeşitli yabancı paralardan oluşan bir bileşime sabit kurlarla bağlanması, rezerv yönetimi ve ulusal paranın yabancı paralara çevrilmesi işlemini karmaşılaştıracak bir nitelik taşımaktadır. Bu nedenle uygulamada rezervlerin tek bir yabancı para cinsinden tutulduğu görülmektedir (ÇELEBİCAN, 1998, s.36-37; AKTAN-UTKULU-TOGAY, 1998, s.165).

Rezerv paranın seçiminin yanı sıra %100 karşılık sisteminin sağlanması ve senyoraj geliri elde edilmesi açısından bir diğer konuda rezervlerin bileşimidir. Para kurulu

istenildiğinde döviz talebini karşılayabilmek için rezervlerinin bir kısmını nakit tutar. Normal ekonomik şartlarda, tutulacak nakit oranı büyük değildir. Ancak Bennet'a göre, normal ekonomik koşullarda para kurulunun rezervleri görece olarak kısa vadeli ve faiz getirisi sağlayan yabancı finansal aktiflerden oluşmalıdır. Çünkü bu şekilde para kurulu devlete karlarını aktarabilir. Para kurulunun kamu kesimi ve bankacılık kesimini finanse etmek gibi bir yükümlülüğü bulunmadığından varlıkları tamamen döviz varlıklarından oluşmaktadır. Ancak Arjantin'de olduğu gibi farklı uygulamalarda olabilmektedir. Arjantin'de Merkez Bankası'nın kamu kesimine doğrudan doğruya kredi verme fonksiyonu olmamasına rağmen, para kurulunun rezervlerinin bir kısmı devletin dolar cinsinden ifade edilmiş olan iç borç kağıtlarından oluşmaktadır. Net döviz talebi toplam rezervlerinin küçük bir bölümü olacağı için, para kurulunun rezervlerin tamamını nakit olarak tutması gerekmemektedir. Tutulduğu takdirde, devletin senyoraj gelirleri tamamen rezerv para ülkesine aktarılmış olacaktır. İngiliz Kolonilerinde ise bu sorun benzer şekilde çözümlenmiştir. Koloni para kurulları varlıklarını iki ya da üçe ayırmışlardır. İlk kısım, mevsimsel dalgalanmalar ve durgunluk dikkate alınarak hesaplanan, halkın nakit taleplerini karşılamaya yetecek düzeyde ve dolaşımdaki paranın % 30 ila % 50'si arasında değişen oranlardaki "likit rezervlerden" oluşmaktaydı. Likit rezervler bir yıldan daha az vadeli, ihtiyaç duyulduğunda çabucak elden çıkarılabilecek, yüksek güçlü menkul değerlerden oluşmaktadır. "Yatırım rezervleri" ise para kurulunun talep edilmeyeceğini düşündüğü tutarlardan oluşan, sermaye kaybı riski daha yüksek olan, likit rezervlerden daha düşük kalitede fakat daha yüksek faiz getirisine sahip menkul değerlerden oluşmaktadır. Menkul değerlerde meydana gelen sermaye kayıpları nedeniyle rezervlerin %100'ün altına düşmemesi için bir çok para kurulunun %5 ila %10 arasında fazlalık rezerv tuttuğu görülmektedir. Bu rezervlere "fazlalık rezervler" denilmektedir. Bu rezervler yıl sonunda devlete aktarılmaktadır (AKTAN-UTKULU-TOGAY, 1998, s.166, GÜLTEKİN-YILMAZ, 1996, s.6; SCHULER, 1992, s.114-115).

Para kurulu sisteminde tutulan rezervler kısa ve uzun vadeli menkul değerlere yatırılarak özellikle yüksek enflasyonlu ülkelerde devletin önemli bir gelir kaynağı olan senyoraj gelirlerinden vazgeçilmesinden kaynaklanan gelir kaybı telafi edilmeye çalışılmaktadır. Yani para kurullarında senyoraj geliri sadece faiz gelirinden sağlanmaktadır.

3-Senyoraj gelirinin sadece faiz gelirinden sağlanması: Para kurulu siteminde para arzı sadece döviz artışı karşılığında gerçekleşmektedir. Para kurulunun iç varlıklarını azaltıp arttırarak para arzının büyüklüğünü değiştirmesi mümkün değildir. Para kurulu ülkelerinde para arzı artışı dış ödemeler dengesindeki fazlalıklar arttırır; açıklar azaltır (ÇELEBİCAN, 1998, s.34). Bu nedenle ortaya çıkan senyoraj geliri kaybı özellikle yüksek enflasyonlu gelişmekte olan ülkelere için önemlidir. Stanley Fischer'in yapmış olduğu bir çalışmaya göre bu oran para kurulunun ilk aşamalarında GSMH'nin %8'i civarındadır (SCHULER, 1992, s.188). Arjantin'de ise 2001 yılında yabancı rezerv miktarı 11.5 milyar dolar olarak hesaplanmıştır. Bunların 3'te 1'inin %3 mevduat faizi ile ABD'de tutulması durumunda yılda 115 milyon dolar bir faiz geliri elde edecektir ki buda senyoraj geliri kaybını karşılayabilecek düzeydeydi (KIM, 2003, s.8). Bu da para kurulunda rezervlerden elde edilebilecek faiz geliriyle senyoraj kaybının giderilebileceğini göstermektedir. Diğer taraftan Mundell tarafından yapılan bir diğer çalışmaya göre, para kurulu sistemi küçük ve dışa açık bir ülkede uygulamaya konulursa, bu ülkenin parasını bir rezerv paraya bağlayarak ulaşacağı istikrarlılık düzeyinden elde edeceği kazanç, senyoraj gelirleri nedeniyle ortaya çıkan kayıptan daha büyüktür. Bunun tersine büyük ülkeler açısından para kurulu çekici bir sistem değildir. Çünkü büyük ölçekli senyoraj kaybına neden olur.

Para kurulu her zaman senyoraj geliri kaybına yol açmamaktadır. Para kurulu sistemi kurulmadan önce bir ülkede "para ikamesi" nin yaygınlaşmış olduğunu kabul edersek, para kurulunun kuruluşu para ikamesinin yarattığı senyoraj kaybını telafi etmektedir. Bu husus şu şekilde açıklanabilir: Ticarete konu olan malların fiyatları, rezerv ülkedeki mal fiyatlarından daha düşükse para kurulunun rezervleri artar. Böylece standart para çarpanına bağlı olarak dolaşımdaki para miktarı artar. Bu ise, neticede ticarete konu olan malların fiyatlarını arttırır. Eğer ticarete konu olan malların fiyatları merkez ülkenin fiyatlarından daha yüksekse mekanizma tersine işler (AKTAN-UTKULU-TOGAY, 1998, s.184-185).

Para kurullarının para arzı karşılığında elde etmiş oldukları rezervlerin tamamını nakit olarak tuttıkları varsayıldığında, para kurulunun senyoraj gelirinin rezerv paralı ülkeye aktığı söylenebilir. Ancak durum tam olarak böyle değildir. Çünkü, para kurulları elde ettikleri rezervlerin bir kısmını rezerv paraya endeksli tahvillerden oluşan yatırım rezervleri şeklinde değerlendirmektedirler. Dolayısıyla yatırım rezervleri olarak tuttıkları

bu rezervlerden önemli ölçüde faiz geliri elde etmektedirler ve bu gelirler para kurumlarının senyoraj geliri olarak adlandırılmaktadır (AKYAZI, 1998, s.69).

Para kurumlarından elde edilen senyoraj gelirleri, karşılık oranının %100'ün altında olması durumunda, karşılık oranını tamamlamak için para kuruluna bırakılırken, söz konusu oran belirli bir seviyeyi geçince ya hükümete senyoraj geliri olarak aktarılmakta ya da para politikasının belirli fonksiyonlarının (sınırlı son borç verici merci gibi) yerine getirilmesinde kullanılmaktadır (ARAT, 2003, s.21).

Para kurulu ile ilgili bir diğer önemli özellik ise para ikamesinin yaygın olduğu ülkelerde ortaya çıkmasıdır. İktisadi bireylerin yerli paradan kaçıp yabancı paraya yönelmeleri, yüksek enflasyonun bir sonucudur. Böylece bireyler para erozyonu sonucu uğradıkları kayıpları bir ölçüde azaltma olanağı bulmaktadırlar. Para kurulu uygulamalarının, yüksek düzeylerde enflasyon yaşayan ve dolayısıyla ekonomileri dolarlaşan gelişmekte olan ülkeler tarafından yaygın olarak uygulandığı görülmektedir. Para otoritesi olarak merkez bankasının yerini alan para kurumlarının, bu ekonomilerde bozulan fiyat istikrarını sağlamak üzere oluşturulmaları bu koşulların bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır (OKTAR, 1998a, s.9).

2401. Avantajları ve Dezavantajları

İngiliz iktisatçılar tarafından geliştirilen ve Mauritius tarafından ilk kez uygulanan para kurulu sisteminin bazı üstünlüklerinin yanı sıra bazı yetersizlikleri de vardır. Bunlar aşağıda açıklanmaya çalışılacaktır.

a. Avantajları

Para kurulu sisteminin avantajlarının ilki, para kurulunun şeffaf ve işleyişinin basit olmasıdır (SCHULER, http://cato.org/pubs/fpbriefs/fbp_049es.html). Para kurulu sisteminin basit bir kurala bağlı olması kolay anlaşılır olmasını ve piyasa tarafından kolayca takip edilmesini sağlamaktadır. Ayrıca para kurulunun sabit kur sistemi altında çalışması, döviz piyasasının işleyişinin de basitleşmesine katkıda bulunmaktadır.

İkincisi, mali ve parasal disiplini sağlamasıdır. Para basımının yalnızca rezerv artışı karşılığında gerçekleştiriliyor olması nedeniyle para kurullarında bütçe açıklarını merkez bankasından para basımı yoluyla finanse etme imkanı yoktur. Merkez bankasının aksine para kurullarının siyasi iradeden bağımsız olması uygulanan politikaların güvenilirlik derecesini arttırmaktadır. Özellikle enflasyonla mücadele konusunda başarısız olmuş ve ekonomi yönetimin inandırıcılığını yitirdiği ülkelerde, para kurulu kısa sürede güven ortamı sağlamakta ve bu güven ortamı beklentilere yansımaktadır. Arjantin, Estonya ve Litvanya'da uygulanan para kurulu sisteminin başarılı olması para kurulunun bu etkisine bağlanmaktadır. Yine para kurulu uygulamasında para kurulunun son borç verici merci görevi olmaması nedeniyle bankalara ve kamuya borç verme imkanının ortadan kalkması mali disiplinin sağlanmasına katkıda bulunmaktadır (KAPLAN, 1999, s.22-23). Ancak bu para kurulu sisteminde mali disiplinin otomatik olarak sağlanacağı anlamına gelmemektedir. Diğer bir deyişle, para kurulu sistemi kamu kesiminde dengelerin oluşmasını zorunlu olarak sağlamamakta, tam tersine, para kurulu sistemini sürdürürebilmek için mali dengelerin kurulması ve korunması gerekmektedir.

Enflasyonun en önemli nedenlerinden biri olan bütçe açıklarının giderilmesi veya azaltılmasına yönelik olarak, istikrar programından önce köklü mali değişikliklere gidilmesi, para kurulu uygulamasının başarısı açısından önemli bir unsurdur. Para kurulu sisteminde hükümetler, finansman ihtiyaçlarını iç ve dış piyasalardan sağlamaktadır. Daha fazla borçlanma ihtiyacı daha yüksek faizle borçlanma anlamına geleceğinden, borçlanma maliyeti her iki piyasada da artacaktır. Kronik bütçe açığının devam etmesi durumunda piyasalar kredi sınırlamasına gidecek ve hükümetin dış borç bulması imkansızlaşacaktır. Hükümetin kredibilitesi düşmesine rağmen, makro ekonomik disiplin sağlanmadan iç ve dış piyasalarda borçlanmada ısrar etmesi para kurulu sistemini çökme tehlikesi ile karşı karşıya bırakabilir (GÜLTEKİN-YILMAZ, 1996, s.28).

Para kurulu sisteminin, teorik anlamda da olsa, dış ödemeler dengesi üzerinde ki etkisi üçüncü önemli avantajıdır. Para kurulu ülkelerinde dış ödemeler dengesi otomatik olarak sağlanmaktadır. Para kurulu sisteminde ödemeler bilançosunun otomatik bir denkleştirme sistemine sahip olmasının temel nedeni, dış ödemeler dengesine bir bozulma meydana geldiğinde, para kurulunun aktivist politika izleyemeyeceğinden, para kurulu rezervleri kullanılarak giderilmesidir.

Para kurulu sisteminin dördüncü avantajı, yurt içi faiz oranlarının hızla rezerv paralı ülkeye yaklaşmasına imkan tanınmasıdır. Ülkede sağlanan yüksek kredibilite, döviz kuru piyasasında belirsizliğin ortadan kaldırılması ile azalan risk primi faizlerin hızla düşmesine zemin hazırlamaktadır. Bununla birlikte, banka faiz oranları, özellikle kredi faizleri rezerv paralı ülkeden daha yüksek olabilir. Bunun nedeni, kredi riski ve güçsüz bankaların taşıdığı risklerdir (AKYAZI, 1998, s.87).

Para kurulunun beşinci ve son avantajı ise yükümlülüklerinin tamamı karşılığında rezerv para ve rezerv para cinsinden yabancı varlıklar bulundurmasının ulusal paraya duyulan güveni artırması yine ulusal paranın konvertibilitesini garanti etmesidir. Yüksek ve kronik enflasyonla yaşamaya alışmış gelişmekte olan pek çok ülkede, para tabanının yabancı varlık rezervleriyle desteklenmesi, ulusal paraya olan güveni yeniden sağlayarak dövize kaçış sürecini tersine çevirecektir. Tasarrufların artması mali sistemin derinleşmesine ve devalüasyon beklentilerinin azalması faiz oranlarının düşmesine neden olacaktır. Konvertibiliteyle ulusal paraya sağlanan güven, makro ekonomik disiplinin yerine oturmasıyla zaman içinde ekonomik kurumlara ve politikalara yönelik güven oluşturmakta ve bu da hükümetlerin uzun vadeli borçlanmalarına imkan tanımaktadır (GÜLTEKİN-YILMAZ, 1996, s.31)

b. Dezavantajları

Para kurulu sisteminin dezavantajlarından ilki ulusal paranın değerini rezerv paraya sabitlemek yoluyla ulusal ekonomiyi rezerv ülkenin insafına bırakmasıdır. Yani bu şu anlama gelmektedir: Rezerv paranın değeri bütün dünyada yükselirse ulusal paranın değeri otomatik olarak artar. Bu değer artışı uluslararası ticarete istenmeyen durumların ortaya çıkmasına neden olabilir.

İkincisi, para kurulu sisteminde genellikle son borç verici merci olma görevinin olmamasıdır. Bu fonksiyon yüksek faiz oranlarıyla karşı karşıya kalan bir ekonomide gerekli likiditenin sağlanmasında önemlidir (KIM, 2003, s.3). Bu nedenle mali sistemin kırılganlığı artmakta ve şoklara karşı açık hale gelmektedir. Para kurulu uygulamasında son borç verici merci olmamasının nedeni, para arzının rezervlerle sınırlandırılmış olmasıdır. Ortodoks para kurulu uygulamasında bankacılık sisteminde ortaya çıkacak

krizlerin önlenmesine veya hafifletilmesine yönelik müdahale imkanı bulunmamakta ve bu nedenle bankacılık sistemi zayıf olan ülkelerde para kurulu sisteminin uygulanması kriz anında sistemi çökme riski ile karşı karşıya bırakabilmektedir. Bu risk özellikle yabancı sermaye hareketlerinin yüksek ancak bankaların yurt dışından borçlanma imkanının sınırlı olduğu ve bankacılık sisteminin zayıf olduğu durumlarda ortaya çıkmaktadır. Yabancı rezervlerin ülkeyi terk etmesi, para kurulunun rezervlerinde önemli düşümlere, dolayısıyla para arzının daralmasına neden olmaktadır. Bu da faiz oranlarının yükselmesi anlamına gelmektedir. Yüksek faiz oranlarının kısa sürede normal düzeylere inmemesi durumunda finansal sistemi zayıf olan ülkelerde banka iflasları yaşanabilmektedir. Bu duruma 1994 yılında Arjantin’de yaşanan kriz örnek gösterilebilir.

Meksika’nın 1994 yılında yaşadığı döviz krizi ve sermayenin yurt dışına kaçıışı Arjantin’e de sıçramış ve Aralık 1994’te Arjantin döviz ve altın rezervleri 15.7 milyar dolar iken bu miktar Mart 1995’te 10.2 milyar dolara düşmüştür. Sermaye kaçışının para arzında yarattığı ani daralma 1994 yılında 206 olan finans kurumlarının sayısını 1995 yılında 166’ya düşürmüştür (KAPLAN, 1999, s.22-23).

Bu sakınca göze alınarak bir çok para kurulu ülkesinin, rezerv gereksinimlerini ve sermaye ayarlamalarını yaparak, ticari bankaların düzenlemek ve iskonto penceresi aracılığıyla son borç verici merci görevini görmek üzere ayrı bir yetkili kurum tayin ettiği görülmektedir. Örneğin, Estonya’da bankaların düzenlemesi ve son borç verici merci görevini görmesi amacıyla para kurulunun yanında Estonya Bankası oluşturmuştur (PAO, 2003, s.41).

Ulusal para biriminin aşırı değerlenmesi para kurulunun dezavantajlarından üçüncüsünü oluşturmaktadır. Aşırı değerlendirme sorunu para kurulunun yüksek enflasyonlu bir ülkeye sabit döviz kuru esasını getirmesinden kaynaklanmaktadır. Para kurulunun uygulandığı ülkelerde enflasyon oranı, enflasyonda meydana gelen atalet nedeniyle, kısa bir sürede rezerv ülkedeki enflasyon oranına yaklaşmayacağından kur sabit olmasına rağmen enflasyon oranında meydana gelen artış reel kurun aşırı değerlenmesine yol açacaktır. Kurun aşırı değerlendirilmesi yerli ürünlerin iç ve dış piyasalarda rekabet gücünü kaybetmesine ve büyük boyutlardaki ödemeler bilançosu açıklarına neden olur. Aşırı

değerlenme sorunu enflasyon oranının rezerv ülke enflasyon oranına yaklaştırılması süresine bağlı olarak azalacaktır.

Örneğin, Arjantin ve ABD'deki enflasyon oranları arasındaki farkın bir sonucu olarak, 1991-1994 arasında Arjantin pesosunun %40 değer kazanması Arjantin'in dış ticaret rakamlarına da yansımış ve 1991'de 672 milyon dolar olan cari açık 1994'de 10 milyar doları bulmuştur (GÜLTEKİN-YILMAZ, 1996, s.32-33).

Dördüncüsü, devletin para yaratma konusundaki hükümranlık hakkını kullanarak baz parayı arttırmak suretiyle elde ettiği gelir olarak tanımlanan senyoraj gelirinden para kurulu ülkelerini mahrum bırakmasıdır. Diğer taraftan enflasyon vergisi de bazı görüşlere⁷ göre senyoraj gelirine dahil edilmektedir. Senyoraj ve enflasyon vergisi gelirlerinin azalması bütçe açıklarının ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Bütçe açığının ortaya çıkması bunun kapatılması problemini de beraberinde getirmektedir. Senyoraj geliri özellikle gelişmekte olan ülkeler için önemli bir gelir kaynağıdır. Örneğin, Türkiye 1994 yılında GSMH'nin %2.56'sı kadar bir senyoraj geliri ve yine GSMH'nin %4.41'i kadar enflasyon vergisi elde ettiği görülmektedir. Arjantin, Brezilya, Bolivya ve Meksika'da ise senyoraj gelirlerinin GSMH içindeki payı, 1978-1992 ortalaması olarak sırasıyla %6.7, %3.7, %4.3 ve %3.5 olarak gerçekleşmiştir (AKYAZI, 1998, s.88).

Para kurulunun beşinci dezavantajı para politikasının kullanılamamasıdır. Para politikaları özellikle kısa dönemli dalgalanmalara karşı etkili bir araçtır. Para kurulu sisteminde para politikasının kullanılamaması nedeniyle konjonktürel dalgalanmaların kontrolü bütçe politikaları tarafından gerçekleştirilmektedir. Fakat hükümet harcamaları, vergiler ve yatırım teşvikleri gibi bütçe politika araçları bütçede değişiklikler gerektirdiği için, para politikaları kadar hızlı devreye sokulamamaktadır. Diğer taraftan bu politikaların ekonomiyi etkileme süresi para politikalarından daha uzundur.

Hükümetin gerektiğinde mali piyasalara müdahale etme imkanının kısıtlı olması bir diğer önemli bir dezavantaj olarak karşımıza çıkmaktadır. Yerel faiz oranlarının rezerv ülkedeki faiz oranlarının etkisi altına girmesi hükümetin mali piyasalarda ortaya

⁷ Daha fazla bilgi için bakınız Aktive Bankacılık ve Finans Dergisi Makaleleri, 1999, s.31

çıkabilecek spekülâtif balonları kontrol etmesini zorlaştırır. Hükümetin para politikasını kullanamaması ülkenin dış sermaye şoklarına da açık hale gelmesine neden olmaktadır. Uluslararası konjonktürden kaynaklanan ekonomik dalgalanmaların kontrol altına alınmasını güçleştirir. Beklenmedik düzeyde sermaye hareketlerini sterilize ederek kısa dönemde ekonomi üzerindeki etkilerini azaltmak para kurulu sisteminde oldukça zordur (GÜLTEKİN-YILMAZ, 1996, s.34-37).

Altıncı dezavantaj para kurulunun kuruluş aşamasıyla ilgilidir. Gerekli rezervlerin hesaplanması ve döviz kurunun rezerv paraya dönüşüm oranı ne olacağının belirlenmesi büyük önem taşımakla birlikte oldukça zordur. Sabit döviz kurunun yüksek belirlenmesi (ulusal paranın değerinin düşük belirlenmesi), para kurulu sisteminde enflasyonist baskılara, spekülâtif nitelikteki sermaye girişlerine, ulusal paranın giderek aşırı değer kazanmasına neden olurken, döviz kurunun düşük belirlenmesi de ülkenin uluslararası piyasalarda rekabet gücünün zayıflamasına neden olmaktadır (ÇELEBİCAN, 1998, s.42). Bu nedenle döviz kurunun hangi düzeyde olacağı para kurullarında önemli bir sorundur.

Bir diğer önemli konuda gerekli rezervlerin hesaplanmasıdır. Para kurulu sisteminde %100 karşılık uygulaması bulunduğu için, ekonomik birimler her talep ettiğinde para kurulu parasının sabit kur üzerinden rezerv paraya dönüştürülme zorunluluğu vardır. Diğer taraftan, para kurulları rezervlerin tamamını nakit olarak tutmak yerine faizli menkul kıymetlere yatırdıkları için belirli bir oranda sermaye kaybına uğrama riskleri vardır. Bu da göz önüne alınarak tutulacak rezerv miktarı hesaplanmakta ve genellikle %105 veya %115 dolayında rezerv tutulduğu görülmektedir (SCHULER, 1992, s.4). Fazla rezerv tutulması sermaye kaybına neden olurken, eksik rezerv tutulması ulusal paranın devalüe edileceğine dair spekülasyonlara neden olmakta ve bu da para kurulunun güvenilirliğini tehlikeye düşürmektedir.

Yedinci ve son dezavantaj da, rezerv ülke ile para kurulu ülkesi arasında kolonizm yaratıcı etkisidir. Yani para kurulu sistemi para kurulu ülkesini rezerv ülkeye bağımlı hale getirmektedir. Para kurulunu uygulayan ülkeler arasında böyle bir ilişki araştırıldığında, para kurulunun ilk uygulamalarının İngiliz kolonilerinde başladığı görülmektedir. Ancak 20 yy'ın başlarında olan Arjantin olmak üzere İrlanda ve Ürdün gibi bağımsız devletlerde para kurulunu uygulamışlardır (HANKE-SCHULER, <http://users.erols.com/kurrency/icegrev.htm>).

2402. Uygulama Şartları

Para kurulu, sabit kur sistemi olmakla birlikte, sabit kur uygulaması gibi bütün ülkeler için uygun bir sistem değildir. Para kurulu sisteminin, ülke örneklerine bakıldığında, Arjantin dışında genellikle dışa açık ve küçük ülkelerde uygulandığı görülmektedir. Aslında para kurulu sisteminin üstünlükleri ve zayıf yönleri aynı zamanda gerekli ön şartları ortaya koymaktadır.

Para kurulu sisteminin oluşturulması için en önemli ön koşullardan birisi, ülkenin kredibilitiyi sağlaması açısından, sağlam makro ekonomik temellere sahip olması gerektiğidir. Kredibilitenin sağlanması ise ancak bütçe disiplininin sağlanmasıyla mümkündür. Para kurulu sisteminde hükümetin para kurulundan borçlanmasının mümkün olmaması nedeniyle büyük bütçe açıklarıyla para kurulu uygulamasına geçilmesi durumunda, ülke, bütçe açıklarının finansmanı konusunda önemli güçlüklerle karşılaşabilecek ve bu durum para sisteminin sürdürülebilirliğini tehlikeye sokabilecektir. Arjantin uygulamasına bakıldığında, para kurulu uygulamasına geçilmeden önce yapısal reformlara gidilerek bütçesi denkleştirilmiş ve para kurulu yapılan reformların kalıcı olduğuna dair bir güven unsuru işlevi görmüştür (KAPLAN, 1999, s.23). Diğer taraftan, ülkenin mali durumunun güçlenmesi, para kurulunun güvenilir olacağına dair güveni pekiştirir; bu güven, rezervlerin artışına katkıda bulunur ve ülke parası üzerinde yapılacak spekülasyonları önler.

Para kurulu sisteminin uygulanabilmesi için bir diğer önemli unsur ise güçlü bankacılık sistemidir. Bu nedenle bu sistemi uygulamaya geçirecek olan hükümetlerin ülkedeki bankacılık sistemini güçlendirecek önlemler alması gerekmektedir. Para kurulu oluşturulduktan sonra bankacılık sisteminde ortaya çıkacak bir zafiyet, önce mevduat çekilmelerine, ardından da, para politikası uygulayıcılarının ortodoks modele aykırı biçimde, bankalara likidite desteği verme zorunda kalmalarına yol açabilir.

Emek ve mal piyasalarında esnekliğin derecesi bir diğer önemli unsurdur. Piyasaların esnek olmaması durumunda, talep dalgalanmalarının yaratacağı işsizlik gibi olumsuzluklar, sistemden vazgeçilmesi yolunda baskıların ortaya çıkmasına neden olabilir (ÇELEBİCAN, 1998, s.38).

Para kurulu sisteminin uygulanmasında bir diğer göze çarpan unsur ülkenin gelişmişlik düzeyidir. Para kurulu, gelişmekte olan ülkeler için uygun görülürken, içsel ve dışsal hedefler arasındaki çatışmalar nedeniyle gelişmiş gelişmekte olan için uygun görülmemektedir. Bu çatışma, ülkede ödemeler dengesinde açık ve enflasyonun aynı anda olması veya işsizlik ve ödemeler dengesi açığının bir arada bulunması durumunda ortaya çıkmaktadır. Her iki durumda da, para kurulu sistemi ekonominin dışsal dengesini sağlarken içsel dengesinden uzaklaşmasına neden olmaktadır. Bu çatışma, Singapur'da olduğu gibi, para kurulu sisteminde döviz kuruna biraz esneklik kazandırılması durumunda minimize edilebilir (CHAN-NGIAM, 1998, 243).⁸

2403. Para Kurulu Ülke Uygulamaları

Günümüzde para kurulunu uygulayan ülkeler Brunei (1967), Bulgaristan (1997), Çin (1983), Hong Kong (1992), Estonya (1992), Litvanya (1994), Bosna Hersek (1997), Cibuti (1949) olarak sayılabilir. Bu kısımda ise Arjantin, Bulgaristan ve Estonya para kurulu uygulamaları ayrıntılı olarak incelenecektir.

24030. Arjantin Para Kurulu Uygulaması

Arjantin para kurulu uygulaması, orta büyüklükte bir ülkede uygulanması, yarı para kurulu şeklinde uygulanmış olması gibi bazı özellikler arz etmektedir. Arjantin deneyimi bu güne kadar para kurulu uygulaması yapılan ülkeler içinde ekonomik yapı ve büyüklük olarak Türkiye ile benzerlik göstermesi açısından önemlidir.

Para kurulu uygulaması Arjantin'de 1 Nisan 1991 yılında başlamıştır (HANKE-SCHULER, 1999, s.405). Arjantin para kurulunun özelliği mevcut Merkez Bankası'nın para kurulu şeklinde faaliyette bulunabilecek bir yapıya dönüştürülmesinden kaynaklanmaktadır. Diğer bir deyişle, bu sistem merkez bankası fonksiyonu ve para kurulu özelliklerini bir arada bulunduran bir yapı olarak karşımıza çıkmaktadır (AKYAZI, 1998,

⁸ Daha fazla bilgi için bkz: Kenneth S. Chan, Kee-Jin Ngiam, Currency Crises and The Modified Currency Board System in Singapore, Pacific Economic Review, 1998, s.243-263

s.132). Bu nedenle bu sistem “para kurulu benzeri sistem” ya da “yarı para kurulu” olarak adlandırılmaktadır (HANKE-SCHULER, 1999, s.405).

Nisan 1991 tarihinden önce Arjantin’in ekonomik durumu ise kısaca şöyle idi: Ülke daha önce çok sayıda kriz yaşamış ve bu krizleri aşmak amacıyla yeni Başbakan Carlos Menem tarafından uygulanmaya başlanan istikrar programı da Haziran 1989 yılında başarısızlıkla sonuçlanmıştır. Arjantin 1970 yılından bu yana yaşadığı yedi parasal krizin başlıca nedeni ise büyük ölçüde mali dengesizlik ve bütçe açıklarının monetizasyonu nedeniyle para arzında meydana gelen aşırı büyüme olarak karşımıza çıkmaktadır. Arjantin’in dünya sermaye piyasalarında yer almaması nedeniyle bütçe açıklarının, her GSMH’nın bir parçası olarak iki rakamlı sayılara ulaştığında monetize edildiği görülmektedir. Diğer taraftan 1970’in sonlarına doğru, ülke tekrar dünya piyasasına girdiğinde dünya faiz oranlarının dalgalanması gibi faktörler parasal krizin tetiklenmesinde merkezi bir rol oynamıştır (GURTNER, 2002, s.3).

Bu krizler sonucunda 1970’li yıllarda ortalama %130 civarında seyreden enflasyon, 1982’deki dış borç krizinden sonra tamamen kontrolden çıkmıştır. 1985-1989 arasında yürürlüğe konulan altı ayrı istikrar tedbirine rağmen enflasyon kontrol altına alınamamış ve 1985 yılında % 660 seviyesine ulaşan yıllık tüketici fiyatları artışı, ard arda gelen istikrar paketlerine rağmen 1989’da %3080 oranıyla hiperenflasyon düzeyine yükselmiştir. Mart 1990’da yıllık %20266’lık oranla rekor düzeye erişmiştir. Uygulanan programların başarılı olmaması, halkın ekonomi politikalarına ve merkez bankası dahil olmak üzere bu politikaları uygulayan bütün kurumlara olan güvenini tamamen ortadan kaldırmıştır.

Böyle bir ortamda para kurulu sistemi 1 Nisan 1991 yılındaki Konvertibilite Kanunu ile resmen uygulamaya konulmuştur. Arjantin Para Kurulu’nun kendine has bazı özelliklere sahip olduğu görülmektedir. Konvertibilite Kanununa göre, Arjantin’in eski para birimi olan Austral’ın değerini 10 Austral =1 ABD Dolar şeklinde belirlenmiştir. 1992 yılında da Austral’dan dört sıfır atılarak yeni para birimi Peso’ya geçilmiş ve Peso’nun değeri de 1 Peso = 1 ABD Doları şeklinde belirlenmiştir. Kurul, ilke olarak herkesle işlem yapabilmekteyse de, uygulamada sadece finansal kurumlar ve döviz büfeleriyle işlem yapmıştır (AKYAZI, 1998, s.132).

Para kurulunun en önemli özelliği mali açıkların monetizasyonuna izin vermemesidir. Ortodoks para kurulu uygulamalarında para tabanının döviz rezervleriyle 1:1 oranında değiştirilmesi söz konusuyken, Arjantin uygulamasında bunun tam bir yükümlülük olmadığı görülmektedir. Döviz rezervlerinde artış Konvertibilite Planında belirtilen minimum seviyenin üstüne çıkması durumunda, fazla miktar sterilize edilerek para arzını sterilize etme imkanı bulunmaktadır. Benzer şekilde rezervlerdeki azalışı da sterilize etme imkanı bulunmaktadır. Bu nedenle, Arjantin'deki para kurulu uygulaması ortodoks bir para kurulu olarak görülmemektedir (ARAT, 2003, s.23).

Arjantin para kurulunun bir önemli özelliği sınırlı ölçüde son borç verici merci özelliğine sahip olmasıdır. Arjantin konvertibilite sisteminin ticari bankaların rezerv gereksinimlerini düzenlediği görülmüştür. Bu kapsamda, Arjantin para kurulu Arjantin hükümeti tarafından çıkarılan bono şeklindeki parasal yükümlülüklerini geri ödemek amacıyla tutulan dolar rezervlerin üçte birini elinde tutabilmiştir. Diğer taraftan Konvertibilite Kanunu yalnızca Merkez Bankasının parasal yükümlülüklerinin dolar cinsinden varlıklarla minimum %100 oranında karşılanmasına gerektiriyordu. Sonuç olarak, varlıkların %100'den fazla olması durumunda parasal tabanla yabancı rezervler arasında ki birebir ilişki bozulmakta ve bu da itibarsız bir sterilizasyona işaret etmektedir (HANKE-SCHULER, 1999, s.405-406). Diğer taraftan yabancı varlıkların parasal tabandan fazla olması durumunda, Merkez Bankası bu fazla rezervleri para politikasını yürütmek için kullanabilmiştir (GÜLTEKİN-YILMAZ, 1996, s.21).

Arjantin para kurulu uygulaması çeşitli nedenlerden ötürü 6 Ocak 2002 tarihinde ulusal para birimi peso devalüe edilmesiyle pesonun değerinin birebir ABD dolarına eşitlenmesine dayalı 10 yıllık politikaya son verilmiştir. Böylece para kurulu uygulaması bu nedenlere bağlı olarak başarısızlıkla sonuçlanmıştır.

Arjantin'de meydana gelen krizin en önemli nedeninin dış borç sorunu olduğu görülmektedir. Hükümet kamu borçlarını yeniden yapılandıramamış ve borçları ödemek için gerekli kaynakların sağlayamamıştır. Ayrıca federatif yapısı olan Arjantin'de eyaletlerin kendi başlarına borçlanmaları ve hükümetin sosyal kamu kuruluşlarının borçlarını üstlenmesi borçların yükselmesine neden olmuştur.

Diğer bir unsur olarak da para kurulu gösterilmektedir. Para kurulunun yaşanan krizdeki rolü şu şekilde özetlenebilir:

-IMF 2001 yılının ikinci yarısından sonra Arjantin'den dalgalı döviz kuruna geçmesini istemiş; ancak Cavallo IMF'nin bu isteğini reddetmiştir. Para kurulunun kaldırılmaması nedeniyle IMF, Arjantin'e vermesi gereken kredi dilimini vermemiştir.

-Para kurulu ile birlikte dolara sabitlenen peso aşırı değerlenmiş; buna ek olarak Brezilya ve Şili'nin daha zayıf olan para birimleriyle birlikte Arjantin dış ticaretteki rekabet gücünü kaybetmiştir. Dünya rekabet endeksinde 1998 yılında 34. sırada iken 1999 yılında 40. sırada ve bir yıl sonra 2000 yılında 45. sıraya düşmüştür.

-Piyasanın dolarize olması, yüksek reel faiz oranları ve petrol fiyatlarından kaynaklanan ticaret hadlerindeki sapmalar, ülkeyi resesyona sürüklemiştir (<http://www.haberbilgi.com/haber/ekonomi/sta-0202/arjantin.html>,s.5-6).

24031. Estonya Para Kurulu Uygulaması

Özellikle eski Sovyet Cumhuriyetlerinin pazar ekonomisinin gerektirdiği kurumlardan yoksun olması nedeniyle geçiş dönemini uzun süreli bir krize girmeden atlama amacıyla ve uygulanmasının basit ve şeffaf olması gibi nedenlerle bu ülkelerin bazılarında para kurulu uygulamasına geçilmiştir. Estonya, para kurulu uygulamasına 20 Haziran 1992'de geçmiştir. Estonya'yı, Nisan 1994'de bir başka Baltık ülkesi olan Litvanya izlemiştir. Letonya ise reformlara Estonya'yla eş zamanlı olarak merkez bankası sistemi ile başlamıştır.

Estonya, 20 Haziran 1992'de ruble para alanını terk ederek kendi ulusal parası olan kronu piyasaya sürerek sabit döviz kuru uygulamasına geçmiştir. Estonya kronu önce Rus rublesine daha sonra ise Alman markına sabitlenmiştir. Daha sonra ise Mark, Euro ile değiştirilmiştir (GÜLTEKİN-YILMAZ, 1996, s.15). Estonya para kurulu uygulamasını diğer para kurullarından ayıran unsur Estonya Merkez Bankasının parasal yükümlülüklerinin(sabit döviz kurunu) güvenliğini altın ve yabancı rezervlerle sağlamasıdır (HONG KONG MONETARY AUTHORITY, 1999, s.52).

Estonya’da diğ er para kurulu uygulamalarında oldu ğ u gibi makro ekonomik disiplini sa ğ lamak amacıyla bütçe disiplininin sa ğ lanmasına yönelik olarak gerekli kurumsal de ğ işiklikleri de gerç ekleştirmiştir.

Estonya Bankası bilançoları, birbirinden ba ğ ımsız iki bölümden oluşmaktadır. Bu bölümler, tamamen bankacılık işlemleriyle uğ raşacak olan ve gerekti ğ inde “en son borç mercii” işlevini görecek olan Bankacılık Bölümü ve geleneksel para kurulu görevini gö ren Tedavül Bölümü’dür. Bu kuramsal düzenleme ile bir taraftan, Estonya Bankası’nın ihtiyari para politikası uygulamalarının önüne geç ilirken diğ er taraftan da, emisyon hacmindeki ola ğ andışı dalgalanmalara ve olası bir mali krize karşı gerekli araçlar Bankacılık Bölümü’nde toplanmaktadır. Tedavül Bölümü, dış varlıklardan elde etti ğ i faiz gelirini bankacılık bölümüne aktarmakta ve bu fonlar kullanılarak bankacılık kesimine ihtiyaç duydu ğ u anda kaynak sa ğ lanmaktadır. Yine bu fonlarla açık piyasa işlemleri ile kısıtlı merkez bankacılı ğ ı işlemleri yapıldı ğ ı görülmektedir.

Estonya Bankası’nın referans aldı ğ ı parasal büyüklük, parasal tabandır. Emisyon yerine parasal tabanın tercih edilmesinin nedenlerinden birisi, hükümetin bankaların aktiflerini yeterli bulmayıp Estonya Bankası’nda yeterli karşılık bulundurmalarının zorunlu kılmasıdır. Yeterince gelişmemiş bankacılık sektörünün takas işlemlerinin Estonya Bankası tarafından yürütülmesi ise parasal tabanın tercih edilmesinin bir diğ er nedenidir (GÜLTEKİN-YILMAZ, 1996, s.15-16).

Estonya para kurulu uygulamasının bir diğ er özelli ğ i yapılış amacıdır. Estonya para kurulu Arjantin ve diğ er ülke uygulamalarından farklı olarak kronu tedavüle çıkardıktan sonra takip eden 10 yıllık bir süreyi kapsayan merkezi bir planın güçlü bir nominal çapaya ihtiyaç duyması nedeniyle uygulamaya konulmuştur. Estonya para kurulunun başarılı olmasının bir diğ er nedeni de küçük bir ekonomiye sahip olması ve şimdi üyesi bulundu ğ u Avrupa Birli ğ i üyeleri tarafından desteklenmesidir (GURTNER, 2002, s.7).

Estonya para kurulunun başarılı olması ve Arjantin ekonomisi gibi sık sık krizlerle karşılaşmaması veya karşılaşılan krizlerin büyük bir zarar görmeden atlatılmasının nedenlerinden biri cari hesap açığı nın finansmanı ile ilgili oldu ğ u görülmektedir. Estonya, diğ er geç iş ülkeleri gibi, birkaç yıl büyük bir cari işlemler açığı problemi ile karşı karşıya

kalmıştır. Cari işlemler açığının sürdürülebilirliği açığın finansman şekli ile yakından ilgilidir. Estonya, cari işlemler açığının en önemli bölümünün finansmanını yabancı sermaye akımından ziyade yabancı doğrudan yatırımlarla finanse etmiştir. Diğer bir deyişle Estonya cari hesap açığının büyük bir bölümü yeni borç üretmeyen sermaye akımlarıyla finanse edilmiştir. Bu açıdan bakıldığında Estonya'nın borcunun Arjantin'den daha sürdürülebilir olduğu görülmektedir. Bu nedenle, gelişmekte olan piyasalarda, hiç beklenmedik ters sermaye hareketleri nedeniyle ortaya çıkan bir krizin Estonya ödemeler dengesi üzerindeki etkisi Arjantin'den daha az olacaktır. Sonuç olarak her iki ülkenin farklı yapısı ve sermaye hesaplarının kompozisyonu potansiyel likidite krizlerine karşı korunmalarında onları birbirinden ayırmaktadır (GURTNER, 2002, s.19-20).

24032. Bulgaristan Para Kurulu Uygulaması

Bulgaristan para kurulu uygulaması, son yıllarda yapılan uygulamalar gibi, ortodoks para kurulu uygulamasından farklıdır. Bu farklılıklar şu noktalarda gözlenmektedir. İlki Bulgaristan para kurulu uygulamasında Arjantin ve Estonya para kurulu uygulamalarında olduğu gibi sınırlı bir son borç verici fonksiyonuna yer verilmiştir. Bir diğer unsur ise döviz rezervlerinin sadece kağıt ve madeni paraları değil mevduatları da kapsamasıdır. Ortodoks para kurulu uygulamasından sapılmasının nedeni Bulgaristan ekonomisinin içinde bulunduğu özel durumdur. Bu unsurlar ve uygulama sonuçları aşağıda açıklanmaya çalışılacaktır.

Bulgaristan ekonomisi 1996'da ve 1997 yılının ilk aylarında birkaç finansal, bankacılık ve reel sektör krizi yaşadı. Bu krizlerin nedeni büyük ölçüde kritik yapısal reformların gecikmesi, bütçe kısıtlamalarında yumuşama ve zayıf bankacılık denetimi olarak gösterilmektedir. Bütün bunların yanında, merkez bankasının bütçe açıklarını para basmak yoluyla karşılama yoluna gitmesi enflasyon oranının yükselmesine ve neredeyse hiperenflasyon seviyesine ulaşmasına neden olmuştur (VASILEVA, 2002, s.4). Enflasyon oranı 1997 yılının Ocak ayında %500 iken Mart ayında %2000'den daha yüksek rakamla hiperenflasyon seviyesine ulaşmıştır. 1997 yılının ilk çeyreğinde ABD doları kuru 487 levadan 1588 levaya yükselmiştir. Kurda meydana gelen bu yüksek artış nedeniyle merkez bankasının uluslararası rezervleri ülkenin iki aylık ihracat tutarından daha az bir seviyeye düşmüştür.

Diğer taraftan faiz oranlarında büyük bir artış yaşanmıştır. Faiz oranlarında meydana gelen artışın nedenlerinden biride devletin bütçe açıklarını finanse etmek amacıyla daha kısa vadeli ve daha yüksek faizli hazine bonosu ihraç etmesidir (GULDE, 1999, s.2). 1995 yılı Aralık ayı itibarıyla %34 olan aylık faiz oranı, 1996 yılı Aralık ayında ise %180 seviyelerine ulaşmıştır. 1997 yılı Mart ayında ise %216'lık düzeyiyle en yüksek seviyesini görmüştür. Faiz oranlarında meydana gelen bu artış ekonomik büyümeye de yansımıştır (VASILEVA, 2002, s.9). Nitekim, reel üretim 1994 ve 1995 yılları boyunca artmış ancak 1996 yılı boyunca %10'dan fazla düşmüştür (%10.9).

Özellikle bankacılık sektöründe olmak üzere yapısal problemler çok önemli boyutlara ulaşmıştır. 1995 yılında bankacılık sektöründe olası bir krizin sinyalleri ortaya çıkmıştır. 1996 yılında bankacılık sektörünün %80'ini oluşturan 10 devlet bankasının dokuzunun negatif sermaye ile ve tüm devlet bankalarının yarısından fazlasının batık kredilerle çalıştığı gözlenmiştir. En büyükleri ve en çok bilinenleri de dahil olmak üzere özel sektör bankalarının yarısı teknik olarak iflas etmiştir. Bankacılık sektörüyle ilgili olarak ortaya atılan söylentiler nedeniyle bankalardaki hesapların ve özellikle döviz hesaplarının sistem dışına kaçtığı gözlenmiştir (GULDE, 1999, s.2-4).

1996 yılının Mayıs ayında ilk banka kapanmaları yaşanmıştır. Ancak kapatılan bankalar zayıf olarak bilinen bankalar olduğu için sektörde kredibilitenin yeniden sağlanmasında yeterli olmamıştır. Bu etapta 9 büyük banka kapatılmış ve Merkez Bankası bütçe açıklarını doğrudan kapatması için görevlendirilmiştir. Ancak Merkez Bankasının bankaların açıklarını kapatmakla görevlendirilmesi para arzının artmasına neden olmuş; bu da Ekim 1996-Ocak 1997 dönemlerinde hiperenflasyonu tetiklemiştir. Bulgaristan ekonomisinin para kuruluna geçmeden önceki durumu bu şekilde özetlenebilir.

Hiper enflasyonla ve bankacılık krizleriyle mücadele eden Bulgaristan'da sorunların çözümü için Kasım 1996'da IMF tarafından para kurulu önerilmiştir. Ancak para kurulu uygulaması için Bulgaristan gerekli şartlara sahip değildi. Bulgaristan'ın bankacılık sektörü zayıftı ve son borç verici merci fonksiyonunun kaldırılması düşünülemezdi. Diğer taraftan Bulgaristan'ın döviz rezervleri oldukça düşüktü. Bir diğer unsurda para kurulunun yüksek oranlı bir devalüasyonu gerektirebileceğiydi. Son olarak kamu gelirlerindeki

mevsimsel dalgalanmaların merkez bankasının kaynaklarının kullanılmasını gerektireceğinin vurgulanmasıydı (GULDE, 1999, s.7).

Böyle bir durumda para kurulu uygulamasına hazırlık amacıyla yabancı rezervler 861 milyon ABD dolarına çıkarılmıştır. Bunun 133 milyon doları IMF tarafından sağlanmış (VASILEVA, 2002, s.6.).

Bulgaristan para kurulu uygulamasıyla 10 Haziran 1997 tarihinde tanıştı. Rezerv para olarak Alman markı seçildi ve 1000 leva = 1 DM olarak ayarlandı. 1999 yılında ise Almanya'nın EURO'ya geçmesiyle leva EURO'ya sabitlenmiştir. Tablo 3'de görüldüğü gibi Bulgaristan Ulusal Bankası yeniden organize edilmiş ve 3 bölüme ayrılmıştır. İlki Emisyon Departmanıdır. Bu bölümde tedavüldeki banknot ve madeni paralar, bankaların hesapları, devlet hesapları, diğer hesaplar ve Bankacılık Departmanı hesapları olmak üzere bütün Merkez Bankasının parasal yükümlülükleri bu bölümde toplanmıştır. Döviz ve altın rezervlerinin ise, en azından bu yükümlülükleri her zaman tam olarak karşılayabilecek düzeyde olması sağlanmıştır. Para kurulu mekanizmasına göre, Emisyon Departmanının, talep geldikçe ve sınırsız bir şekilde, belirlenen sabit resmi kurdan leva karşılığında mark veya mark karşılığında leva satması öngörülmüştür. Para kurulunun kurallarına uyulduğu konusunda güvence vermek için Emisyon Departmanı hesaplarının haftalık olarak yayınlanması da karara bağlanmıştır (www.aso.org.tr/asomedia/temmuz2001-ft.html#buyutec).

Tablo: 3

Para Kurulu Düzenlemesi Altında Bulgaristan Ulusal Bankası Bilanço Yapısı

Varlıklar	Yükümlülükler
Emisyon Departmanı	
Yabancı Rezervler	Parasal yükümlülükler
Yabancı para varlıkları	Dolaşımdaki para
Ulusal altın rezervleri	Ticari banka rezervleri
	Resmi olmayan mevduat
	Resmi mevduat
	Bankacılık Departmanı mevduatları
Bankacılık Departmanı	
Emisyon Departmanı mevduatı	IMF' den sağlanan krediler
Bankalara sağlanan krediler	Diğer uzun dönem yükümlülükler
Diğer varlıklar	Karşılıklar
	Sermaye ve Rezervler

Kaynak: GULDE, 1999, s.12

İkincisi ise Bankacılık Departmanıdır. Bu bölüm Bulgaristan ekonomisinin özel durumu dikkate alınarak ortaya çıkabilecek olası istenmeyen şartlara karşı tedbir alınması amacıyla kurulmuştur. Özellikle bankacılık krizinden sonra para kurulunda tutulması gereken ve asgari Merkez Bankasının parasal yükümlülükleri ile sınırlı olan yabancı rezervlerden daha fazla rezerv tutulmasına karar verilmiştir. Bu ilave fonlar Emisyon Departmanı'na Bankacılık Departmanı'nın hesabında ve olası ciddi likidite krizlerinde ticari bankalara borç vermek amacıyla tutulmasına karar verilmiştir. Bu hesap IMF tarafından verilen kredilerle güçlendirilmiştir. Üçüncü bölüm ise Bankacılık Düzenleme Departmanıdır. Bu bölümün kuruluş amacı ise bankacılık sektörünü düzenlemek ve bankalara yol göstermektir (GULDE, 1999, s.10-11).

Bulgaristan para kurulu kendi ekonomisinin gerektirdiği bu düzenlemelerden sonra önemli başarılar elde etmiştir. Her şeyden önce, 1996 ve 1997 yıllarına sırasıyla yıllık %310.8 ve %578.4 olan enflasyon oranı sadece 1 yılda büyük bir düşüş kaydederek %1 olarak gerçekleşmiştir. 1999 yılında ise enflasyon %6.2 olmuştur. Kriz döneminde %200 seviyelerine kadar yükselen faiz oranları ise 1998 ve 1999 yıllarında yaklaşık %5 düzeyine gerilemiştir. Faiz oranlarındaki bu büyük düşüş devletin önemli miktarlardaki faiz açıklarının kapanmasına yardımcı olmuştur. 1996 ve 1997 yıllarında %10.9 ve %6.9 küçülen Bulgaristan ekonomisi 1998 yılında %3.5, 1999'da ise %2.4 oranında büyüme kaydetmiştir.

Döviz rezervlerinin en azından parasal yükümlülükleri (M0) düzeyinde olması gerekliliği fazlasıyla karşılanmıştır. 1999 yılı sonu itibarıyla M0 sadece 2,6 milyar leva iken döviz rezervleri 6,2 milyar leva düzeyine ulaşmıştır. Bu miktar M1 parasal büyüklüğünden bile yaklaşık iki kat daha fazla bir büyüklüğü ifade etmektedir.

Bulgaristan ekonomisindeki bu olumlu gelişmelere karşın, dış borç miktarında meydana gelen önemli artışlar para kurulunun geleceğini tayin edecektir. 2000 yılı itibarıyla Bulgaristan'ın dış borçları yaklaşık 10 milyar dolar olarak kaydedilmiştir. Olumlu bir gelişme olarak, son yıllarda dış borçların kompozisyonunda değişme olduğu gözlenmektedir. Devlet garantili kısa vadeli borçlar tamamen ödenmiş, uluslararası finans kuruluşlarına (IMF, Dünya Bankası, Avrupa Birliği gibi) olan borçlarda ise 440 milyon dolarlık bir artış olmuştur. Bulgaristan'ın önemli bir kaynağı olarak doğrudan yabancı

sermaye yatırımları göze çarpmaktadır. Doğrudan yabancı sermayenin ülkeye girişi daha çok özelleştirme vasıtasıyla olmuştur. Doğrudan yabancı yatırımlar 1997 yılında 636 milyon dolar, 1998'de 537 milyon dolar ve 1999 yılında ise 739 milyon dolar olarak gerçekleşmiştir. Döviz konusunda yaşanan bu olumlu gelişmelerin yanısıra olumsuz bir gelişme olarak ortaya çıkan ve para kurulunun geleceğini tehdit eden unsur dış ticaret açıklarıdır (www.aso.org.tr/asomedia/temmuz2001-ft.html#buyutec). Dış ticaret açıkları Bulgaristan para kurulu önündeki en büyük engel olarak görülmekle birlikte günümüzde Bulgaristan para kurulu uygulamasına başarılı bir şekilde devam etmektedir.

25. Döviz Kuru Hedeflemesi Uygulamalarının Performansı

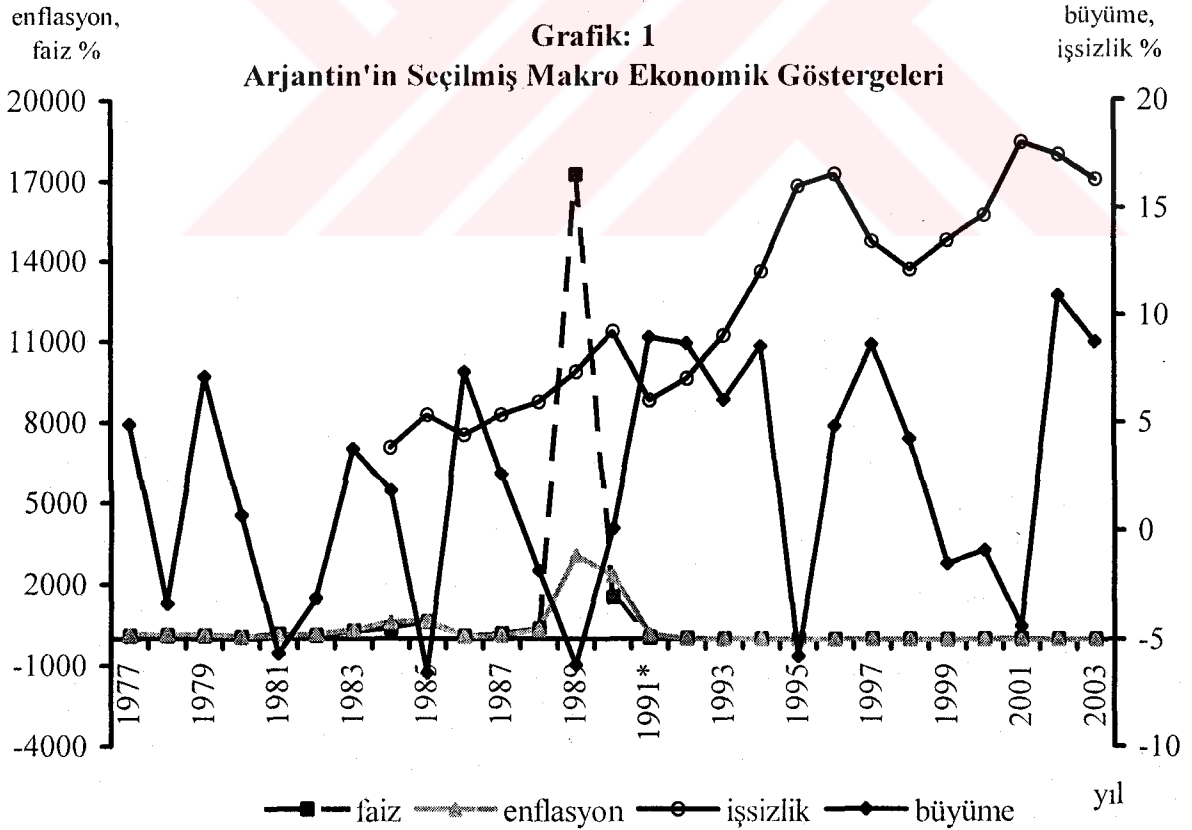
Döviz kuru hedeflemesi kapsamında para kurulu uygulaması incelenen ülkelerin performansları değerlendirilecektir.

Diğer taraftan para kurulu ile ilgili olarak yapılan çalışmalardan yola çıkılarak genel bir değerlendirme yapılırsa para kurulu uygulamasının başarılı olduğu söylenebilir. Ghosh-Gulde-Wolf (1998) tarafından yapılan ve Antigua ve Barbuda (1981-96), Arjantin (1991-96), Dominik (1978-96), Cibuti (1978-96), Estonya (1992-96), Grenada (1977-86), Hong Kong (Çin) (1983-96), Litvanya (1994-96), St. Lucia (1980-96), St. Vicent ve Grenadinas (1980-96) ve 136 gözlemi (yıl) kapsayan çalışmada, para kurulunun sabitlenmiş kur rejimleri ile karşılaştırıldığında %4 daha düşük enflasyon gerçekleştirdiklerini tespit etmişlerdir. Bu fark büyüme hızındaki dalgalanmanın daha az olmasından kaynaklanmaktadır. Aynı çalışmada daha yüksek büyüme oranlarına ulaşmak isteyen para kurulu ülkelerinin daha hareketsiz ya da daha düşük büyüme oranlarına maruz kaldıkları üzerinde durulmaktadır. Bu da para kurulunun hızlı bir düzenleyici olmadığını göstermektedir. Aslında para kurulu, gerektirdiği sıkı mali düzenlemelerin baskısı altında kalabilmektedir. Bununla birlikte, para kurulunun gerektirdiği mali düzenlemeler küçük ve belirli özellikleri olan ülkeler tarafından yapılmıştır (GOSH-GULDE-WOLF, 1998, s.19).

250. Arjantin'in Para Kurulu Performansı

Tarihinde birçok kriz yaşamış olan Arjantin, Nisan 1991'de para kurulunu uygulamaya koymuştur. Ancak ilgili bölümde bahsedilen çeşitli nedenlerden ötürü Arjantin 6 Ocak 2002 tarihinde pesoyu devalüe ederek para kurulu uygulamasına son vermiştir.

Grafik 1 incelendiğinde Arjantin'in uzun yıllar yüksek enflasyona sahip olduğu görülmektedir. 1977 yılında enflasyon oranı %176 olarak gerçekleşirken bu oran 1982'de %164 olmuştur. 1989'da %3079.8 ve 1990 yılında %2313.9 seviyesiyle hiper enflasyon düzeyine ulaşmıştır. Para kuruluna geçilmesiyle birlikte enflasyon oranında çok önemli düşüşlerle birlikte hızlı ekonomik büyüme gerçekleşmiştir. Nitekim, Enflasyon oranı 1993 yılında %24.9'a inmiş büyüme oranı ise %8 olmuştur. Hızlı ekonomik büyümeye karşın emek piyasasındaki bozulmalar nedeniyle aynı dönemde işsizlik oranında bir artış gözlenmektedir. 1991 yılında %6 olan işsizlik oranı 1994 yılında %12'ye çıkmıştır.



Kaynak: Grafik International Financial Statistic ve World Economic Outlook verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Meksika krizi nedeniyle Arjantin’de meydana gelen gelişmeler para kurulunun dış şoklar karşısındaki durumunun test edilmesi açısından önemlidir (GÜLTEKİN-YILMAZ, 1998, s.25). 1994 yılında meydana gelen Meksika krizi Arjantin’i büyük ölçüde etkilemiştir. Enflasyon oranında düşüş devam ederken ekonomide %5.8 daralma meydana gelmiştir. Bu daralmanın neticesinde işsizlik oranı %16’ya çıkmıştır. Kısa vadeli yabancı sermayenin ülkeden çıkmaya başlamasıyla birlikte faiz oranı 1995 yılında %11 olmuştur. 1998 Asya kriziyle birlikte kötüleşen konjonktür, 1999 yılında başlayan ve 3 yıl boyunca giderek derinleşen bir ekonomik krize ve sonunda da Aralık 2001’de rejimin çökmesine neden olmuştur (FRENKEL, 2002, s.14-15). 1999 yılından itibaren ekonomi sürekli küçülmüştür (1999, 2000, 2001’de sırasıyla -%1.5, -%0.9, -%4.4). Bu dönemde deflasyon yaşanırken işsizlik oranları da artmıştır.

Faiz oranlarına bakıldığında beklentilere uygun olarak enflasyon rakamlarına benzer bir durumun burada da yaşandığı görülmektedir. Hiper enflasyonun yaşandığı 1989 yılında faiz oranı %17235.8 ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 1991 yılında %61 seviyesinde olan faiz oranı para kurulu ile birlikte düşüşe geçmiş ve 2002 yılına kadar ortalama olarak %10.22 civarında seyretmiştir. 2002 yılında ise enflasyonda gözlenen artışla birlikte yükselmiş ve %36 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Para kurulunun sona ermesiyle birlikte enflasyon oranının artması doğal olarak faiz oranlarını da yükseltmiştir.

İşsizlik oranında meydana gelen artış programın beklenen bir sonucudur. Finansal sistemle ilgili olarak alınan bir takım önlemler ekonominin reel büyüme oranındaki düşüşü yavaşlatırken, işsizlik oranı önemli ölçüde yükselmiştir. Richards (1997)’a göre, Menem hükümetinin uyguladığı programın öncekilerden en önemli farkı, yüksek işsizlik oranına yol açacak politikaları izleme konusundaki kararlılığıdır. Programın ilk iki yılında devlet işletmelerinde çalışanların sayısı 285000 azaltılmıştır (TOGAY-BARIŞIK, 2000, s.107). İşsizlik oranının artmasına neden olan bir diğer etken para kurulu ile birlikte sermaye girişlerinin artması, ancak artan sermaye girişlerinin sermaye yoğun olması ve emek piyasasının katılığı nedeniyle emek talebinin azalmasıdır (POU, 2000, s.15).

Para kurulunun kısa dönemdeki performansı iyi olarak değerlendirilebilirken uzun dönemdeki etkileri çok kesin değildir. Enflasyonda ılımlı bir düşüş yaşanırken, cari hesapta

bozulma meydana gelmiştir. Emek piyasasındaki düzenlemelere rağmen işsizlik oranı %12-15 seviyelerinde kalmıştır (GOLDE-GHOSH-WOLF, 2003, s.309-311).

Arjantin para kurulunu başarısız olmasındaki en büyük etken enflasyondaki düşüş ve verimlilikteki artışın maliyetinin göz ardı edilmiş olmasıdır. Aşırı sermaye girişleri nedeniyle ortaya çıkan rezerv artışı ulusal paranın aşırı değerlenmesine neden olurken tüketim malı ithalatının artmasına ve bunun sonucunda da GSMH'nin yapay bir şekilde artmasına neden olmuştur. İhracatta serbest rekabet gücü azalan ülkede, ithalatın ikiye katlanması cari işlemler dengesinin açık vermesi ile sonuçlanmıştır. Ulusal tasarruf düzeyinin gereksinim duyulan miktardan az olması sermaye yatırımlarının finanse edilmesinde yabancı sermaye kullanımının artmasına neden olurken ülke bu sermayeye bağımlı hale gelmiştir (BALAYLAR-DUYGULU, 1998, s. 57).

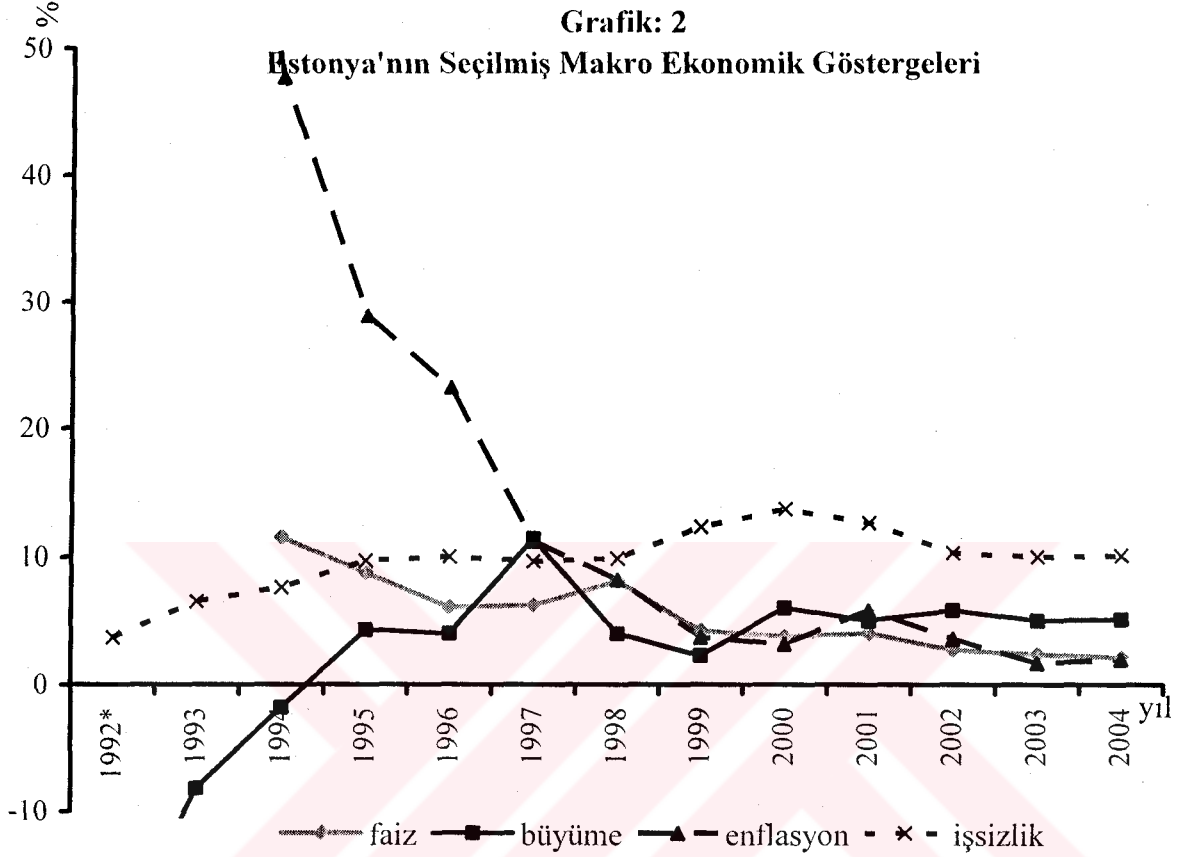
Alınan tedbirlere rağmen kamu açıklarının önüne geçilememesi, işsizlik oranında meydana gelen artış, cari açığın yüksek seviyelere ulaşması ve yabancı sermayeye bağımlılığın artması Arjantin para kurulunun yıkılmasına neden olmuştur.

251. Estonya'nın Para Kurulu Performansı

1992 yılında para kurulu uygulamasına geçen Estonya 1998' de daha önceki dönemlerde bankacılık sektörünün tehdidi altında olmasına rağmen güvenilirliği oldukça yüksek düzeyde olmuştur. Bütün para kurulları incelendiğinde dalgalanmalara rağmen ekonomik performansı en iyi olan ülkenin Estonya olduğu görülmektedir. Kişi başına düşen gelir 1994 yılında 1500 ABD doları iken bu rakam 1998 yılında 3500 ABD doları olmuştur (GHOSH-GULDE-WOLF, 2003, s.314).

Grafik 2 incelendiğinde Estonya'nın para kurulu uygulamasının başarılı olduğu görülmektedir. Sovyetler Birliğinden ayrıldıktan sonra parasına olan güveni sağlamak amacıyla para kurulunu uygulamaya koyan Estonya, diğer para kurulu uygulayan ülkelerden farklı olarak ilk yıl %47.3 hemen ertesi yıl değil 4 yıl sonra yani 1996'da tek haneli rakama(%9.5) indirebilmiştir. 1997 yılında %7.5 olarak gerçekleşen enflasyon oranı bu yıldan sonra %3 seviyelerine inmiştir. 2001 yılından sonra ise enflasyon oranının %1 seviyelerinde olduğu görülmektedir. 1997 yılında Asya Krizine rağmen %10.5 gibi çok

yüksek bir büyüme oranını yakalayan Estonya bundan sonraki yıllarda ortalama olarak %6 civarında bir büyüme oranına sahip olabilmektedir.



Kaynak:Grafik International Financial Yearbook, Statistical Office Of Estonia, World Economic Outlook verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Faiz oranlarına bakıldığında ise 1994 yılında %11.5 olan faiz oranının 1999 yılına kadar ortalama %7 seviyelerine indiği bu yıldan sonra ise ortalama olarak %2 seviyelerinde devam ettiği görülmektedir. Enflasyon oranına paralel gelişmeler ile faiz oranında da istikrarın sağlandığı söylenebilir. 1998 yılında yaşanan Rusya Krizinin etkisi faiz oranlarında da görülmüş ve Estonya faiz oranları %4 seviyesi ile diğer Baltık ülkelerinden olan ve para kurulunu uygulayan Litvanya ve Latvia'nın üzerine çıkmıştır. Ancak daha sonra faiz oranları tekrar düşmüştür.

1994 yılında %1.6 negatif büyüme gerçekleştiren Estonya, bundan sonraki yıllarda, 1999 yılı hariç olmak üzere, pozitif büyüme oranını yakalamıştır. 1998 yılında yaşanan Rusya Krizi ile stok piyasanın yıkılması ve bankacılık sektöründeki düzenlemeler büyümeyi engellemiştir. 1998 yılında %5.4 olarak gerçekleşen büyüme oranı 1999 yılında

-%0,08 olmuştur (GHOSH-GULDE-WOLF, 2003, s.314) Büyüme oranlarındaki istikrarın yanısıra oranların büyüklüğü de dikkati çekmektedir. 2000 yılı itibariyle gerçekleşen büyüme oranlarının ortalama %6 olduğu görülmektedir.

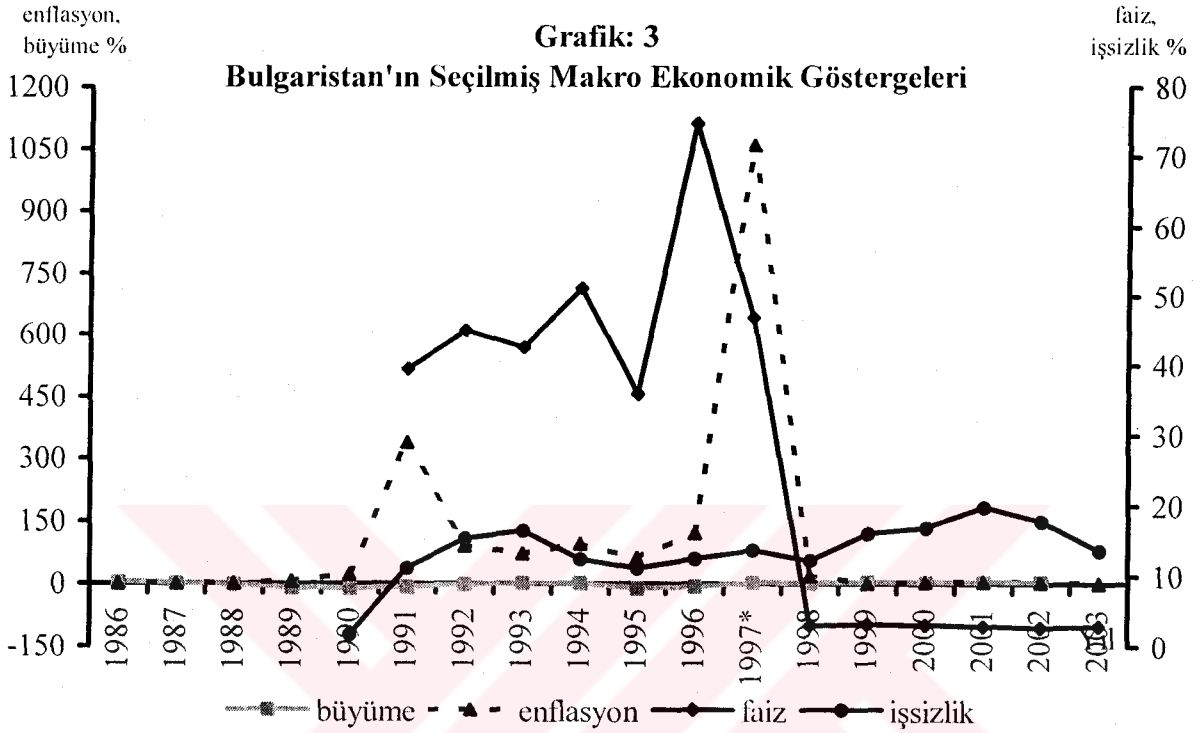
İşsizlik oranlarına bakıldığında, incelenen diğer para kurulu uygulamalarına benzer bir sonuç ortaya çıkmaktadır. 1992 yılında %3.7 olan işsizlik oranı büyüme oranındaki hızlı yükselişe rağmen artma eğilimine girmiştir ve 1993, 1994 ve 1995 yıllarında sırasıyla %6.5, %7.6 ve %9.7 olarak gerçekleşmiştir. 1996 yılında %10 seviyesine ulaşan işsizlik oranı birkaç yıl bu oranın üzerinde seyretmiş ve 2001 yılından sonra %10 seviyesinde kalmıştır.

Grafik 2'den de görüldüğü gibi Estonya, enflasyon oranını düşürmede başarı sağlamıştır. Üstelik bu başarıyı reel üretimde büyük daralmalar pahasına gerçekleştirilmemiştir. Diğer bir deyişle enflasyonun düşürülmesi maliyeti yüksek olmamıştır. Para kurulunun sabit kur ve konvertibilite garantisini sağlamasının yanı sıra parasal disiplini sağlamak üzere oluşturulduğu yönünde kamuoyunda oluşturulan güvence devalüasyon beklentilerini kırarak risk primini düşürmüştü ve reel faiz hadleri de düşük düzeylerde seyretmiştir. Bunun sonucunda da enflasyon daha az reel büyüme kaybı karşılığında düşürülmüştür (OKTAR, 1998a, s.85).

Estonya'nın öncelikli amacı Avrupa Birliğine(AB)'ye girmek ve Avrupa Para Birliğine(APB) üye olmaktır. 1995 yılında tam üyelik için AB'ne başvurdu ve 2 yıl sonra üyelik müzakerelerine çağrıldı. Estonya para kurulunu AB'ye giriş için ve bu birliğe ekonomik uyum sağlayabilmek için çok gerekli bir unsur olarak görüyordu. Estonya birliğe üye olması durumunda da para kurulunu devam ettirmek isteğinde olduğunu belirtmiş ancak AB üyeleri bu konuda Estonya ile aynı fikirde olmamıştır.⁹ Estonya 2004 yılında AB'ye tam üye olmuştur (GHOSH-GULDE-WOLF, 2003, s.314).

251. Bulgaristan'ın Para Kurulu Performansı

Bulgaristan para kurulu uygulamasına yukarıda da bahsedildiği gibi 1997 yılında başlamıştır. Bu tarihten önceki ve sonraki gelişmeler Grafik 3'ten izlenebilmektedir.



Kaynak: Grafik International Financial Yearbook, United Nations ve World Economic Outlook verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Grafik 3 incelendiğinde ilgili bölümde de bahsedildiği gibi 1996 ve 1997 yıllarında faiz ve enfilyasyon oranlarında büyük artışlar gözlenmektedir. Faiz oranı 1996 yılında %74 ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 1997 yılından itibaren para kurulu uygulamasına geçilmesiyle birlikte ekonomik göstergelerde iyileşme gözlenmektedir. 1996 yılında %74 olan faiz oranları yapılan düzenlemelerle birlikte 1997'de %46'ya 1998'de ise %3 e düşmüştür. Bu nedenle finansal istikrarın sağlandığı söylenebilir. Enfilyasyon oranı ise 1997 yılında %1058.37 iken hızlı bir düşüş gerçekleştirmiş ve yalnızca bir yılda yaklaşık %1039 azalarak %18.67 seviyelerine gerilemiştir. Takip eden yıllarda enfilyasyon oranının istikrarlı olduğu görülmektedir. Nitekim, enfilyasyon oranları 1999 yılında %2.57, 2000'de %10.37, 2001'de %7.36, 2002'de %5.81 ve 2003'de %2.16 olarak gerçekleşmiştir.

⁹ Maastricht kriterleri AB'ye katılacak olan ülkelerin AB para birimini kullanması için 2 aşamadan geçmesini öngörmektedir. İkinci aşama(ERM II) euroya sabitlenmiş ulusal paranın bir koridor etrafında dalgalanmasını öngörmektedir. Para kurulunu da içine alan böyle düzenlemeler resmi olarak henüz oluşturulmamıştır.

Bulgaristan'ın büyüme oranlarına bakıldığında ise 1996 yılında %9.4 ve 1997 yılında yaklaşık %5'lik negatif büyümenin ardından 2003 yılına kadar ortalama olarak %4 oranında istikrarlı ve pozitif bir büyüme oranının yakalandığı görülmektedir. Bu oran 1998'de %4, 1999 yılında %2.3 ve 2000 yılında ise %4 olarak gerçekleşmiştir. Buradan fiyatlar genel seviyesinde sağlanan istikrarla birlikte büyüme oranında da istikrarın yakalandığı söylenebilir.

Bulgaristan'ın işsizlik oranlarına bakıldığında ise 1998 yılından 2001 yılına kadar artış olduğu gözlenmektedir. Ancak bu artış 2001 yılından itibaren düşüş eğilimine girmiştir. 1998 yılında %12.20 olan işsizlik oranı 2001 %19.78 seviyelerine ulaşmıştır. 2002'de %17.80 ve 2003'de %13.68 ile işsizlikte bir azalma gözlenmektedir.

Yapılan açıklamalardan yola çıkarak, para kurulunun Bulgaristan'da başarılı olduğu söylenebilir. Finansal alanda sağlanan istikrarla birlikte fiyat istikrarı ve istikrarlı bir büyüme gerçekleştirilmiştir. Buna karşın işsizlik oranında para kurulu uygulaması ile birlikte yaklaşık %7 puanlık bir artış görülmesine karşılık son yıllarda işsizlik oranının azalma eğiliminde olduğu söylenebilir.

Diğer taraftan bu konuda yapılan çalışmalarda da para kurulunun Bulgaristan'da başarılı olduğu kabul edilmektedir. Örneğin, Ghosh-Gulde-Wolf'un(2003) yılında yaptıkları çalışmada şu bulgulara ulaşılmıştır: Para kurulunun uygulanmaya başlanması ile birlikte 1998 yılının ortalarında enflasyon oranı %13 seviyelerine inerken aynı yılın sonlarına doğru %1 olarak gerçekleşmiştir. Faiz oranları ise kriz döneminde ulaştığı %200 seviyelerinden 1999 yılında %4.5'e gerilemiştir. Diğer taraftan para kurulu kriz dönemlerinde de krizlerden etkilenilmemesini sağlamıştır. Ağustos 1998 yılında yaşanan Rusya krizi ve 1999 yılı bahar döneminde yaşanan Kosova krizlerine rağmen rezervlerde önemli bir azalma olmamıştır. Aksine yabancı rezervler 1996 yılının sonunda 800 milyon dolar iken bu rakam 1999 yılının ortalarında 2.7 milyar dolara yükselmiştir. Ayrıca bu çalışmada para kurulunun en dikkat çekici özelliğinin ekonomik davranışları ve beklentileri çabucak etkilemesi olduğu belirtilmektedir. Aynı zamanda bu çalışmada para kurulunun tek başına bu sonuçları gerçekleştiremeyeceği, yapısal düzenlemeler ve diğer politikalarla sağlanan uyumla birlikte sağlanabileceği vurgulanmaktadır (GHOSH-GULDE-WOLF, 2003, s.31)

Burada incelenen değişkenlerin dışında olmakla birlikte Slavova tarafından yapılan ve 1991-2000 dönemini kapsayan çalışmada Bulgaristan para kurulunun para talebi üzerindeki etkisi incelenmiş ve çalışma sonucunda para kurulunun para talebini istikrarlı hale getirdiği sonucuna varılmıştır (SLAVOVA, 2003, s.1315).

Diğer taraftan Bulgaristan para kurulu bütün göstergeler açısından mükemmel bir politika değildir. Cari işlemler açığı bir problem olarak Bulgaristan'ın önünde durmaktadır. Problemin temelinde yatan neden Bulgaristan'ın ihraç mallarındaki rekabet gücünü arttıramaması ve yeni ihraç bölgelerine aılamamasıdır. Cari işlemler dengesi 1997 yılında 426 milyon dolarlık bir fazla vermişken, 1998 yılında 272 milyon dolarlık bir açık meydana gelmiştir. 1999 yılında rakam 700 milyon dolara yaklaşmıştır. Dış ticaret dengesinde ise durum daha da kötüdür. 1997 yılında 380 milyon dolar fazla veren dış ticaret dengesi, 1999 yılında 1 milyar doların üzerinde bir açıkla sonuçlanmıştır. 1999 yılında kötüye gitmenin temel nedenleri arasında Kosova Savaşı ve Batı Avrupa'ya Yugoslavya üzerinden bağlanan ticaret yollarının savaştan bu yana kapalı olması sayılmaktadır (www.aso.org.tr/asomedyat/temmuz2001-ft.html#buyutec).

Cari açık problemine rağmen Bulgaristan ekonomisi diğer değişkenler açısından istikrarı yakalamıştır. Bu konuda yapılan diğer çalışmalar incelendiğinde de aynı sonuca ulaşıldığı görülmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. PARASAL HEDEFLEME VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Bu bölümde parasal hedefleme politikasının tanımı, avantaj ve dezavantajlarının yanı sıra ülke uygulamalarına değinilecektir. Ayrıca, parasal hedefleme politikasının neden popülerliğini kaybettiği de açıklanmaya çalışılacaktır. Daha sonra son yıllarda popüler hale gelen para politikası stratejilerinden enflasyon hedeflemesine değinilecektir.

30. Parasal Hedefleme Stratejisi

Bu kısımda parasal hedefleme politikasının ne olduğu ve diğer para politikası çapalarına nazaran ne gibi özelliklere sahip olduğu açıklanacaktır.

300. Tanımı

Parasal hedefleme politikası M1, M2 ve M3 gibi parasal büyüklüklerin fiyat istikrarı gibi nihai amaçlara ulaşmada ara hedef olarak kullanılmasıdır. Buradan da anlaşıldığı üzere, hedeflenen para stoku ya da parasal büyüklükler merkez bankası bilançosu içerisinde yer alan parasal taban ve rezerv para olabileceği M1, M2 ve M3 gibi büyüklüklerde olabilmektedir. Herhangi bir parasal büyüklük ara hedef olarak seçilebilirken, zaman içerisinde, seçilen bir parasal büyüklükten vazgeçilip diğer bir parasal büyüklüğe geçilebilmektedir. Örneğin, bankalardaki vadesiz mevduatı da içeren M1, dalgalanmalara daha kolay bir şekilde maruz kaldığı için Bundesbank 1988 yılında M1 parasal büyüklüğünü terk ederek M2 parasal büyüklüğünü ara hedef olarak belirlemiştir (TOKUCU, 2001, s.5).

Parasal hedefleme politikasının teorik zemini $M.V=P.Y$ şeklinde ifade edilen Klasik Miktar Teorisine dayanmaktadır. Miktar Teorisi, gelir ve fiyat düzeyinin paranın dolaşım

hızı sabitken para stokundaki artış veya azalışlarla değişeceğini savunmaktadır (USTA, 2003, s.8). Parasal hedefleme politikası Milton Friedman'ın seçilen bir parasal büyüklüğün sürekli aynı oranda artırılması şeklindeki önerisinden farklıdır. Aslında, parasal hedefleme politikasını uygulayan bütün ülkelerde para politikası kurallarına sıkı sıkıya bağlı kalındığı söylenemez ve kaldı ki bu ülkeler parasal hedefleme politikasını çok ciddi bir biçimde de takip etmemekteydiler (MISHKIN, 2003, s.516).

Bu sistemde parasal büyüklüğün hangi seviyede olması gerektiği; GSMH ile para arzı arasındaki ilişkiyi gösteren paranın dolanım hızı, ve para arzı (=para talebi) ile parasal taban arasındaki ilişkiyi gösteren para çoğaltanı kullanılarak hesaplanmaktadır. Örneğin; 1995 yılı için, Almanya'da parasal hedefin belirlenmesi ile ilgili hesaplama şu şekilde olmuştur:

	%
a. Reel GSYİH büyüme oranı	2.75
b. Enflasyon oranı	2.00
(a)+(b)=Nominal GSYİH artışı	4.75
c. Dolanım hızındaki değişme için düzeltme	1.00
(Artış(-); Düşüş (+))	
d. Para Arzındaki gerekli değişme	5.75

Bu hesaplama Klasik Miktar Teorisini kullanılarak da şu şekilde ifade edilebilir:

$$M.V = P.Y$$

Denklemin logaritmik farkı alındığında,

$$\Delta \ln M + \Delta \ln V = \Delta \ln P + \Delta \ln Y \quad \text{Buradan,}$$

$\Delta \ln M = \Delta \ln P + \Delta \ln Y - \Delta \ln V$ şeklinde yazılabilir. Dolayısıyla ilk örnekteki rakamlar yerine konulduğunda ,

$$5.75 = 2.00 + 2.75 - (-1.00)$$

para arzının, % 5.75 oranında artması gereği ortaya çıkmıştır. Görüldüğü gibi dolanım hızındaki düşme, denklemde artı değer olarak yerini almıştır. Para çoğaltanının sabit olması halinde, para tabanının da aynı oranda artması gerekecektir. Bu denkleme bakıldığında, para politikasının başarılı olabilmesi için istikrarlı bir dolanım hızı ve para

çoğaltanı gerektiği görülmektedir (KEYDER, 2002, s.453).

Parasal hedeflemenin amacı, nihai politika hedefler setini oluşturmaya yardımcı olmaktır. Ancak burada parasal hedeflerin kendileri vazgeçilmez değildir. Bu hedeflerden zaman zaman ihtiyari biçimde sapıldığı gözlenmektedir. Nitekim, Bundesbank nihai politika hedeflerine bağlı olarak daha iyi performans gerçekleştirmeyi taahhüt etmişse de, parasal hedefleri sık sık ihmal etme isteğini göstermektedir (OKTAR, 1998b, s.20).

Parasal hedefleme politikasının bir para politikası stratejisi olarak tercih edilmesinin bir nedeni birçok ülkede döviz kuru hedeflemesi para politikası için bir seçenek olmamasıdır. Çünkü bu ülkeler ya çok büyüktür ya da parasını nominal çapa olarak kullanılacakları bir ülke yoktur. Bu nedenle döviz kuru hedeflemesi ABD, Japonya gibi ülkeler ya da AB gibi topluluklar için bir seçenek değildir. Bu ülkeler, parasal hedefleme gibi, diğer para politikası stratejilerini uygulamak durumundadırlar. 1970'lerde parasal hedefleme, ABD'nin yanı sıra, Almanya, İsviçre, Kanada, İngiltere ve Japonya gibi birkaç ülke tarafından benimsenmiştir (MISHKIN, 2003, s.516).

Bununla birlikte, 1980'li yıllarda mali piyasalar giren yeni enstrümanlar ve bu yıllarda başlayarak daha sonra hızlanan mali serbestleşme süreci, para arzı-gelir ve para arzı-enflasyon ilişkileri arasında geleneksel olarak var olduğu savunulan nedensellik ilişkisinin kopmasına neden olmuştur. Bu şekilde, parasal büyüklüklerin reel büyüklükler üzerinde gerek etkilerinin gerekse de bu büyüklüklerin gelecekteki değerleri hakkında öngörü gücünün düştüğü sonucuna varılmaktadır.

Para stokunun kontrol edilerek enflasyon oranının etkilendiği modellerde parasal büyüklükler dışsal olarak alınmaktaydı. Oysa, yukarıda bahsedilen gelişmeler sonucunda para arzının içselleştiği yapılan çalışmalar sonucunda ortaya çıkmıştır. Sonuç olarak, parasal büyüklükler, merkez bankaları tarafından diğer değişkenleri etkilemeye yönelik olarak kullanılabilir bir politika değişkeni olmaktan çıkmış ve geleneksel olarak izlenen para arzlarının enflasyon oranlarını öngörme gücü oldukça zayıflamıştır (MALATYALI, 1998, s.3).

Parasal hedefleme politikasının neden başarısız bir politika olduğu mübadele denklemi yardımıyla da açıklamak mümkündür. Burada parasal hedefleme politikasının başarısızlığı Irving Fisher'in Klasik Miktar Teorisi ile ilişkilendirilmektedir.

$$M.V = P.Y$$

Buradaki M, V, P ve Y para arzının, paranın dolaşım hızının, fiyatlar genel seviyesinin ve reel milli gelirin logaritmik değeridir. Merkez bankasının istikrarı sağlamak amacıyla parasal hedeflemeyi kullanması durumunda M'i P ile ilgili hedefine ulaşmak amacıyla kullanacaktır. Bu aşamada birkaç problem ortaya çıkmaktadır. İlk sorun uygun bir parasal büyüklüğün tanımlanmasıdır. Bu konuyla ilgili ekonomik teorilerin zayıf olduğu ve ekonomistler arasında M1, M2 ya da parasal taban gibi parasal büyüklüklere ilişkin bir fikir birliği sağlanmadığı görülmektedir. Parasal hedefleme politikasıyla ilgili bir diğerk problemde Merkez bankasının parasal taban dışında bir büyüklüğü hedef olarak seçmesi durumunda bu büyüklüğü doğrudan doğruya kontrol etmesi mümkün olmayacaktır. Bu büyüklüklerin kontrol edilmesi amacıyla faiz oranı ve parasal taban gibi üzerinde merkez bankasının tasarrufunun bulunduğu araçları kontrol ederek seçilen büyüklük etkilenmeye çalışılacaktır. Para arzı fonksiyonunun istikrarsız olması durumunda merkez bankasının kabul edilebilir bir hata payıyla bile hedefi tutturması olanaksız hale gelecektir ve M' deki dalgalanma P' yede yansıyarak onu da istikrarsız hale getirecektir.

Parasal hedefleme politikasının başarılı olabilmesi için paranın dolaşım hızının(V) istikrarlı ve öngörülebilir olması gerekmektedir. İstikrarsızlık durumunda merkez bankası hedefi tam olarak gerçekleştirse bile fiyat seviyesi uzun dönemde arzu edilen seviyenin dışına çıkabilecektir. Para talebinin istikrarsız olması durumunda ise merkez bankasının para politikası araçlarını kullanarak Y gibi değişkenlerde meydana gelen değişikliklere merkez bankasının cevap vermesi daha zor hale gelecektir. Aynı zamanda hedef oldukça büyük bir farkla kaçırılabilir (DOWN, 1995, s.3).

301. Özellikleri

Parasal hedefleme stratejisinin özellikleri genel olarak aşağıdaki gibi sayılabilir:

-Parasal büyüklükler para politikasının ara hedefi olmaktadır.

-Hedeflenen parasal büyüklük merkez bankasının ihraç tekelinde olmaktadır.

-Merkez bankası, parasal hedefi piyasalara açıklayarak bunu taahhüt eder ve böylece uygulanan para politikası şeffaf hale gelir.

-Tek bir değişken ara hedef olarak alınırsa uygulama kolaylaşmaktadır.

-Parasal genişlemenin ara hedef olarak kullanılabilmesi için parasal genişleme ile nihai hedef olan enflasyon arasında tahmin edilebilir bir ilişkinin olması gerekmektedir. Buna ek olarak merkez bankası para politikası araçlarını kullanırken parasal genişleme üzerinde kontrolünün olması gerekmektedir. Yani merkez bankası hedefe ulaşma amacına yönelik olarak ara hedeflerini etkin bir biçimde kullanabilmelidir (KARASOY-SAYGILI-YALÇIN, 1998, s.6-7).

-Diğer bir önemli unsur, bu politikanın başarısı nominal çapa olarak kullanılan parasal büyüklüğün talebinin istikrarına bağlı olmasıdır. Bu istikrarın sağlanması günümüzde de bir problem olarak önemini korumaktadır. Bu problem enflasyon seviyesinde ani değişimler meydana gelmesi ve finansal yenilikler yapılması durumlarında çoğunlukla ortaya çıkmaktadır (CORBO-HEBBEL, 2000, s.8).

302. Avantaj ve Dezavantajları

Diğer nominal çapa türlerinde olduğu gibi parasal hedefleme stratejisinin de bazı avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır. Bu avantaj ve dezavantajlar aşağıda alt kısımda özetlenmektedir.

a. Avantajları

Parasal hedefleme stratejisinin en önemli avantajı, merkez bankasının para politikası uygulamalarında serbest olmasıdır (KEYDER, 2002, s.454). Bu da parasal hedefleme politikasına, döviz kuru hedeflemesinin aksine, merkez bankasının para politikasını enflasyon ve çıktı dalgalanması gibi içsel şartlara uygun bir biçimde yönlendirmesini sağlamaktadır.

Hedefin gerçekleştirilip gerçekleştirilemediğine ilişkin sonuçları hemen vermesi parasal hedeflemenin döviz kuru hedeflemesi gibi avantajlarından biridir. Parasal büyüklüklerle ilgili rakamlar periyodik olarak haftalık veya aylık olarak açıklanmaktadır.

Bu nedenle piyasalar ve hane halkı merkez bankasının daha önce açıklanan hedeflerine ulaşip ulaşmadığını kısa süre içerisinde öğrenmektedir. Böylece merkez bankasının enflasyonu kontrol altında tutma amacına yönelik olarak merkez bankasının ve politika uygulayıcılarının tutumunu takip edilebilmektedir. Bu işaretler daha sonra enflasyon beklentilerinin oluşmasına ve enflasyon oranının düşmesine yardımcı olmaktadır.

Parasal hedefleme stratejisinin bir diğer avantajı, para politikası uygulayıcılarının hesap verilebilirliğini arttırmasıdır. Böylece politika uygulayıcılarının zaman tutarsızlığı tuzağına düşmemelerine yardımcı olmaktadır.

b. Dezavantajları

Parasal hedeflemenin bütün bu avantajları sağlayabilmesi amaç değerlerle (enflasyon ya da nominal gelir) parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin güçlü ve güvenilir olmasına bağlıdır. İstikrarsızlığın fazla olması ve parasal büyüklüklerle amaç değerler arasında ilişki zayıfsa parasal hedefleme stratejisi çalışmayacaktır. İlişkinin zayıf olması durumlarında, hedefe ulaşılsa bile amaç değerler üzerinde istenilen sonuç gerçekleştirilemeyecektir.

Diğer taraftan, ilişkinin zayıf olması parasal hedeflemenin enflasyon beklentilerinin sabitlenmesi fonksiyonunu yerine getirmesine izin vermeyecektir ve merkez bankasının hesap verilebilirliğini ölçmede iyi bir rehber olmayacaktır. Parasal büyüklüklerle amaç değerler arasındaki ilişkinin kırılması başta ABD olmak üzere ve parasal hedefleme stratejisini devam ettiren diğer birçok ülke içinde problem olmuştur (MISHKIN, 1999, s.586-587).

Öte yandan enflasyon oranının kontrol altına alınmasında ara hedef olarak seçilen parasal büyüklüğün istenilen etkiyi yaratabilmesi için istikrarlı bir dolaşım hızına ihtiyaç vardır. Dolaşım hızında görülebilecek kaymalar hedefin şaşmasına neden olabilir (KEYDER, 2002, s.454).

303. Parasal Hedefleme Ülke Uygulamaları

1970'li yılların ortalarından itibaren daha çok başlıca gelişmiş ülkelerin para politikalarında parasal hedeflemeye doğru bir değişimin olduğu görülmektedir. Almanya Merkez Bankası Bundesbank, 1974 yılında bu adımı atan ilk banka olmuştur (SCHMID, 1999, s.1). Parasal hedefleme politikası günümüzde popülerliğini kaybetmekle birlikte, Almanya tarafından hala başarıyla uygulanmaktadır. Parasal hedefleme politikasını başarıyla uygulayan Almanya'nın yanı sıra ABD, Kanada ve İngiltere'de uygulanan parasal hedefleme politikalarına aşağıda değinilmiştir.

3030. ABD, İngiltere ve Kanada'da Parasal Hedefleme Uygulamaları

1970'li yılların başlarında FED enflasyon oranının artmasıyla birlikte M1'i izleme politikasını uygulamaya başlamış ve M2'de meydana gelen değişimleri de tercihen izleme kararı almıştır. 1975'ten sonra Parlamento'nun sunduğu çözüm önerisine karşılık, FED parasal hedefleme politikasını takip edeceğini açıklamıştır. Aslında, bu dönemde, parasal büyüklükle ilgili hedefin tutturulması FED açısından öncelikli bir öneme olmadığı görülmektedir. FED'in öncelikli amacı işsizlik oranının azaltılması ve faiz oranlarının istikrarlı seyretmesi olmuştur. FED'in bu tutumu M1'e yansımış ve 1975'ten sonra azalan hedef aralıklarına rağmen M1 yukarı doğru bir trend izlemiştir. Bununla birlikte, 1975'ten sonra hızla yükselen enflasyonla birlikte işsizlik istikrarlı bir şekilde azalmıştır.

Ekim 1979'da operasyon prosedürünü değiştirmiştir ve ödünç verilmeyen rezervleri operasyon hedefi olarak belirlemiştir. Bu değişime rağmen parasal büyüklüğün kontrolü gerçekleştirilememiştir; M1'in büyümesinde meydana gelen dalgalanmada azalma beklenirken, artmış ve 1979-1982 dönemi boyunca M1 ile ilgili belirlenen parasal hedef hiç tutturulamamıştır. Ekim 1982'de enflasyonu kontrol etmek amacıyla FED parasal hedeflemenin önemini azaltmış ve Şubat 1987'de artık M1' hedeflemeyeceğini açıklamıştır. Nihayet, Haziran 1993 yılında Alan Greenspan artık parasal hedefleme politikasını takip etmeyeceklerini ve M2'nin sadece para politikası için bir yol gösterici olacağını açıklamıştır (MISHKIN, 2000a, s.2).

Kanada, parasal hedefleme politikasını 1970 yılının başlarında enflasyon oranının yükselmesini önlemeye yönelik olarak uygulamaya koymuştur. Kanada parasal hedefleme politikası “derece derece artan parasal büyüklük(monetary gradualism)” şeklinde olmuştur. 1975’te uygulanmaya başlanan bu politikada M1 büyüklüğü derece derece düşen bir hedef aralığı ile kontrol edilecekti. İngiltere Merkez Bankası ise parasal hedefleme politikası 1973 yılının sonlarına doğru, kronik hale gelen enflasyonu önlemek amacıyla uygulanmaya başlamıştır. Bu amaçla İngiltere Merkez Bankası M3 büyüklüğünü hedef olarak seçmiştir.

Kanada’nın 1978 yılında, parasal hedefleme politikası uygulanmaya başlandıktan sadece 3 yıl sonra döviz kuru hedefini dışarıda bırakması diğer bir deyişle döviz kuru hedefiyle çatışması ve para politikası için güvenilir bir rehber olarak görülen M1 ile ilgili belirsizliklerin ortaya çıkması bu politikanın 1982’de uygulamadan kaldırılmasına neden olmuştur.

İngiltere’de ise 1970’in sonlarına doğru hedefin aşılması nedeniyle enflasyon hızlanmış ve 1980 yılında Orta Dönem Finansal Strateji (Medium-Term Financial Strategy) ile M3’de kademeli bir artış amaçlanmıştır. Fakat M3 hedeflemesi M1’in hedeflenmesiyle ABD’de yaşanan problemlerin yaşanmasına neden olmuştur. Diğer taraftan, 1983’den sonra finansal yenilikler M3 ile ulusal gelir arasındaki ilişkiyi büyük ölçüde istikrarsız hale getirmiş ve İngiltere Merkez Bankası M3 yerine daha dar bir parasal büyüklük olan parasal tabana (M0) ağırlık vermeye başlamıştır. Buna paralel olarak, M3 Ekim 1985’de geçici olarak, 1987’de ise tamamen askıya alınmıştır.

Kanada ve İngiltere’de uygulanan parasal hedeflemelerin ortak özelliği olarak hayati bir oyun oynanması gösterilmektedir. Bu oyunda iki ülkede de enflasyon oranı, işsizlik oranı, faiz oranı ve döviz kuru gibi çoklu toplamları hedeflenmesi, hedeften sapmalara izin verilmesi, hedefler düzenli bir biçimde açıklanmaması, hedef büyüklüklerde meydana gelen artışın yapay araçlarla azaltılması, daha sonra herhangi bir azalma ile telafi edilmemesine rağmen hedeflerin sık sık aşılması ve hedefte meydana gelen sapmaların nedenlerinin gizlenmesi yapılan hayati hatalar olarak karşımıza çıkmaktadır (MISHKIN, 2003, s.516).

Özet olarak, parasal hedefleme ABD, İngiltere ve Kanada'da enflasyonun kontrol altına alınmasında başarılı olamamıştır. Bunun sebebi şunlardır: öncelikle, parasal hedefleme politikası ciddi bir biçimde takip edilmemiştir. İkincisi olarak enflasyon ve GSMH gibi amaç değerler ile parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin istikrarsızlığı sürekli olarak artmıştır. 1980'li yılların başında enflasyon ve nominal gelir arasındaki ilişkinin koptuğu açık bir şekilde anlaşılmış ve her 3 ülkede parasal hedefleme politikası resmen yıkılmıştır (MISHKIN, 1998, s.14).

3031. Almanya ve İsviçre' de Parasal Hedefleme Uygulamaları

Bundesbank yukarıda da bahsedildiği gibi, 1974 yılında parasal hedefleme politikasına geçen ilk Merkez Bankası olmuştur. Para politikasında meydana gelen bu değişimin nedeni, diğer merkez bankaları gibi Bundesbank'ında, 1980'li yılların başında enflasyonun yükselmesine neden olan sabit döviz kuru rejimini sürdürmesi olanağının ortadan kalkması ve Bretton Woods sisteminin yıkılması ile birlikte ulusal bir para politikası ihtiyacının ortaya çıkması olmuştur (SCHMID, 1999, s.1).

1974 yılının sonunda İsviçre Ulusal Bankası(İUB), Bundesbank'ı takiben, parasal hedefleme politikasını benimseyen ikinci merkez bankası olmuştur. Monetaristlerin tavsiye ettiğinin aksine İUB ve Bundesbank, para politikasında esnek bir politika gütmüş ve isteğe bağlı politikalar uygulamışlardır. İsviçre'de bu uygulamanın arkasında yatan düşünce ise rijit monetarist çerçevenin, güçlü dışsal şoklara maruz kalan küçük açık ekonomiler için uygun olmadığıdır. Parasal hedefleme, Almanya ve İsviçre'de öncelikle enflasyonun kontrolü ve uzun dönem amaçlar üzerine yoğunlaşan bir para politikası metodu olarak kabul edildiği görülmektedir (RICH, 2003, s.12; MISHKIN, 2003, s.516). Almanya ve İsviçre'de uygulanan bu parasal hedefleme politikasına "*melez*"⁹ parasal hedefleme politikası adı verilmektedir.

⁹ Melez parasal hedefleme politikası, İsviçre ve Almanya'nın 1970'li yılların ortalarından itibaren enflasyon odaklı bir parasal hedefleme politikası yürütmeleri ile ortaya çıkmıştır. Bu politika pür enflasyon hedeflemesi politikasından farklı olmakla birlikte bazı yönlerden bu politikaya yakındır. Bu iki ülkenin pür enflasyon hedeflemesinden farkı, öncelikle parasal büyüklüklerdeki değişimlere daha fazla önem verilmesinden kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan Bundesbank, para politikasının önceliğinin şeffaflık ve parasal disiplin olduğunu açıklamıştır(Bernanke-Mishkin, 1997, s.103).

Almanya ve İsviçre, parasal hedefleme stratejilerini başarıyla uygulayan ülkelerdir. Bu başarının nedenleri ise iki ülkede de enflasyon oranının kontrol edilmesinde parasal hedeflemenin güçlü bir savunucu olması ve yine parasal hedeflemenin Avrupa Merkez Bankası'nın resmi politika araçlarından biri olmasıdır (BERNANKE-MISHKIN, 1997, s.103)

Almanya, dolaşımdaki para ve 1974'deki rezerv gereksinimleri oranı ile ağırlıklandırılan banka mevduatlarından oluşan merkez bankası parasını ara hedef olarak seçmiş, fakat 1988'de M3 ile değiştirmiştir. İsviçre M1 parasal büyüklüğü ile başlamış ve 1980 yılında daha dar bir parasal büyüklük olan M0 (parasal taban) ara hedef olarak seçmiştir (MISHKIN, 2003, 518).

Bundesbank parasal hedefini ilk olarak 1974 yılın sonunda belirlediğinde, enflasyon hedefini %4 olarak ilan etti ki bu hedef, uzun dönem enflasyon hedefinin üzerindedir. Bunun yanı sıra orta dönem enflasyon oranını "fiyat artışıdaki kaçınılmaz oran" şeklinde tanımlayarak orta ve uzun dönem enflasyon oranlarını farklılaştırdı. Enflasyonu azaltmada tercih edilen gradualist yaklaşım Bundesbank'a fiyat istikrarı ile uyumlu enflasyon amacını gerçekleştirmeden önce 9 yıllık bir döneme mal oldu. 1984 yılında bu hedefe ulaşıldığında orta dönem enflasyon oranı "fiyat istikrarının normatif oranı" olarak yeniden isimlendirildi ve %2 olarak belirlendi. %2'den %1.5'e düşen bu oran 1997'ye kadar aynı seviyesini sürdürdü. Bundesbank aynı zamanda negatif talep şoklarına, fiyatları yükselen hammadde ve enerji arzı koşullarına orta dönem enflasyon oranlarını yükselterek (özellikle 1980'deki ikinci petrol şokunda) fiyat artışının kaçınılmaz oranını %3.5'den %4'e yükselterek cevap verdi (MISHKIN, 2003, s.517-518).

Almanya'daki parasal hedeflemesi enflasyon hedeflemesine çok yakın bir uygulamadır. Bununla birlikte, Almanya'daki parasal hedeflemenin şu özelliklerinin ön plana çıktığı görülmektedir.

-Sayısal bir enflasyon hedefi, Almanya parasal hedeflemesinde en önemli unsurdur. Bu nokta Almanya ile diğer ülkeler tarafından uygulanan parasal hedefleme politikaları arasındaki en önemli farktır.

-İkincisi, uygulama bakımından çok esnek bir politika olmasıdır. Orta dönem enflasyon hedefini uzun dönem enflasyon hedefine yakınsama oldukça aşama kat ederek gerçekleştirilmiştir.

-Para politikası kısa dönem reel üretim artışı ve döviz kuru gibi konularda meydana gelecek gelişmelere her an cevap verebilecek durumda olmuştur.

-Uzun dönem fiyat istikrarı sıfırdan daha büyük bir oran olarak tanımlanmıştır.

Almanya parasal hedeflemesinde, güçlü açıklamalar, şeffaflık ve açıklık para politikasının iki temel elementini oluşturmaktadır (POSEN-MISHKIN, 1997, s.21).

Almanya'nın parasal hedefleme rejimindeki başarısı, döviz kuru hedeflemesi politikasını uygulayan bir çok ülkenin dikkatini çekmiştir. 1990 yılında yaşadığı birleşme Almanya'nın başarısının bir göstergesidir. Enflasyondaki artış, birleşmeden kaynaklanan yavaşlama, yüksek ücret talepleri ve mali genişlemeye rağmen Bundesbank enflasyonla mücadelenin iyice yerleşmesi nedeniyle enflasyon oranını düşük tutabilmiştir ve 1995'te Bundesbank'ın normatif enflasyon oranı %2'nin altına düşmüştür.

Almanya ve İsviçre'deki parasal hedefleme rejimi, halkla iletişim kurma konusunda güçlü bir sistemi olduğunu ispat etmiştir. Parasal büyüklüğün hedeflenmesi para politikası stratejisini açıklamak için bir çerçeve olarak kullanılmış ve Bundesbank ve İUB merkez bankasının neyi başarmayı amaçladığını sık aralıklarla kamuoyuyla paylaşarak halka anlatmaya çalışmışlardır. Her iki merkez bankası hedefin sıklıkla kaçırılması durumlarında merkez bankasının hesap verilebilirliğini arttırmak ve enflasyon amacının başarılması için para politikasının nasıl olması gerektiğini parasal hedefleme çerçevesini kullanarak en iyi şekilde açıklamışlardır (MISHKIN, 2003, s.517-518).

İsviçre ise, parasal hedefleme politikasının ilk yıllarında, M1 parasal büyüklüğünü hedeflemiş daha sonra ise parasal tabana dönmüştür. 1991 yılında ise parasal taban için orta dönem parasal hedefleme stratejisine hareket etmiştir.

İUB ilk yıllarda, yıllık parasal hedefleme stratejisini benimsenmiştir. Ancak yıllık parasal hedefleme bazı dezavantajlara sahip olması nedeniyle bu uygulamadan bir süre sonra vazgeçilmiştir. Yıllık parasal hedefleme, para talebinin sürekli olarak hareket etmesi ve döviz kurundaki hareketleri aşması gibi beklenmeyen ve politik bir hareketi gerektiren büyük şoklar karşısında yeterli yön gösterici değildi. Diğer bir problem de üretim artışı ve enflasyonda meydana gelen dönemsel dalgalanmalardır. Yıllık hedefleme nedeniyle İUB'sı fiyat istikrarına yönelik dönemsel tehlikeleri hesaplamada önceden yeterli pozisyonu alamamıştır. Beklenmeyen şoklar İUB'nın iletişim çabalarını daha da karmaşık hale getirmiştir. Bu derece zor bir ekonomik tabloda, yıllık parasal hedefleme İUB'nın politika kararlarının nedenlerini kamu oyuna açıklaması için seçilen optimum işlemlerde yeterli derecede ikna edici olamamıştır. Bu zorluklar dikkate alınarak yıllık parasal hedefleme stratejisinden vazgeçilerek orta dönem parasal hedefleme stratejisine geçilmiştir (RICH, 2003, s.5-6).

1989 ile 1992 yıllarını kapsayan dönemde İUB enflasyonu başarılı bir şekilde indirmesine rağmen fiyat istikrarını sürdürmede aynı başarıyı gösterememiştir. Dolayısıyla bu üç yıllık süreç, İsviçre parasal hedefleme politikası için iyi bir dönem olarak kabul edilmemektedir. 1989'dan 1992'ye kadar enflasyon oranı hedefin üzerinde bir oran olan %5 seviyesine ulaşmıştır. Bunun iki nedeni vardı. İlki, 1985'den 1987'ye kadar sıkı para politikası yürütülmesi nedeniyle İUB'nın parasal tabanın 1987'de %2'den daha fazla bir oranda artmasına izin vermesi ve bununla 1988'de parasal büyüme hedefinin %3'e çıkarmasıdır. İkincisi ise interbank piyasası (Swiss İnterbank Clearing) ile tanışılması ve 1988'de ticari bankaların likidite gereksinimlerinin geniş bir oranda revize edilmesidir. Döviz kuru şoklarının sonuçları ve kurumsal değişiklikler nedeniyle parasal tabana olan talebin artması hedeflenen toplamlara ulaşılmasında büyük problemlere neden olmuştur. 1988'de para politikasını kolaylaştırmak için, parasal hedef kaçırılmasına rağmen, İsviçre ulusal bankasının şokların etkisini tahmin etmede yanlış yaptığı açık bir biçimde anlaşılmıştır. Bunun sonucu olarak enflasyon sık sık %5'in üzerine çıkmıştır.

Ortaya çıkan problemler nedeniyle İsviçre parasal hedefleme stratejisinin para politikasının doğrudan işaretçisi olma fonksiyonunu kaybetmiştir. Şöyle ki, Banka'nın orta dönem büyüme oranı ile ilgili açıklamaları parasal büyüklükler için öngörülen büyüme yolunun başlangıç noktası ya da hedef aralığı olarak görülmemiştir. 1992 yılının sonunda

parasal büyüme için genişleme yolu belirlenirken 1994 yılının sonunda, 1995'den 1999'a kadar parasal taban için yeni orta dönem büyüme yolu açılmıştır. İUB bir yıllık parasal büyüme hedeflemesinin yıkılmasından sonra çok daha esnek bir çerçeveye geçmiştir. Böylece İUB enflasyon oranının kontrolünde başarılı olmaya başlamıştır. 1989'dan 1992'ye kadar sürekli bir azalıştan sonra enflasyon oranı %1 seviyelerine düşmüştür (MISHKIN, 2003, s.520).

İUB'nın, uzun dönem öngörülere güvenerek politikalarını yürütmesi orta dönemde yürütülen enflasyon hedeflemesi stratejisine oldukça benzerlik göstermektedir. Bu nedenle Merkez Bankası'nın doğrudan doğruya enflasyonu hedeflemesi daha doğru olacağı görüşü üzerine 1999 yılının sonunda İUB parasal hedefleme politikasından vazgeçip enflasyonun tahmine dayanan yaklaşıma yönelmiştir. İUB, kamu oyuyla iletişim kurma konusunda enflasyon hedeflemesinin orta dönem parasal hedefleme stratejisinden daha iyi olduğuna inanmıştır. İUB her ne kadar parasal hedefleme stratejisini terk etmiş ise de özellikle M3'ü yol gösterici olarak takip etmeye devam etmiştir (RICH, 2003, s.5-6).

Bu iki ülkenin başarısında, parasal hedefleme politikası için önem arz eden, paranın dolanım hızının istikrarlı olmasının da büyük payı olduğu görülmektedir. Diğer bir deyişle, bu istikrar, her iki ülkenin parasal hedefleme politikaları ile enflasyon oranlarına ilişkin amaçlarına ulaşmalarında oldukça önemlidir (BERNANKE-MISHKIN, 1997, s.103).

Almanya ve İsviçre'deki parasal hedefleme deneyimlerinden alınacak iki önemli ders vardır. Birincisi, parasal hedefleme rejimi uzun dönemde enflasyon hedefini geri planda bırakabilir. Bu sonuç, hedefin önemli derecede kaçırılması durumunda da ortaya çıkabilir. İkincisi, her iki ülkede sık sık hedefler kaçırılmasına rağmen parasal hedeflemenin başarılı olmasının nedeni, her iki merkez bankasının para politikası stratejisi hakkında halka açıklamada bulunması, böylece para politikasının şeffaflığının ve hesap verebilirliğinin artırılmasıdır. Böylece şeffaflığın ve hesap verebilirliğin önemi ortaya çıkmıştır (MISHKIN, 2003, s.520).

31. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

Bu başlık altında, öncelikle, enflasyon hedeflemesi stratejisinin tanımı ve özelliklerinin yanı sıra bu stratejinin ön koşulları, avantaj, dezavantajları ve teknik özellikleri incelenmiştir. Daha sonra, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelere yer verilmektedir.

310. Tanımı

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, orta vadeli bir enflasyon hedefinin kamu oyuna ilan edildiği, para politikasının uzun dönemde öncelikli amacının fiyat istikrarını gerçekleştirmek olduğu konusunda kurumsal bir vaadin verildiği, para politikası ile ilgili karar almada sadece parasal toplamların değil ulaşılabilen bütün bilgilerden yararlanıldığı, para politikasının şeffaflığını arttırmak amacıyla kamu oyuna ve piyasalara para politikasının amaçları ve yapılan planlamalar hakkında açıklamaların yapıldığı ve enflasyon amacına ulaşmada merkez bankasının şeffaflığının arttığı bir para politikası stratejisidir (MISHKIN, 2003, s.522).

Enflasyon hedeflemesi bu tanımlamaların yanı sıra çok çeşitli şekillerde tanımlanmaktadır. Ancak bu tanımlar birbirine benzerdir. Nitekim, bütün tanımlarda üzerinde durulan ortak noktaların; hedef bir enflasyon oranının belirlenmesi, bu hedefin kamuoyuna ilan edilmesi ve fiyat istikrarını sağlama amacının merkez bankasının öncelikli amacı olduğu şeklindedir. Enflasyon hedeflemesi ile ilgili yapılan diğer tanımlamalar ise aşağıdaki gibidir:

Enflasyon hedeflemesi, merkez bankası ya da her ikisinin birlikte hareket etmesi yoluyla enflasyon oranı için belirli bir zaman boyutu dahilinde gerçekleştirilmek amacıyla resmi niceliksel bir hedefin ya da bir hedef aralığının halka ilan edilmesidir (BERNANKE-MISHKIN, 1997, s.110-111). Enflasyon hedeflemesi, para politikası otoritelerinin nihai hedef olan fiyat istikrarını sağlamak amacıyla sayısal bir enflasyon hedefi belirlemesi ve bunu kamuoyuna açıklaması uygulamalarının yer aldığı bir stratejidir (USTA, 2003, s.14). Enflasyon hedeflemesi stratejisi, fiyat istikrarının öncelikli amaç olduğu, enflasyon oranı için açık bir sayısal oranın belirlendiği, hedeflenen enflasyon oranının gerçekleştirilmesi

için öngörülen dönemde hedeften sapma olması durumunda, bu sapmanın telafi edilmediği bir stratejidir (MEYER, 2001, s.3).

311. Özellikleri

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel özellikleri aşağıdaki gibidir:

1-Hedeflenen orta vadeli enflasyon oranı kamu oyuna açıklanmaktadır. Orta vadeli enflasyon oranının nokta hedef ya da belirli bir bant aralığının olması tercihi ile ilgili olarak en belirleyici husus nokta hedefin tutturulmasının zorluğudur. Bu nedenle uygulamada, genellikle belli bir bant referans alınmaktadır.

Enflasyon için verilen hedef, beklentileri etkileyerek bu beklentilerin, enflasyonist şoklara karşı verecekleri reaksiyonların yumuşamasına neden olmaktadır. Bu nedenle de hedefin açıklanma biçimi, kapsadığı bilgi bu hedefin önceki uygulamalar referans alındığında merkez bankasına duyulan güven söz konusu etkinin istenilen şekilde gerçekleştirilip gerçekleştirilmeyeceğinin belirleyicisidir (MALATYALI, 1998, s.10).

2-Merkez bankası, uzun dönem para politikasının öncelikli amacı olan fiyat istikrarının sağlanması konusunda, kamuya karşı açık bir taahhüt altına girmektedir. Enflasyon hedefinin açıklanmasından sonra enflasyonun merkez bankasının en öncelikli amacı haline gelmekte ve bu hedefe ulaşmada kuramsal olarak tam sorumlu tutulmaktadır. Bu politika genellikle yasal ve idari düzenlemelerle birlikte uygulanmaktadır. Merkez bankası bazı ülkelerde yasal sorumluluk altına girer. Buna karşın merkez bankalarına verilen hedefe ulaşmalarında araç bağımsızlığının sağlanması gerekmektedir (KARASOY-SAYGILI-YALÇIN, 1998, s.13).

3- Enflasyon hedeflemesi stratejisi merkez bankasının esnekliğini arttırmaktadır. Enflasyon oranını ve meydana gelebilecek bir çok ekonomik şokları tahmin etmenin zorluğu enflasyon üzerinde sürekli etkili olacaktır ve bu nedenle enflasyon hedeflemesi stratejilerinin hepsinde merkez bankasının bazen hedefi kaçırmaya izin verilebilecektir. Hedeften sapma olması durumunda merkez bankası bunun nedenlerini açıklar. Kabul edilebilir bir açıklama petrol fiyatlarında meydana gelen değişimler,

doğal afetler yüksek vergilerin ilk dönem etkisi gibi geçici enflasyon şoklarını da kapsar. Buna ilaveten ekonomi zayıfladığında ve işsizlik arttığında çoğu enflasyon hedeflemesi stratejisi enflasyonun artarak hedefin dışına çıkmasına izin vermektedirler. İşsizlikte meydana gelen bu artış bir dereceye kadar enflasyonda meydana gelecek olan azalışla ilgilidir ve ayrıca kolay para politikası da uzun dönem enflasyon oranı ile ilgilidir ve hedef enflasyon oranında meydana gelen sapmaların artmasına neden olabilir (KHAN-PARRISH, 1998, s.8).

4-Parasal büyüklükler gibi enflasyonu indirmede ara hedef olan büyüklüklerle ilgili her türlü bilgiden yararlanılmaktadır.

5-Para politikasının amaçları ve uygulamaları hakkında kamuoyu ve piyasalarla sağlanan iletişim sayesinde merkez bankasının şeffaflığı artmaktadır. Şeffaflığın artması iki açıdan önemlidir. İlki, daha şeffaf bir politikanın daha etkili olması kuvvetle muhtemeldir. Para politikası, kısa dönem faiz oranlarının ayarlanması ve kamuoyunun gelecekte uygulanacak olan politikalar hakkında bilerek ya da bilmeyerek bilgi sahibi olması yollarıyla çalışmaktadır. Piyasa oyuncuları gelecekte uygulanacak olan politikaları doğru bir şekilde tahmin ederlerse uzun dönem faiz oranları gelecekteki kısa dönem faiz oranları hareketlerine cevap verecek şekilde hareket edecektir ki bu kısa dönem faiz oranları para politikasını yönlendirmek amacıyla kullanılacak olan faiz oranlarıdır. İkincisi ise, merkez bankasının bağımsızlığının hesap verilebilirliği ile dengelenmek zorunda olmasıdır. Daha kesin biçimde belirlenmiş amaçlar hesap verilebilirliği ve şeffaflığı artırır (MEYER, 2001, s.8).

6-Enflasyon amacına ulaşmada merkez bankasının hesap verilebilirliği en yüksek düzeye ulaşmaktadır.

7-Para politikasının yönetiminde merkez bankası tam bağımsızlığa sahiptir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde merkez bankası, belirlenen enflasyon hedefine ya da hedef aralığına ulaşmada para politikası araçlarını kullanmada tam bağımsızlığa sahiptir. Merkez bankasının bağımsızlığı iki kategoride değerlendirilmektedir. İlki, merkez bankası uygulamalarıyla devlet bütçesi finansmanı arasındaki ilişkidir ve buna "*mali baskınlık*" denilmektedir. İkincisi ise merkez bankasının para politikası

uygulamalarında politika araçlarını serbestçe kullanabilmesidir ve buna da “*araç bağımsızlığı ya da operasyonel bağımsızlık*” denilmektedir.

8-Enflasyon hedeflemesi stratejisinde merkez bankasının fiyat istikrarının sağlaması dışında ücretler, nominal döviz kurları nominal değerler için hedefleri yoktur. Hedeflenen enflasyon oranı tek amaç durumundadır (MASSON-SAVASTANO-SHARMA, 1997, s.7-20). Enflasyon oranı dışında belirlenen parasal büyüklükler ya da ekonomik değişken hedefine ulaşmak için uygulanan politikalar, enflasyon hedeflemesi stratejisiyle çelişebilir. Örneğin sabit kur sistemi ile enflasyon hedeflemesi stratejisi çelişmektedir. Sabit kur sisteminde, ülkenin enflasyon oranı kuru sabit olarak alınan ülkeye endekslendiğinden, orta veya uzun vadeli enflasyon hedeflemesi yapılamaz (USTA, 2003, s.17). Diğer taraftan, enflasyon oranı dışında herhangi bir nominal değişken ile ilgili hedefler enflasyon oranının istenilen düzeyde gerçekleştirilememesine bu da uygulana politikaya olan güvenin azalmasına yol açabilir.

9-Enflasyon hedeflemesi stratejisi para politikası için nominal çapa sağlar. Bir nominal çapanın olamaması durumunda politikalar, kısa dönem ekonomik koşulların ve uzun dönem amaçlarla çatışan uygulamaların etkisi altında kalarak sapma gösterebilir. Nominal çapa kullanılması durumunda ise politikalar, fiyat istikrarı gibi uzun dönem amaçlarla sınırlandırılırken kısa dönemde ortaya çıkan durumlara karşı cevap verebilecek şekilde serbest bırakılabilir. Enflasyon hedeflemesinden önce daha önceki bölümlerde bahsedildiği gibi geleneksel nominal çapalar döviz kuru ve parasal büyüklüklerdi (KHAN-PARRISH, 1998, s.6).

312. Enflasyon Hedeflemesinin Avantaj ve Dezavantajları

Enflasyon hedeflemesi stratejisi diğer para politikası stratejilerinde olduğu gibi bazı avantaj ve dezavantajlara sahiptir. Bu unsurlar aşağıda açıklanmıştır.

a. Avantajları

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin en önemli avantajı parasal hedefleme politikası ile aynı fakat döviz kuru hedeflemesi politikasının tersine içsel şartlara yoğunlaşması ve ülke ekonomisinde meydana gelen şoklara cevap verebilmesidir (MISHKIN, 2003, s.524). Bunun nedeni, enflasyon hedeflemesini kabul eden bir ülkenin bağımsız para politikasını muhafaza edebilmesidir. Böylece para otoriteleri, yurt içi şoklarla mücadele edebilme ve dış şoklardan ekonomiyi izole etme imkanına kavuşmaktadır. Buna ilaveten, enflasyon hedeflemesi stratejisi, meydana gelen şokların etkilerinden kaçınabilmektedir. Çünkü, enflasyon hedeflemesi stratejisi nominal milli gelir ile parasal büyüklükler arasındaki ilişki üzerinde yoğunlaşma ihtiyacını ortadan kaldırmaktadır. Bunun yerine, hedef enflasyon oranının tahmininde, ilgili bütün bilgilerden yararlanılmaktadır ve bu hedefi gerçekleştirmek için uygun politikalar seçilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin bir diğer avantajı, kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilmesidir. Bunun sonucunda meydana gelen şeffaflık enflasyon beklentilerini etkilemekte ve hedeflenen enflasyon oranına ulaşmayı kolaylaştırmaktadır. Aynı zamanda enflasyon hedeflemesi döviz kuru hedeflemesi ya da parasal hedefleme gibi zaman tutarsızlığı problemine neden olan kısa dönem kazanımlarının para politikası uygulayıcıları üzerinde neden olduğu baskıları azaltmaktadır (POSEN-MISHKIN, 1997, s.14).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin bir diğer avantajı da merkez bankasının hesap verilebilirliğini arttırmasıdır. Açık sayısal bir enflasyon hedefi hesap verilebilirliği arttırmaktadır. Enflasyon hedeflemesi aynı zamanda, aşırı genişlemeci para politikası izleyerek üretim miktarını ve istihdamı arttırmak amaçlarına ulaşılması amaçlaması sonucunda ortaya çıkan zaman tutarsızlığı tuzacağına merkez bankasının düşmesi olasılığını azaltmaktadır. Şeffaflık ve iletişim birlikte hesap verebilirliğini arttırmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde hesap verilebilirliğin güçlü olduğu durum Yeni Zelanda'da görülmüştür. Bu ülkede devlet, enflasyon hedefinin bir çeyrek dönemde bile tutturulamaması durumunda, merkez bankası başkanının görevine son verme yetkisine sahiptir. Diğer enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde merkez bankasının hesap verilebilirliği bu kadar resmileştirilmemiştir. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesi ile

ilgili politikaların şeffaflığı merkez bankasının hem devlete hem de halka karşı hesap verilebilirliğini arttırmaktadır. Para politikasını yönetimde sürdürülebilir bir başarı için önceden açıklanan ve iyi belirlenmiş bir enflasyon hedefi, merkez bankasının bağımsızlığına ve uyguladığı politikalar kamu oyunun desteğini sağlamada birer araç olabilirler.

Merkez bankasının uzun dönemde uygulayacağı politikalar üzerinde yoğunlaşılmasına yardımcı olması bir başka avantajını oluşturmaktadır. Bu strateji merkez bankasının enflasyonist para politikası gütmesine yönelik olan politik baskıları önler ve böylece politikaların belirlenmesinde zaman tutarsızlığı probleminin ortaya çıkma olasılığını azaltır (MISHKIN, 2003, s.525-526).

Merkez bankasının güvenilirliğini artırması enflasyon hedeflemesi stratejisinin bir diğer avantajıdır. Bu stratejide şeffaflığın ve hesap verilebilirliğin önemli olmasının nedenlerinden bir de budur. Yani, bu iki unsur kamuoyuna para politikasının amacını ve merkez bankasının bu amacını gerçekleştirmede nasıl bir taahhüt altına girdiğini anlamasına yardımcı olmaktadır. Güvenilirlik, kamuoyunu geleceğe yönelik enflasyon beklentilerini oluşturmalarında önemli olduğundan, merkez bankası açısından büyük öneme sahiptir. Tüketiciler ve iş çevresinin merkez bankasının enflasyona yönelik taahhüdünü yerine getireceğine inanmaları durumunda daha az ücret artışı kabul edecekler, enflasyon ve enflasyon risk primini birleştireceklerdir ve daha uzun vadeli sözleşmeler yapmaya istekli olacaklardır. Güvenilirlik etkisi, dezenflasyonist para politikasının tipik etkisi üretim kaybının da azaltılmasına yardımcı olacaktır (KAHN-PARRISH, 1998, s.7).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi parasal hedefleme politikasında olduğu gibi enflasyonla parasal büyüklükler arasında istikrarlı bir ilişkiyi gerektirmez. Bu stratejide, politikaların belirlenmesinde ulaşılabilen bütün bilgilerden yararlanmaktadır (KADIOĞLU-ÖZDEMİR-YILMAZ, 2000, s.10).

Son olarak, farklı veri değişkenlerine önem vermesi enflasyon hedeflemesi stratejisinin bir diğer avantajıdır. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin çoğu parasal hedeflemeden sonra enflasyon hedeflemesine geçtikleri görülmektedir. Her iki stratejide

de, para politikasının nihai amacı olarak fiyat istikrarı benimsenmiştir. Aynı zamanda para politikasındaki aktarım gecikmeleri göz önüne alındığında, her iki strateji dahilinde şoklara tepki verileceği vakit ileriye yönelik bir değerlendirme söz konusudur. İki strateji arasındaki fark ise bu değerlendirme yapılırken farklı veri değişkenlerine verilen önemden kaynaklanmaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi oldukça geniş bir veri seti kullanmaktadır. Politika belirleyicileri, gelecekte enflasyonu kontrol etmeye yardımcı olacak her bir değişkene optimal biçimde ağırlık vermektedir. Diğer taraftan, pür parasal hedefleme stratejisi para politikası belirleyicileri, yalnızca para ile ilgilenmekte ve parasal olmayan potansiyel veri setlerini göz ardı etmektedirler (DEMİRHAN, 2002, s.26).

b. Dezavantajları

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin en önemli dezavantajı, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi politikalarının aksine, bu stratejide enflasyon oranının kolaylıkla kontrol edilememesidir. Üstelik uygulanan para politikasının enflasyon üzerindeki etki gecikmelerinin çok uzun olması para politikasının enflasyon hedefine ulaşmadaki başarısının değerlendirilmesinde geç kalınmasına yol açabilmektedir. Bu durumun ortaya çıkmasının nedeni enflasyon hedefinin kamuoyu ve piyasalara para politikasının durumu hakkında hemen sinyal gönderememesidir. Parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi politikalarında ise bu problem ortaya çıkmamaktadır (POSEN-MISHKIN, 1997, s.14).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin bir diğer dezavantajı çok fazla rijit olmasıdır. Bazı araştırmacılara göre, enflasyon hedeflemesi, politika uygulayıcıları üzerinde rijit kurallar içermesi nedeniyle beklenmedik şoklar karşısında para politikası uygulayıcılarının takdir yetkilerini sınırlandırmaktadır. Örneğin, enflasyon hedeflemesi stratejisinin benimsendiği bir ülkede politika uygulayıcıları, nominal harcama veya enflasyon gibi amaç değerler ve parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin kırıldığını öngöremezler. Rijit parasal kurallara bağlılık ile bu ilişkide meydana gelen kırılma yıkıcı olmuştur. Buna karşın, takdir yetkisinin olması ve kurala bağlılık arasındaki geleneksel fark oldukça yanıltıcı olabilir (MISHKIN, 2003, s.527).

Svensson'a göre, bu politikanın eksiklerinden biri de hedefe ulaşmada açıkça ara hedef konmamasıdır. Merkez bankasınınca öngörülen enflasyonun üstü kapalı bir şekilde ara hedef

olarak kabul edilmesi mümkündür. Merkez bankasının politikasını oluştururken öngördüğü enflasyonu ara hedef olarak kabul ettiğini açıkça belirtmesi şeffaflığı ve böylece kamuoyu ile kurulan iletişimin faydalarını arttıracaktır. Bu da para politikasının kamuoyu tarafından daha iyi anlaşılmasına yardımcı olarak ve para politikasındaki belirsizlikleri azaltmaktadır (SVENSSON, 1997, s.2-3).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin bir diğer dezavantajı ise mali baskınlığı önleyememesidir. Uzun dönemde, büyük mali açıklar hem bütçe açıklarının parasallaşmasına hem de devalüasyona neden olacak ve bu da yüksek enflasyonla sonuçlanacaktır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde döviz kurunun esnek olması finansal istikrarsızlığa neden olabilmesi bir diğer dezavantajını oluşturmaktadır. Bazı araştırmacılara göre, enflasyon hedeflemesi stratejisi çok fazla isteğe bağlı bir politikadır. Bu esneklik politika uygulayıcılarının aşırı genişlemeci politikalar izlemesine neden olabilir. Ancak, daha öncede bahsedildiği gibi, enflasyon hedeflemesi stratejisini merkez bankasının hesap verilebilirliğini ve şeffaflığını arttırmaktadır. Böylece, para politikası uygulayıcılarının aşırı genişlemeci para politikaları izlemelerinin önüne geçilmiş olmaktadır (KADIOĞLU-ÖZDEMİR-YILMAZ, 2000, s.13-14).

Diğer taraftan, enflasyon hedeflemesinin üretim istikrarsızlığını arttırma potansiyeli vardır. Enflasyon hedeflemesinin yalnızca enflasyon üzerinde yoğunlaşması, enflasyon oranı hedef seviyesinin üzerine çıktığında para politikasının çok sıkı olmasına neden olabilir. Bu da daha büyük üretim dalgalanmaları anlamına gelmektedir. Buna karşın enflasyon hedeflemesi sadece enflasyon üzerinde yoğunlaşmasını gerektirmez. Uygulamalarda enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin üretim dalgalanmalarına gerekli ilgiyi gösterdikleri görülmektedir.

Diğer taraftan, enflasyon hedeflemesi stratejisinin düşük ekonomik büyümeye yol açmaktadır. Buna göre, enflasyon hedeflemesi üretimde ve istihdamda düşük bir büyümeye neden olacaktır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinde enflasyonun düşürülmesi dezenflasyon dönemlerinde normalden daha düşük bir üretim düzeyi ile birlikte gerçekleşmesine rağmen düşük enflasyon seviyesine ulaşıldığında üretim ve istihdam

düzeyi en azından önceki seviyesine geri dönmektedir (MISHKIN, 2003, s.528-529).

Son olarak, enflasyon hedeflemesi stratejisinin reel ekonomiye etkilerinin oldukça belirsiz olmasıdır. Ekonomik teoriye göre merkez bankasının enflasyonun düşürüleceği ve kontrol altına alınacağına ilişkin taahhütte bulunması kredibilitesini arttıracak ve böylece, enflasyonist beklentiler ve dezenflasyon dönemlerinde meydana gelen üretim kaybı azalacaktır. Ancak deneyimler ve ekonometrik çalışmalar bu tahmini desteklememektedir. Enflasyonist beklentiler, enflasyon hedeflemesi stratejisi benimsendikten hemen sonra düşmemektedir (MISHKIN, 1999, s.596).

313. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi İçin Ön Koşullar

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olabilmesi bazı önkoşulların sağlanmasına bağlıdır. Merkez bankasının tam bağımsız olması, mali baskınlığın olmaması, para ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyinin yüksek olması ve enflasyon oranının makul bir düzeyde olması bu ön şartlardan bazılarıdır. Aşağıda bu önkoşullara ve neden gerekli olduklarına değinilecektir.

3130. Tam Bağımsız Bir Merkez Bankası

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin en önemli ön koşullarından biri, merkez bankasının tam bağımsızlığa sahip olmasıdır. Politik sistemlerin kısa dönemde fayda sağlayan enflasyonist politikaları tercih etmekte ve diğer taraftan bu politikaların uzun dönemli maliyetlerine pek önem vermemektedirler. Sonuç olarak kısa vadeli menfaatleri tercih etme eğilimine girmektedirler. Fiyat istikrarının sağlanmasından sorumlu olan bağımsız bir merkez bankasının, bu enflasyonist eğilimlerin üstesinden gelebileceği düşünülmektedir.

Ayrıca ampirik bulgular, daha bağımsız merkez bankasına sahip olan ülkelerin ekonomik büyüme ya da ekonomik büyümedeki değişim açısından herhangi bir maliyet söz konusu olmaksızın ortalama olarak daha düşük enflasyona sahip olduklarını göstermektedir (FISCHER, 1996, s.2). Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçen ülkeler, merkez bankalarının bağımsızlığını sağlama veya bağımsızlıklarının derecelerini artırma yoluna gitmişlerdir.

Merkez bankasının bağımsızlığının sağlanmasında yasal düzenlemelerin yapılması yeterli değildir. Literatürde ve uygulamada, yasal bağımsızlığın yeterli olmadığı, aynı zamanda fiili bağımsızlığın da; yani uygulamada ki bağımsızlığında olması gerektiği konusunda tam bir fikir birliği oluşmuştur (AKYAZI, 2003, s.18).

Burada, merkez bankasının bağımsızlığı denildiğinde kastedilen “amaç bağımsızlığı” değil “araç bağımsızlığı”dır. Amaç bağımsızlığı, merkez bankasının amaçlarını gerçekleştirmede kullanacağı araçları serbest bir şekilde tayin etmesinin yanı sıra amaçlarını da kendisinin tespit etmesidir. Ancak bu durum kamuoyunun hükümetin uygulamaları üzerinde kontrol yetkisinin bulunması ve politika uygulayıcılarının hesap verilebilirliğinin olması yani demokrasi ilkelerine aykırı olması nedeniyle para politikası amaçlarının seçimle gelen hükümet tarafından tespit edilmesi gerekliliği vurgulanmaktadır (MISHKIN, 2000b, s.5).

Bu doğrultuda, amaç bağımsızlığının çoğu enflasyon hedeflemesi ülkelerinde olmadığı görülürken, enflasyon hedeflemesi stratejisi için kritik bir öneme sahip olan araç bağımsızlığı bu ülke merkez bankalarında mevcuttur. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı bir şekilde sürdürülebilmesi için merkez bankalarının para politikası uygulamalarında hedefe ulaşılabilmesi için kullanmayı uygun buldukları para politikası araçlarının seçiminde serbest olmaları zorunludur (DEBELLE, 2000, s.5). Bu durum, merkez bankasının kısa dönem faiz oranları gibi enflasyonla istikrarlı bir ilişki içinde bulunan etkili para politikası araçlarına sahip olması gerekliliğini beraberinde getirmektedir (CHRITOFFERSEN-SLOK-WESCOTT, 2001, s.4).

Araç bağımsızlığının sağlanabilmesi için üzere daha sonraki bölümlerde açıklanacağı üzere mali baskınlığın olmaması ve finansal sektörünün sağlam olması gerekmektedir (KHAN, 2003, s.7).

3131. Mali Baskınlığın Olmaması

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olabilmesi için gerekli olan önkoşullardan biri de mali baskınlığın olmamasıdır. *Mali baskınlık*, para politikasının, devletin finansal ihtiyaçları doğrultusunda yönetilmesidir ve bu da merkez bankasının enflasyon amacını

gerçekleştirme gücünü zayıflatmaktadır. Bu durum genellikle kamu kesiminin düzenli bir şekilde ve önemli miktarlarda senjoraj geliri sağlaması ya da zayıf ulusal finans piyasalarından borçlanma yoluyla kaynak sağlaması sonucunda ortaya çıkmaktadır (KHAN, 2003, s.7).

Para politikasının maliye politikası tarafından sınırlandırılması, esasında kamu açıklarının merkez bankası kaynaklarından karşılanmasından ileri gelmektedir. Bununla birlikte, kamu açıklarının merkez bankası kaynaklarından karşılanmasına neden olan faktör ise kamu açıklarına neden olacak biçimde uygulanan maliye politikasıdır. Buradan çıkarılan sonuç şudur: Ekonomide mali disiplinin sağlanmaması para politikasının sınırlandırılmasına yol açmaktadır. Bu anlamda maliye politikasının para politikasını sınırlandırması; kamu açıklarının oluşmasına sebebiyet verecek biçimde uygulanan maliye politikasının, söz konusu açıkların merkez bankası kaynaklarından finanse edilmesine zemin teşkil etmesinden kaynaklanmaktadır. Böylece sözü edilen sınırlandırmanın çıkış noktası kamu açıklarına izin veren bir maliye politikası anlayışı, gelişim noktası ise bu açıkların merkez bankası tarafından karşılanması eğilimidir (DEMİRHAN, 2002, s.36).

Mali disiplinin sağlanmadığı ekonomilerde kamunun borçlanma gereği merkez bankalarının temel politika araçları olan faiz hadlerini etkin bir biçimde kullanmalarını engellemektedir. Maliye politikasının baskın olduğu bu gibi durumlarda merkez bankası makro ekonomik hedeflerin belirlenmesinde etkisiz kalıp, piyasa operasyonlarında ise kamu dinamiklerine bağımlı hale gelmektedir. Bu özelliklere göre oluşan ekonomik ortamda ise enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısından söz etmek mümkün olmamaktadır (http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_BSB/IktisatToplum-16Aralik-). Bu nedenle para ve maliye politikaları arasındaki örtülü ilişki enflasyon hedeflemesi stratejisinde dengelenmelidir. Hedef enflasyon oranına ulaşılması ve bu oranın sürdürülebilmesi için para politikası maliye politikasının yardımına ihtiyaç duymaktadır. Genişlemeci maliye politikası ya da büyük miktarlarda borçlanma ve yüksek faiz döngüsü kamu oyunun enflasyona ilişkin beklentilerini yükseltmelerine ve kısa dönemde finans piyasalarının bozulmasına neden olabilecektir (HAZIROLAN, 1999, s.10). Mali baskınlığın önlenebilmesi için ayrıca gelişmiş para ve sermaye piyasalarına ihtiyaç vardır.

3132. Gelişmiş Bir Para ve Sermaye Piyasası

Gelişmiş bir para ve sermaye piyasasının önemi, merkez bankasının uyguladığı para politikasının önemli ölçüde bu piyasaların içinde şekillenmesinden kaynaklanmaktadır. Buradan da faiz mekanizması yolu ile reel sektör üzerinde etkili olmaktadır. Diğer bir ifade ile parasal aktarım mekanizmasının kaynağı para ve sermaye piyasaları olmaktadır.

Para piyasaları ile büyük ölçüde bankacılık sektörü; sermaye piyasası ile de menkul kıymetler borsasının ifade edildiğinden hareketle, enflasyon hedeflemesinde bankacılık ve menkul kıymetler borsasının güçlü ve istikrarlı olmasının önemi ortaya çıkmaktadır. Merkez bankası, piyasalara vermek istediği sinyalleri ve reel sektör üzerindeki etkilerini bu iki aracı kurum vasıtasıyla gerçekleştirmektedir.



Şekil : 2

Merkez Bankası, Ticari Bankalar ve Piyasa İlişkileri

Kaynak: AKYAZI, 2003, s.21

Şekilden de görüldüğü üzere merkez bankasınca uygulanmakta olan para politikası doğrudan doğruya ticari bankalar aracılığı ile yürütülmektedir (AKYAZI, 2003, s.20-21). Bu etkileşim kanalı ile uygulanan para politikalarının başarılı olabilmesi için mali piyasaların yeterli derinliğe sahip olması gerekir. Mali piyasaları yeterince gelişmemiş ve aracılık faaliyetleri etkinleşmemiş bir ülkenin mali sisteminde yüksek ve değişken enflasyon oranları ve bunlara ilişkin beklentilerin belirsizliği daha maliyetli sonuçların ortaya çıkmasına neden olabilmektedir. Şöyle ki, enflasyon oranına ilişkin belirsizlik bir taraftan sisteme girecek olan mali kaynakların miktarında belirsizlik meydana getirirken diğer taraftan düşük aracılık maliyetleri ile çalışan mali sistemin maliyet ve risk primlerini arttırarak rekabet kaybına neden olmasıdır (MALATYALI, 1998, s.51).

Para ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyinin önemli olmasının bir diğer nedeni de, enflasyon hedeflemesine yönelmiş olan bir ülkenin mali sorunlarını aşmada sermaye piyasalarının gelişmişliğinden de yararlanma yoluna gidebilmesi ihtimalidir. Sermaye piyasaları hem özel hem de kamu kesiminin çıkaracağı borçlanma araçlarını absorbe edecek kadar yeterli derinliğe sahip olmalıdır. Bu şartların sağlanamaması durumunda, mali yetersizliklerin, herhangi bir nominal hedefi gerçekleştirmede para politikasının etkinliğini azaltacak enflasyonist baskılara yol açması tehlikesini ortadan kaldırması mümkün olmayabilecektir (OKTAR, 1998b, s.34-35).

Diğer taraftan, yeterli finansal istikrarın olması para politikasının enflasyon hedeflerini izleyebilmesi için de gereklidir. Finansal sistemin sağlamlığı hakkındaki spekülasyonlar para politikasını amacından saptırmamalıdır. Bunun yanı sıra yukarıda da bahsedildiği üzere merkez bankasının piyasa tabanlı araçları kullanarak para politikasını uygulayabilmesi için finansal piyasaların yeterince gelişmiş olması gerekmektedir (CARARE ve diğerleri, 2002, s.13).

Finans piyasalarının derin olması ve ülke ekonomisinin finansal gelişimini tamamlamış olması, olası kriz durumlarında bunların ortaya çıkmasını engellemek veya kısa sürede atlatılmasını sağlamak açısından da önemlidir. Sığ finans piyasalarının olası bir güven bunalımında krizlere karşı korumasız olduğu genel kabul görmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulandığı sürece ortaya çıkabilecek kısa süreli olumsuzlukların bir krize dönüşmesini engellemenin en önemli koşullarından biri ülkede finansla gelişimin tamamlanmış, spekülasyon hareketlerinden etkilenmeyecek bir görünümde olmasıdır. Diğer taraftan, yaşanan bir finansal krizi takip eden bir yıl içerisinde stratejiye geçilmemesi gerektiği dikkat çekilen önemli bir nokta olarak karşımıza çıkmaktadır (www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_BSB/IktisatToplum-16Aralik-,s.4).

3133. İleri Düzeyde Ekonometrik Modeller

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde hedeflenecek olan enflasyon oranının tahmininin en önemli noktadır. Bu nedenle enflasyon oranının tahmininde en gelişmiş ekonometrik ve istatistiksel model ve yöntemlerin kullanılması en etkin sonuçlara ulaşılmasında büyük önem arz etmektedir. Teknik açıdan, uygulamada enflasyon hedeflemesi yapılması için

sağlam ve güvenilir enflasyon modelleri geliştirilmelidir. Bunun için yeterli tarihsel verilerin olması ve çok değişkenli veri setinin kullanılması gerekmektedir. Uygulamada en çok kullanılan modeller aylık enflasyon tahmin modelleridir (Vector Autoregression models-VAR). İstatistiksel çalışmalar bu modellerin gerçek enflasyon yönelimlerinin rasyonel olarak belirlenebildiğini göstermektedir (ALPARSLAN-ERDÖNMEZ, 2000, s.18).

Diğer taraftan, merkez bankası beklenen enflasyon hedefinin tespitinde daha önce enflasyon hedeflemesi uygulamasına başlayan ülkelerin deneyimlerinden yerel ekonominin kendine has özelliklerini de dikkate alarak yararlanabilir. Brezilya'nın enflasyon hedeflemesi stratejisini kolaylıkla benimseyip uygulamasının nedeni, diğer ülkelerin enflasyon hedeflemesi deneyimlerinden yararlanarak enflasyon tahmin modellerini ve politika analiz çerçevesini geliştirmesi olmuştur (CARARE ve diğerleri, 2002, s.22).

3134. Makul Bir Enflasyon Oranı

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin bir diğer önkoşulu da enflasyon seviyesinin kabul edilebilir bir düzeyde olmasıdır. Enflasyon hedeflemesi stratejileri temelde zaten düşük enflasyona sahip ülkelerde enflasyon oranında fiyat istikrarını sağlamak amacıyla uygulamaya konulduğu görülmektedir. Yeni Zelanda, Kanada, Avustralya, Finlandiya, İspanya, İngiltere ve İsrail gibi ülkelerin hemen hemen hepsinde, yeni para politikası enflasyonun tek rakama indirilmesinden sonra uygulamaya başlanmıştır. Bunun yanı sıra enflasyon hedeflemesine başlamak için ideal olan enflasyon oranının ne olması gerektiği konusunda tam bir fikir birliği oluşmadığı gözlenmektedir (AKYAZI, 2003, s.22; KARASOY-SAYGILI-YALÇIN, 1998, s.22; www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_BSB/IktisatToplum-16Aralik-,s.4).

3135. Başka Bir Nominal Çapanın Olmaması

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin en önemli ön koşullarından biri de, ücretler ve nominal döviz kurları gibi, enflasyon oranı dışında başka bir nominal çapanın kullanılmamasıdır. Merkez bankasının ana ticaret partnerinin parasına sabitlediği nominal döviz kuruna ilişkin bir taahhütte bulunması durumunda, politika uygulayıcıları ana ticaret

partnerlerinin enflasyon oranını hedef enflasyon oranı olarak kabul etmiş olmaktadır.¹⁰ Bu durumda, diğer değişkenleri de hedefleyerek para politikasını yürütmek özellikle sermaye mobilitesinin olması durumunda neredeyse imkansızdır.

Bunun yanı sıra sabit döviz kuru hedeflemesinin daha yumuşak bir şekli olan yönetimli dalgalanma döviz kuru hedeflemesi diğer amaçlarla birlikte gözetilebilir. Fakat bu durumda da çeşitli problemler ortaya çıkabilmektedir. Amaçlar arasında herhangi bir çatışma olduğuna önceliğin hangi amaca verileceği sorun yaratabilir. Başarılı bir enflasyon hedeflemesi için önceliğin enflasyon hedeflemesine verilmesi zorunludur (KADIOĞLU-ÖZDEMİR-YILMAZ, s.19).

Enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru hedeflemesi genellikle birbirleriyle çatışmazlar. Ancak pratikte enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru hedeflemesinin bir arada uygulanması yukarıda da bahsedildiği gibi sorun yaratabilmektedir. Çünkü enflasyon ile döviz kuru arasındaki önceliğin güvenilir bir yönetim ihtiyacının çok güçlü olduğu bir durumda kamuoyuna anlatmak güçtür. Nominal döviz kurunun baskısı altında, böyle bir ortamda, kamuoyu kendi durumlarından yola çıkarak kendi önceliklerini belirleyeceklerdir (MASSON-SAVASTANO-SHARMA, 1997, s.9).

Birden fazla hedefin dikkate alınmasının bir diğer etkisi beklentiler üzerinde olmaktadır. İki ya da daha fazla hedefin dikkate alınması beklentilerin kötüye gitmesine ve çapa kullanmanın yaratacağı güvenin yıkılmasına neden olabilecektir. Diğer taraftan diğer hedefler enflasyon hedefiyle birlikte bir dereceye kadar gerçekleşebilecektir (HAZIROLAN, 1999, s.11).

Bir başka açıdan bakıldığında döviz kuru hedeflemesi ile enflasyon hedeflemesinin birlikte uygulanması bir sorunu daha ortaya çıkarmaktadır. Her iki çapanın bir arada bulunması durumunda yurt içi fiyatların ve ücretlerin yeterince esnek olmamasından dolayı ülkenin dış ticaretteki rekabet gücü tehlikeye girebilmektedir. Buna paralel olarak büyümenin azalması ve işsizliğin artması gibi önemli ekonomik sorunlar gündeme

¹⁰ İkinci bölümde de açıklanmaya çalışıldığı üzere sabit döviz kuru veya crawling peg gibi yarı esnek döviz kuru sistemlerinde döviz kuru hedeflemesi yapan ülkenin enflasyon oranı, parası çapa olarak seçilen çapa ülkenin enflasyon oranına yaklaşmaktadır. Bu durum özellikle bir sabit döviz kuru rejimi olan para kurulunda ortaya çıkmaktadır.

gelebilecektir. Bunun yanı sıra küreselleşme ile birlikte sermaye hareketlerinin artmasının, para politikasını dış şoklara karşı savunmasız hale getirdiği görülmektedir. Buradan, dış şokların etkilerinin azaltılması için para politikasının bağımsız bir şekilde kullanılması gerektiği ortaya çıkmaktadır. Para politikasının bağımsız bir şekilde uygulanabilmesi için ise esnek döviz kuru sistemi uygulanması gerekliliği şüphe götürmez bir gerçektir (DODGE, 2001, s.4).¹¹

Diğer yandan, enflasyon hedeflemesi stratejisini başarıyla uygulayan ülkelerde fiyat istikrarı ile dolaylı ilişkisi bulunan başka hedeflere de ulaşıldığı görülmektedir. Sadece, kısa dönemde merkez bankaları enflasyon hedefine ulaşmak amacı büyüme oranının azalmasını göze alarak faiz politikaları yürütebilirler. Uzun dönemde, GSYİH ya da istihdam hedeflerinin enflasyon hedefleri ile tutarlı olduğu görülmektedir. Ancak bu başarının sağlanmasındaki en önemli unsurun fiyat istikrarının sağlanmasında para otoritelerinin uygulanan politikaların güvenilirliğini sağlamaları olduğu görülmektedir (USTA, 2003, s.18).

Merkez bankasınca uygulanan para politikalarının şeffaflığı ve merkez bankasının hesap verebilirlik düzeyi uygulanan politikalara güvenin sağlanması açısından büyük önem taşımaktadır.

Tablo : 4
Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Döviz Kuru Rejimleri

Ülkeler	Döviz Kuru Rejimleri
Çek Cumhuriyeti	Dalgali Döviz Kuru
Kore	Dalgali(döviz kurunda çok büyük dalgalanmalar olması halinde merkez bankası müdahalede bulunmakta)
Polonya	Dalgali Döviz Kuru
Güney Afrika	Dalgali
Tayland	Dalgali(döviz kuru üzerinde baskı kurması durumunda kısa dönem faiz oranlarının ayarlanmaktadır)
Avustralya	Dalgali Döviz Kuru
Kanada	Dalgali Döviz Kuru
Finlandiya	Ekonomik ve Parasal Birlik(EMU)
İsrail	Sürünen Döviz Kuru Aralığı(crawling exchange rate band)
Yeni Zelanda	Dalgali Döviz Kuru
İspanya	Ekonomik ve Parasal Birlik
İsveç	Dalgali Döviz Kuru
İngiltere	Dalgali Döviz Kuru

Kaynak: CORBO-HEBBEL, 2000, s.55-56.

¹¹ Bu bölümde de bahsedildiği gibi döviz kuru hedeflemesinin para politikasının bağımsız bir şekilde uygulanamaması gibi bir takım sakıncaları mevcuttur. Bu sakıncalar döviz kurunun enflasyon hedeflemesi ile birlikte gözetilmesi durumunda da ortaya çıkacaktır. İkinci bölümde bu sakıncalar hakkında açıklama yapıldığından burada değinilmeyecektir.

Tablo 4’de görüldüğü üzere Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere gibi gelişmiş ülkelerin dalgalı döviz kuru rejimini uygulamaktadırlar. Buna karşın, Avrupa birliğine üye olan Finlandiya ve İspanya EMU’ya dahil oldukları görülmektedir. Buradan enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin dalgalı döviz kuru rejimini tercih ettikleri söylenebilir. Diğer taraftan küçük açık ekonomilerde döviz kurunda meydana gelen dalgalanmaların enflasyon üzerinde çok fazla etkili olması nedeniyle bu ülkeler döviz kurunu da gözetmektedirler. Bu duruma örnek olarak İsrail gösterilebilir. İsrail’ in enflasyon hedeflemesi stratejisi uygularken aynı zamanda yönlendirilmiş sabit aralık (crawling peg) döviz kuru sistemini de takip ettiği görülmektedir (LEIDERMAN-BUFMAN, 2000, s.1).

314. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

Enflasyon hedeflemesinin sağladığı en önemli yaralardan birisi merkez bankasının enflasyon hedefi ile ilgili kararların uygulanmasında şeffaflığının ve hesap verebilirliğinin sağlamasıdır. Enflasyon hedeflemesi, kamuoyuna, merkez bankası uygulamalarının kontrol altında tutulmasını sağlayacak açık ve ölçülebilir benchmarklar sağlar. Böylece enflasyon hedefi aralığından ya da hedeften önemli bir sapma olması durumunda merkez bankası detaylı bir açıklama yapmak zorunda kalacaktır. Önceki yıllarda, merkez bankalarının amaçları genel olduğundan uyguladıkları politikalar hakkında performanslarının değerlendirilmesi söz konusu değildir (DEBELLE, 1997, s.15).

İyi bir enflasyonun en önemli unsurlarından biri merkez bankasının politika yapıcıları, finansal piyasalar ve kamu oyuyla düzenli iletişimini sağlayacak iletişim stratejisidir. Merkez bankasının iletişim stratejisi motivasyon ve bakış açısı sağlayan şeffaflıkla yakından ilgilidir (BERNANKE, 2003, s.3). Para politikasının şeffaflığının artırılması, açıkça ilan edilen bir enflasyon hedefi, para politikasının durumu hakkında kamuoyunun açık ve yeterli bir düzeyde bilgilendirilmesi, para politikasındaki değişikliklerin ve buna gerek duyulmasının nedenlerinin açıklanması, hedeften sapma ihtimalinin ortaya çıkması durumunda bunun nedenleri ve politikanın eski düzeyine ulaşmasını sağlamak amacıyla neler yapılacağı ve son olarak merkez bankasının performansının karşılaştırmalı olarak değerlendirilmesini sağlamaktadır. Diğer taraftan, merkez bankasının şeffaflığının ve hesap verebilirliğinin artması saptamaya neden olabilecek politik baskıları da azaltacaktır

(KAHN, 2003, s.8). Merkez bankasının şeffaflığı sağlanması hesap verebilirliği de beraberinde getirmektedir.

Merkez bankasının performansının değerlendirilmesinde ilk önemli nokta, para politikası araçları ile nihai amaçlar arasında büyük bir aralığın olmasıdır. Yani para politikası nihai amaçları ancak belirli bir zaman gecikmesiyle etkileyebilmektedir. Bu nedenle hedeften herhangi bir sapma olması durumunda, bu sapmanın merkez bankasının yanlış politika uygulamaları sonucunda mı yoksa merkez bankasının kontrolü dışında gerçekleşen dış şoklardan mı kaynaklandığının tespit edilmesi zorlaşmaktadır. İkinci önemli nokta ise merkez bankasının performansının değerlendirilmesinde enflasyon hedefinin kıstas olarak kullanılmasıdır. Uygulanan para politikaları ile bunların sonuçlarının gerçekleşmesi arasında bir zaman boşluğunu bulunmaktadır. Bu nedenle yapılan uygulamaların sonuçları bir ya da daha uzun dönemlerde elde edilebilecektir. Bu sorunun ortadan kaldırılması amacıyla enflasyon hedefi değil ileriye yönelik enflasyon tahminlerinin ölçüt olarak alınması önerilmektedir (DEBELLE, 1997, s.15).

Demokrasinin en önemli prensiplerinden biride kamunun hükümet politikalarını kontrol edebilme hakkına sahip olmasıdır. Dolayısıyla bu şartın sağlanmaması durumunda demokrasi zedelenmiş olacaktır (MISHKIN, 2000b, s.2). Merkez bankasının şeffaf ve hesap verebilir olması bu açıdan da önemlidir.

Kamuoyunun, merkez bankasının faaliyetleri, politika tutumu ve özellikle ileriye yönelik olarak ortaya çıkan yeni durumlar hakkında iyi bilgilendirilmesi önemlidir. Bu bilgilendirme kamuoyunun enflasyon hedeflemesini ve enflasyon beklentilerini etkilemedeki rolünü iyi anlamasını garanti edecektir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok ülkede merkez bankaları, kamuoyunun uygulanan politikaların nedenlerini düzenli bilgi akışı ile anlamalarını sağlayan ve merkez bankasının güvenilirliğine zarar verebilecek bir hedeften sapma olması durumunda bunun nedenlerini açıklayabildiği enflasyon raporları yayınlamaktadır (BLEJER-LEONE, 1999, s.4).

Tablo : 5
Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerin Kullandığı İletişim Araçları

Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler	Parasal Hedeflemelerin Basın Yoluyla İlanı	Enflasyon/ Para Politikası Raporları		Diğer İletişim araçları		
		Sıklık	Parasal Eylemleri ve enflasyon Performansının Yeniden İncelenmesi	Yayın : Araştırma Enflasyon Öngörüsü İçin Model Kullanımı	Medya ve Diğer Kamu İlanları	Para Politikası Komitesinin Tutanaklarının Yayınlanması
Gelişmekte Olan Ülkeler						
Brezilya	Evet	Üç ayda bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Evet
Şili	Evet	Dört ayda bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Hayır
Kolombiya	Evet	Üç ayda bir	Evet	Evet/Genellikle	Evet	Hayır
Çek Cum.	Evet	Üç ayda bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Evet
Macaristan	Evet	Üç ayda bir	Evet	Evet/Bazen	Evet	Hayır
İsrail	Evet	Ayda bir	Evet	Evet/Bazen	Evet	Hayır
Meksika	Evet	Üç ayda bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Hayır
Polonya	Evet	Üç ayda bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Hayır
Tayland	Evet	Üç ayda bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Hayır
Gelişmiş Ülkeler						
Avustralya	Evet	Üç ayda bir	Evet	Evet/Evet	Evet	Hayır
Kanada	Evet	Üç ayda bir	Evet	Evet/Evet	Evet	Hayır
İzlanda	Evet	Üç ayda bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Hayır
Kore	Evet	Üç ayda bir	Evet	Evet/Hayır	Evet	Hayır
Yeni Zelanda	Evet	Üç ayda bir	Evet	Evet/Evet	Evet	Hayır
Norveç	Evet	Dört ayda bir	Evet	Evet/Evet	Evet	Hayır
İsveç	Evet	Üç ayda bir	Evet	Evet/Evet	Evet	Evet
İngiltere	Evet	Üç ayda bir	Evet	Evet/Evet	Evet	Evet

Kaynak: CARARE ve diğerleri, 2002, s.10

Merkez bankaları şeffaflığı sağlamak amacıyla, enflasyon raporlarının yanında çeşitli araçlar kullanmaktadırlar. Tablo 5'den de görüldüğü üzere bu araçların en önemlisi enflasyon ve para politikası raporlarıdır. Enflasyon raporlarının yayınlanması enflasyon hedeflemesi için çok önemli bir iletişim kanalıdır. Bu raporlarda merkez bankasının amacının ne olduğu ve bu amacın gerçekleştirilip gerçekleştirilemeyeceği ile ilgili öngörüler yer almaktadır. Son zamanlarda bazı merkez bankaları kendi enflasyon tahminlerini de yayınlamaktadırlar. Buna ilaveten, merkez bankaları enflasyon raporlarını, hedefin neden kaçırıldığı ve bunun telafisi için hangi politikaların uygulanacağını açıklamak amacıyla kullanmaktadırlar (KAHN-PARRISH, 1998, s.8). Bu amaçla Yeni Zelanda Merkez Bankası en geç altı ayda bir uygulama sonuçlarını bir yayınlaması yasalarla zorunlu hale getirilmiştir. Kanada ise 1995 yılından itibaren altı ayda bir, İngiltere üç ayda bir diğer enflasyon hedeflemesi yapan ülke merkez bankaları da yine belirli periyotlarla rapor çıkarmaktadırlar. Enflasyon raporunun yanı sıra kullanılan diğer bir araç ise hedefe ulaşılmadığı zaman bunun sebeplerini, enflasyon hedefine ulaşılmasına

yönelik önlemleri ve bu önlemlerin etkisini göstereceği zamanı belirten zorunlu bir açık mektubun (open letter) yayınlamasıdır. Merkez bankası yönetim kurulunun parlamento huzuruna çıkması ve faiz oranlarına ilişkin karar verecek olan para politikası komitesinin toplantı tutanaklarının yayınlanması ve internet sitelerinden yapılan yayınlar da bu araçlardan bazılarıdır (DEMİRHAN, 2002, s.39).

Hedeflenen enflasyon oranından herhangi bir sapma olması durumunda ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte çeşitli yaptırımlar uygulanmaktadır. Bu uygulamanın en katı biçimi Yeni Zelanda'da görülmüştür. Bu ülkede hedefin gerçekleştirilememesi nedeninin açıklanamaması durumunda merkez bankası başkanının görevine son verileceği yasalaştırılmıştır (BILLMEIER, 1999, s.26).

315. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi İle İlgili Teknik Konular

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde enflasyon ölçümünde kullanılacak uygun fiyat endeksinin belirlenmesi, hedeflenecek enflasyon oranının ne olacağı, nokta hedef mi yoksa bir aralığın mı hedef olarak tespit edileceği, hedefin hükümet ya da merkez bankası veyahut da her ikisinin birlikte mi açıklayacağı gibi teknik konuların uygulamaya başlamadan önce tespit edilmesi gerekmektedir.

3150. Uygun Fiyat Endeksinin Belirlenmesi

Enflasyon hedefi tanımlanırken hedeflenen enflasyonun uygun bir ölçüm yönteminin saptanması gerekmektedir. Enflasyon ölçümünde kullanılan en yaygın uygulama tüketici fiyat endeksi (TÜFE) baz alan genel ya da çekirdek enflasyonun hesaplanmasıdır (ALPARSLAN-ERDÖNMEZ, 2000, s.16-17). Enflasyon ölçümlerinden TÜFE'den başka Gayri Safi Yurtiçi Hasıla (GSYİH) deflatörü ve birim işçilik maliyetleri gibi ölçümlerde kullanılabilir. TÜFE'deki kısa dönem ve uzun dönem değişimlerle diğer ölçümlerdeki değişimler arasında yüksek derecede benzerlikler bulunabilmektedir. GSYİH deflatörü çoğunlukla TÜFE'deki değişimlere neden olabilmektedir. Ayrıca TÜFE'deki değişimlerde çoğunlukla ücret değişimlerini ve bu suretle birim işçilik maliyetlerini etkileyebilmektedir. Bu durumda TÜFE, enflasyon hedeflemesinde kullanılabilen bir ölçümü yansıtacaktır (DEMİRHAN, 2002, s.40-41).

Uygulamada genellikle GSYİH yerine TÜFE ya da TÜFE'nin çeşitli versiyonlarının kullanıldığı görülmektedir. TÜFE, kamuoyu tarafından en çok bilinen endeks olması, uygun olması ve düzeltmeye gerek duyulmaması gibi nedenlerle tercih edilmektedir. Ancak TÜFE'nin de arz şoklarından etkilenmesi ve GSYİH deflatörü kadar geniş kapsamlı olmaması gibi bazı eksiklikleri bulunmaktadır. Buna karşın yukarıda sayılan nedenlerle TÜFE en çok tercih edilen endeks durumundadır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerde en yaygın olarak kullanılan TÜFE'nin *temel(headline)* TÜFE değil, *çekirdek enflasyon(underlying ya da core inflation)* olarak nitelendirilen TÜFE olduğu görülmektedir (DEBELLE, 1997, s.12-13).

Temel TÜFE yerine çekirdek enflasyon oranının tercih edilmesinin nedeni temel TÜFE'nin bazı sakıncaları içeriyor olmasıdır. Şöyle ki, TÜFE içinde yer alan bazı unsurların çok fazla dalgalanma göstermesi nedeniyle TÜFE'nin düzenlenmesi gerekmektedir. Öncelikle para politikası maliye politikasından bağımsız olarak belirlenmelidir. Bu maliye politikasında meydana gelen değişikliklerin fiyat endeksi ölçümüne yansımamasını sağlar. Diğer bir deyişle bu değişimin fiyat seviyesi üzerindeki *doğrudan yada ilk dönem etkisi(first round effect)* uzun dönem enflasyon oranına yansımaları çok az olacaktır. Buna karşın *dolaylı etkisi ya da ikinci dönem etkisini(second round effect)* içerecektir. Diğer taraftan arz şoklarının meydana gelmesi durumunda da fiyat seviyesinde meydana gelecek olan değişimlerin parasal nedenlerden kaynaklanmaması nedeniyle para politikasının hesap verebilirliği ortadan kalkacaktır. Bu durum özellikle enerji petrol ve gıda sektörleri için geçerlidir. Enerji ve petrol sektörlerinden oluşan ilk grup çoğu enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde ithalat malı olması nedeniyle döviz kurunda meydana gelen değişimlerden etkilenmektedir. Gıda sektöründen oluşan ikinci grup ise bu ülkelerin endekslerinde önemli ağırlığa sahip olmaları ve bu grupta meydana gelen küçük bir değişikliğin endekste büyük bir değişime sebep olması nedeniyle endeks kapsamı dışında bırakılabilir. TÜFE'nin sağlıklı bir yapıya kavuşturulması amacıyla yapılan üçüncü yaygın uygulama ise ipotek faiz oranlarının endeks kapsamı dışında bırakılmasıdır. Tahmin edilen faiz oranının tahmin edilen seviyeyi biraz aşması durumunda, kısa dönem faiz oranlarının artırılması yoluyla uygulanan sıkı para politikası nedeniyle hane halkı üzerindeki faiz yükü çok daha fazla olacaktır (BILLMEIER, 1999, 17-18).

Yeni Zelanda hedeflemeye başladığı ilk dönemde dolaylı vergiler, sübvansiyonlar ve faiz maliyetlerini hariç tuttuğu tüketici fiyat endeksini hedeflemiştir. İngiltere ise ipotek faiz oranlarını hariç tuttuğu RPIX (Retail Price Index Excluding Mortgage Interest Payments) endeksini hedeflemiştir. Ancak bu tür endeks hedeflemeleri durumunda, endekslerin nasıl hesaplandığı, endeksten çıkarılan mal gruplarının neler olduğu ve TÜFE ile nasıl ilişkilendirildiğinin kamuoyuna duyurulması gerekecektir. Burada önemli olan nokta, hedeflenecek endeksin hangi öncelikler gözetilerek, nasıl oluşturulduğunun, kamuoyu tarafından algılanabilir olmasıdır. Endeks bir kez belirlendiğinde ise değiştirilmemelidir (USTA, 2003, s.18-19).

Tablo : 6
Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde Kullanılan Endeksler

Ülkeler	Endeks
Çek Cumhuriyeti	TÜFE(düzenlemiş fiyatlar ve dolaylı vergiler hariç)
Kore	TÜFE(tahıl tarım ürünleri ve petrole dayanan ürün fiyatları hariç. 1999'da ve 1998'de TÜFE)
Polonya	Toplam TÜFE
Güney Afrika	TÜFE(faiz maliyetleri hariç)
Tayland	TÜFE(ham gıda ve enerji fiyatları hariç)
Avusturalya	Düzenlenmiş TÜFE
Kanada	TÜFE(gıda,enerji ve dolaylı vergiler hariç)
Finlandiya	TÜFE(dolaylı vergiler,sübvansiyonlar,ipotek faiz oranları ve barınma giderleri hariç)
İsrail	Toplam TÜFE
Yeni Zelanda	Toplam TÜFE
İspanya	Toplam TÜFE
İsveç	Toplam TÜFE
İngiltere	RPIX(ipotek faiz oranları hariç)

Kaynak: CORBO-HEBBEL, 2000, s.55-56

Çekirdek enflasyon oranının daha etkin olduğu yukarıdaki açıklamalardan anlaşılmaktadır. Ancak, Tablo 6'de de izleneceği üzere, kamuoyu ile daha basit ve şeffaf bir iletişim kurulması, enerji ve gıda fiyatlarının enflasyon üzerindeki etkisinin kısa dönemde ortaya çıkması ve uzun dönemde bu etkilerin silinmesi gibi nedenlerle çekirdek enflasyon yerine temel TÜFE tercih edilmektedir. Diğer taraftan enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının uyguladıkları politikaların uzun dönem amaçlarla paralellik gösterip göstermediğini anlamak amacıyla çekirdek enflasyonu takip etmeleri faydalı olabilecektir (MEYER, 2001, s.11; USTA, 2003, s.19).

3151. Nokta veya Bant Hedefi Tercihi

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde enflasyon hedefinin hangi kurum tarafından belirleneceği konusunda değişik uygulamalar söz konusudur. Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan bütün devletler fiyat istikrarını hedef olarak tanımlamışlardır. Bunların bir kısmında hedef hükümet tarafından merkez bankasına danışmak suretiyle belirlenirken, diğer kısmında hedef merkez bankası tarafından hükümete danışmak suretiyle belirlenmektedir (MEYER, 2001, s.10). Enflasyon hedeflemesinde geleceğe yönelik enflasyon tahminleri yapılırken uygulanabilecek üç alternatif hedef enflasyon türü olduğu söylenebilir. İlki spesifik bir nokta hedefin belirlenmesi, ikincisi, bir bant aralığının hedef olarak belirlenmesi veya merkezi bir sayısal değer etrafında bir bant genişliğinin belirlenmesi ve üçüncüsü de enflasyon oranı için sadece üst sınırın belirlenmesidir. Rasyonel bir hedef aralığı merkez bankasının hedef üzerinde kontrolünün çok iyi olmasını sağlar (BILLMEIER, 1999, s.22).

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkeler arasındaki en önemli fark bandın orta hedef etrafındaki genişliği ya da hedefin bir bant olarak belirlenip belirlenmediğidir. Finlandiya ve Avusturya'da nokta hedef belirlenirken Kanada, İngiltere, İsveç ve Yeni Zelanda'da enflasyon hedefi bir bant aralığı olarak belirlenmiştir. İspanya ise enflasyon oranı için bir üst sınır belirlemiştir (DEBELLE, 1997, s.14).

Hedefin bant olarak tespit edildiği durumlarda bandın orta noktası spesifik hedef olarak belirlenebilmektedir. Hedefin nokta olarak belirlenmesi enflasyon için kesin bir çapa sağlarken para politikası uygulayıcıları için daha kesin bir gösterge niteliğini taşımaktadır (MEYER, 2001, s.11). Diğer taraftan, hedefin nokta hedef olarak belirlenmesi, politikaya olan güveni arttıracaktır. Buna karşın beklenmeyen şoklar ve para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin uzun ve değişken dönemlerde ortaya çıkması nedeniyle nokta hedeften sapmalar meydana gelebilecek ve bu da merkez bankasına duyulan güvenin azalmasına neden olabilecektir (KADIOĞLU-ÖZDEMİR-YILMAZ, 2000, s.17)

Hedefin bant olarak belirlenmesinin nedenlerinden biri yukarıda bahsedildiği gibi ekonomik davranışların ve gelişmelerin tam olarak tahmin edilememesi nedeniyle nokta hedefin gerçekleştirilmesinin zorluğudur. Bandın hedeflenmesi hedef konusunda

bilgilendirme sağlarken merkez bankasının enflasyonun bant aralığı içinde kalacağına ilişkin taahhüdünü de içermektedir. Aynı zamanda bant aralığından bir sapma olması durumunda bunun farkına varılmasını sağlayacaktır.

Enflasyon hedefinin bant olarak belirlenmesinin bir diğer önemli faydası ise para politikasına esneklik sağlamasıdır. Nokta hedef yerine bant hedefin tercih edilmesi, merkez bankasına beklenmedik şokların etkisini azaltmak amacıyla uygulayacağı politikalarda esnek davranma olanağını tanımaktadır (ALLEN, 1999, s.23).

Hedefin bant olarak belirlenmesi durumunda iki tür bant uygulamasının olduğu söylenebilir. Bunlardan ilki dar bant(hard-edged) uygulamasıdır. Dar bant uygulaması, merkez bankasının kısa dönem güvenilirliğinin sağlamasına yardımcı olmakta ancak bandın dışına çıkılması riski her zaman bulunmaktadır. İkinci uygulama olan geniş bant uygulaması ise merkez bankasına daha fazla esneklik tanırken kredibilite kaybına neden olmaktadır (DEBELLE, 1997, s.14-15).

Rasyonel bir bant aralığının belirlenmesi merkez bankasının hedef üzerinde para politikası yoluyla tam bir kontrolünün olmasıyla ilgilidir (BILLMEIER, 1999, s.22). Hedef bandın genişliğinde bir trade-off söz konusudur. Geniş bir bant para politikasının hedefi gerçekleştirme şansını arttırmaktadır. Ancak bandın çok geniş olması enflasyon hedeflemesi staretjisinin enflasyon beklentileri üzerinde etkisini azaltacaktır ve aynı zamanda anti enflasyonist politikaların güvenilirliğini sağlamadaki etkisini de azaltacaktır (JONAS-MISHKIN, 2003, s.29). Diğer taraftan bandın çok geniş tutulması kamuoyunun enflasyon beklentilerinin farklı oluşmasına ve dönem içerisinde değişmesine yol açarken, özellikle yüksek enflasyonlu ülkelerde sadece üst limitin hedeflenmesine de neden olabilir (USTA, 2003, s.20).

Hedef aralığının çok dar tutulması durumunda ise yukarıda da bahsedildiği gibi merkez bankasının, beklenmeyen şoklar ve siyasi istikrarsızlıklar gibi nedenlerle hedef üzerinde tam kontrolünün olmamasına neden olacaktır. Ayrıca bant aralığının çok dar olması, merkez bankasını hedefi tutturmak amacıyla para politikası araçlarını sık kullanmak zorunda bırakacaktır. Bu durum faiz oranlarında ve uzun dönem büyüme üzerinde olumsuz etkilere neden olacaktır.

Bant hedeflemesinde üst sınırın yanı sıra alt limitin belirlenmesinin de büyük önemi vardır. Böylece enflasyon hedeflemesi pozitif talep şoklarının yanı sıra negatif talep şoklarının etkilerini de azaltmaktadır. Gerçekleşen enflasyonun alt limitten daha düşük çıkması; piyasalarda belirsizliğe ve merkez bankasının güvenilirliğinin azalmasına yol açacaktır. Debelle(1997) gerçekleşen enflasyon oranının alt limitin altına inmesini elektrik tellerine dokunmaya benzetmiş ve bu durumun üretim üzerinde olumsuz etkilerinin olacağını belirtmiştir. 1931 yılında, altın standardından ayrılmasından sonra, İsviçre fiyat istikrarı benzeri bir uygulamayı benimsemiştir. Böylece 1929 yılındaki Büyük Depresyonun yıkıcı etkilerinden korunabilmiştir (BERNANKE-MISHKIN, 1997, s.110; USTA, 2003, s.20-21).

3152. Hedef Enflasyon Oranı

Hedef enflasyon oranının ne olması gerektiği konusundaki tartışmalar halen devam etmektedir. Buna karşın pozitif enflasyon lehinde ileri sürülen argümanlar ve enflasyon hedeflemesi uygulamalarında hedeflenen enflasyon oranlarının pozitif olması nedeniyle pozitif enflasyon lehine bir eğilimin olduğu söylenebilir.

Birinci bölümde ayrıntılı bir şekilde açıklandığı gibi, sıfır enflasyon, ölçülen enflasyon oranında yukarıya doğru bir eğilim olması, negatif bir faiz oranına ihtiyaç duyulması durumunda sıfır enflasyon oranı nedeniyle bunun gerçekleştirilemeyecek olması, devletin senyoraj gelirinden sağladığı kardan mahrum kalması, nominal ücretlerin aşağıya doğru esnek olmaması nedeniyle reel ücretlerde yapılacak olan indirimin enflasyon yoluyla sağlanamaması ve deflasyonist eğilimlerden korunmak amacıyla tercih edilmemektedir.

1995 yılında hazırlanan Boskin Raporu'na göre ABD'de TÜFE' deki eğilim yüzde 0.8 ile 1.6 arasındadır. Daha sonra yapılan çalışmalarla bu sapma 0.8 puan düşürülmüştür. Bu nedenle hedeflenecek olan enflasyon oranının hesaplanan enflasyon oranından yüksek olması gerekmektedir (MEYER, 2001, s.11).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin dünya uygulamalarına bakıldığında düşük ve pozitif bir enflasyon oranının tercih edildiği görülmektedir. İstikrarlı bir enflasyon oranına sahip gelişmiş ülkeler için, nokta hedef belirlenmesi durumunda, hedef enflasyon oranı

%2, buna karşılık bir bant aralığının hedef alınması durumunda aralık %1-%3 aralığında olduğu görülmektedir. Diğer taraftan enflasyon oranı çok yüksek gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesini uygulamasına geçmeden önce enflasyon oranını çok düşük seviyelere indirmeleri gerekmektedir (GRAMLICH, 2000, s.3).

Hedeflenecek enflasyon oranının pozitif olması gerektiği ortaya konulduktan sonra bu oranı gerçekleştirmek için gereken zaman uzunluğu ya da diğer bir deyişle hedef döneminin uzunluğunun ne olması gerektiği sorusu gündeme gelmektedir.

3153. Hedefleme Döneminin Uzunluğu

Hedefleme döneminin uzunluğu enflasyon hedeflemesi stratejisinde uygulayan ülkelerde hedef olarak açıklanan enflasyon oranına ulaşma süresini ifade etmektedir (HAZIROLAN, 1999, s.13). Hedefleme döneminin uzunluğunu belirleyen etkenlerden biri enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyen ülkelerin başlangıç enflasyon oranıdır. Başlangıç enflasyon oranı ile hedef enflasyon oranı arasındaki fark ne kadar büyükse hedef döneminin uzunluğu o kadar fazla olacaktır. Debelle'ye göre başlangıç enflasyon oranının hedef enflasyon oranından farklı olması durumunda bu dönemin en az iki yıl olması gerekmektedir. Hedef döneminin belirlenmesinde etkili olan bir diğer konu para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin belirli bir zaman gecikmesiyle ortaya çıkmasıdır. Para politikasının kısa dönemde ortaya çıkan beklenmedik şokları bertaraf edebilme kabiliyeti de dönem uzunluğunun belirlenmesinde rol oynamaktadır (DEBELLE, 1997, s.10).

Hedefleme stratejisinin uygulama dönemlerine bakıldığında enflasyon oranı başlangıçta düşük olan ülkelerin hemen hedefleme stratejisine geçtikleri buna karşın enflasyon oranları istenen orandan farklılık gösteren ülkelerin politika uygulamasına geçmeden önce bir geçiş dönemi yaşadıkları görülmektedir (MALATYALI, 1998, s.12). Kanada ve Yeni Zelanda'da başlangıçta para politikası gecikmelerini de dikkate alarak enflasyonu istenilen düzeye indirmek amacıyla 18 aylık bir süre belirlenmiştir. Uygulanan dezenflasyon politikalarının sonucunda enflasyon oranının arzu edilen seviyeye inmesiyle birlikte her iki ülke hedef dönemlerini 5 yıl olarak belirlemiştir. İngiltere bu süreyi parlamentonun görev süresinin bitimi olarak belirlerken, İsveç ve Finlandiya 3 yıl olarak

belirlemişlerdir. Avusturya ise bir iş çevrimi olarak tespit etmiştir. Ancak ileriye dönük beklentilerde belirsizlik yaratması açısından bu uygulama diğer ülkeler tarafından benimsenmemiştir (DEBELLE, 1997, s.10-11; USTA, 2003, s.19).

Hedef döneminin çok uzun olarak belirlenmesi uygulanan politikalara olan güvenin azalmasına neden olurken bir hedef dönemi belirlenmesinin anlamsız olması sonucunu da doğurabilecektir. Diğer taraftan çok uzun bir hedef dönemi, para politikalarının beklentiler üzerindeki etkisinin istenilen düzeyde olmamasına da neden olabilecektir.

Gelişmiş ülkelerde para politikasının gecikme uzunluğu (ekonomiyi ve enflasyonu etkileme uzunluğu) 2 yıl olarak tahmin edilmektedir. Daha kısa zaman uzunlukları çeşitli problemlerle karşı karşıya kalınmasına neden olabilecektir (JONAS-MISHKIN, 2003, s.29). Bu problemlerden ilki merkez bankasının hedefi *kontrol edebilirlik* problemidir. Hedef döneminin kısa olması özellikle hedef aralığının kısa olmasıyla birlikte ortaya çıktığında merkez bankası para politikasını optimal bir biçimde yönetse bile sürekli olarak hedeften sapmalar ortaya çıkabilecektir. Örneğin, Yeni Zelanda 1 yıl olarak belirlediği hedef döneminde %0-%2 aralığında olan enflasyon hedefini aştığı gözlenmiştir. Hedeften sapma Yeni Zelanda'da önemli bir kredibilite kaybına neden olmamıştır. Buna karşın benzer bir sapmanın gelişmekte olan ülkelerde meydana gelmesi durumunda büyük bir kredibilite kaybının ortaya çıkma olasılığı yüksektir (MISHKIN-HEBBEL, 2000, s.13).

Hedef döneminin kısa belirlenmesinin neden olacağı ikinci bir problem ise *para politikası araçlarının istikrarsızlığıdır (instrument instability)*. Hedef enflasyon oranının belirlenen dönemde gerçekleştirilmesi amacıyla para politikası araçları büyük oranda değiştirileceğinden, çok kısa süreli hatta istikrarsız araçlar ortaya çıkabilecektir. Bu arzu edilmeyen bir durumdur. Çünkü para politikası araçlarında meydana gelen bu büyük oranlı değişiklik kısa dönem faiz oranlarında aşırı dalgalanmaya ve bunun neticesinde de uzun dönem büyüme oranının olumsuz etkilenmesine neden olacaktır (BILLMEIER, 1999, s.21). Para politikası araçlarının değişkenliği sorunu küçük açık ekonomiler için daha önemlidir. Çünkü bu ekonomilerde döviz kurlarının enflasyon üzerindeki etkisi faiz oranından daha fazla olduğu için döviz kurlarına müdahale edilmektedir.¹²

¹² Küçük açık ekonomilerde enflasyon üzerindeki etkisinin faiz oranından daha kısa sürede ortaya çıkması nedeniyle döviz kurlarına müdahale edilmektedir. Ancak hedef döneminin çok kısa ve hedef aralığının çok küçük belirlenmesi

Kısa hedef döneminin belirlenmesinin neden olacağı üçüncü problem ise hedefin belirlenen kısa dönemde gerçekleştirilmeye çalışılması nedeniyle merkez bankasının *kayıp fonksiyonunda*¹³ üretimde meydana gelen dalgalanmalar yeterince ağırlık vermemesidir (JONAS-MISHKIN, 2003, s.29). Örneğin, 1996 yılında Yeni Zelanda merkez bankasının çok kısa bir hedef dönemi(1 yıl) ve çok kısa bir bant belirlemesi(%0-%2) üretimde istenmeyen dalgalanmalara neden olmuştur. 1996 yılında uygulanan aşırı sıkı para politikası ve 1997 ve 1998' de ortaya çıkan ve ticaret hadlerinin kötüleşmesine neden olan Doğu Asya Krizi ekonominin resesyona girmesine neden olmuştur (MISHKIN-HEBBEL, 2000, s.13).

Hedef döneminin kısa olarak belirlenmesi nedeniyle ortaya çıkan bu problemleri gidermek amacıyla bazı uygulamalar söz konusu olabilmektedir. Merkez bankalarının uygulayacağı bu yöntemler şu başlıklar altında toplanmaktadır: Önceden belirlenen bazı durumların ortaya çıkması nedeniyle hedefin tutturulamaması durumunda resmi bir kaçış yolunun oluşturulması, temel enflasyondan ziyade çekirdek enflasyonun hedeflenmesi, enflasyon hedef aralığının genişletilmesi ve son olarak hedef dönemini birkaç yıla yayma olarak sayılabilir (MISHKIN-HEBBEL, 2000, S.14). Bu açıklamalar ışığında, hedef döneminin uzunluğu, ülkenin başlangıç enflasyon oranı, para politikasının gecikme uzunluğu ve ülkenin gelişmişlik düzeyi dikkate alınarak optimal olarak belirlenmelidir.

3154. Hedefin İlanı

Enflasyon hedeflemesi uygulamasında bir diğer önemli konu hedefin kim tarafından ilan edileceğidir. Bu konunun önemli olmasının nedeni merkez bankası ve hükümet arasındaki işbirliğinin bir göstergesi olmasıdır. Hedefin bir kurum tarafından tespit edilmesinden önce, hedefin belirlenmesinde etkili olan bütün kurumların tarafından birlikte belirlenmesi uygulanan politikaya duyulan güvenin artırılması açısından önemlidir.

durumunda para politikası araçları bu hedefi gerçekleştirmek amacıyla kullanılacağından ve bu büyük bir sıklıkla olacağından döviz kurunun gözetilememesi problemi ortaya çıkacaktır.

¹³ Kayıp fonksiyonu, fiili enflasyon oranının arzulanan enflasyon oranından (enflasyon boşluğu) veya fiili çıktının potansiyel çıktıdan sapmalarının (çıkıtı boşluğu) minimize edilmesidir. Kayıp fonksiyonu genelde, merkez bankalarının enflasyon oranı için bir hedefe sahip olması, bununla beraber çıktı için uzun dönemli bir hedefe sahip olmaması şeklinde yorumlanmaktadır. Bu, uzun dönemde dik olarak kabul edilen Phillips Eğrisine dayanarak, para politikası aracılığıyla uzun dönemde potansiyel çıktının etkilenemediği, bilakis sadece konjonktür devresi üzerindeki çıktı dalgalanmalarının yumuşatılabileceği düşüncesine uymaktadır. Bu konuda daha geniş bilgi için bkz. Svensson, "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule", pp. 14-15. (<http://www.econturk.org/Turkiyeeekonomisi/bayram.doc>)

Açıklama bir kurum tarafından yapılacaksa bunun en fazla inisiyatife sahip kurum tarafından yapılması daha uygun olacaktır. Buna göre merkez bankasının tam bağımsızlığı söz konusuysa hedefin merkez bankası tarafından açıklanması daha uygun olacaktır. Ancak hedeflenecek değişken ve enflasyon hedeflemesi ile ilgili diğer konularda birden fazla kurum etkili oluyorsa açıklama bu kurumlarla birlikte yapılmalıdır (MALATYALI, 1998, s.11-12). Böylece uygulanan politikanın belirlenmesinde en fazla etkili olan kurumun hedefe ilişkin bir taahhüt altına girmesi geleceğe yönelik enflasyon oranı beklentilerinin oluşmasında etkili olacaktır.

316. Enflasyon Hedeflemesinde Ülke Uygulamaları

İlk uygulayıcılarını Yeni Zelanda(1990), Kanada(1991), İngiltere(1992), İsveç(1992) gibi gelişmiş ülkelerin oluşturduğu enflasyon hedeflemesi stratejisi günümüzde 20'yi aşkın ülke tarafından uygulanmaktadır. Son on yılda enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamaları Brezilya, Şili, İsrail, Kore, Meksika, Güney Afrika, Filipinler ve Tayland gibi gelişmekte olan ülkelerde de hızla artmıştır. Son zamanlarda ise bu uygulamanın Çek Cumhuriyeti, Hindistan ve Polonya gibi geçiş ekonomilerinde de benimsendiği görülmektedir (BERNANKE, 2003, s.1).

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkeler, gelişmişlik düzeylerinden başka stratejinin uygulandığı bölgeler ve uygulamaya ilişkin özelliklere göre de ayrılmaktadırlar. Bölgelere göre ayrım Latin Amerika ülkeleri(Brezilya, Şili, Kolombiya, Meksika, Peru), Asya ülkeleri(Tayland, Güney Kore) ve Afrika ülkeleri (Güney Afrika) gibi yapılırken uygulama özelliklerine göre diğer bir deyişle merkez bankasının enflasyon hedefine yönelik olarak aldığı bağlayıcı kararların açıklık ve güvenilirliğine göre yapılan ayrım, seçmeli enflasyon hedeflemesi(eclectic inflation targeting), tam eğitimli enflasyon hedeflemesi(full-fledged inflation targeting) ve yumuşak enflasyon hedeflemesi(inflation targeting lite) şeklinde olmaktadır (CARARE-STONE, 2003, s.3; CORBO-HEBBEL, 2000, s.54).

Tam eğitimli enflasyon hedeflemesi, enflasyon hedeflemesinin en çok bilinen şeklidir. Bu stratejide ülkeler yüksek kredibiliteye ve açık bir enflasyon hedefine sahiptir. Para politikasının şeffaflığı ve hesap verebilirliği yüksektir. Tam eğitimli enflasyon

hedeflemesini benimseyen ilk ülke Yeni Zelanda'dır. Bu stratejiyi uygulayan diğer ülkelerin Kanada, İngiltere, İsveç, Avustralya, Çek Cumhuriyeti, İsrail, Polonya, Brezilya, Şili, Kolombiya, Kore, Güney Afrika, Tayland, Hindistan, Meksika, Norveç, İzlanda olduğu görülmektedir.

Seçmeli enflasyon hedeflemesi stratejisinde ise ülkeler enflasyon hedefi ile ilgili olarak tam bir şeffaflık ve hesap verebilirliğe sahip olmamalarına rağmen Merkez Bankaları düşük ve istikrarlı enflasyonu sağlamada sahip oldukları yüksek kredibilitelerle stratejiyi yürütmektedirler. Bu ülkelerdeki düşük ve istikrarlı enflasyon ve yüksek finansal istikrar fiyat istikrarının yanında üretim seviyesinin istikrarını da gözetmelerini sağlamaktadır. Bu stratejiyi uygulayan merkez bankalarının bulunduğu ülkeler Singapur, İsviçre, ABD, Japonya ve Avrupa Parasal Birliği olarak gösterilmektedir (CARARE-STONE, 2003, s.3-9; AKYAZI, 2004, s.114).

Yumuşak enflasyon hedeflemesinde ise ülkeler düşük güvenilirliğe sahip olmalarına karşın bir enflasyon hedefi açıklamaktadırlar. Fakat bunun gerçekleştirilmesini garanti etmemektedirler. Peru, Filipinler, Uruguay, Slovenya, Jamaika, Cezayir, Slovak Cumhuriyeti, Dominik Cumhuriyeti, Arnavutluk, Kazakistan, Mauritius, Endonezya, Honduras, Rusya, Romanya, Sri Lanka, Venezuela ve Hırvatistan bu grupta yer almaktadır (CARARE-STONE, 2003 ,3-10).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi bu şekilde sınıflandırılmakla birlikte bu kısımda ülkelerin gelişmişlik düzeyleri dikkate alınarak yapılan ayrımla seçilen 3 ülke yakından incelenecektir. Diğer ülke uygulamalarına ayrıntılı değinilmemekle birlikte Tablo 7'te enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin temel özellikleri özetlenmektedir.

Tablo 7
Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini Uygulayan Ülkelerin Temel Özellikleri

Temel Özellikler	Çek Cumhuriyeti	Finlandiya	İsviçre	Güney Kore	Meksika	
Başlangıç Tarihi	Ocak 1998	Temmuz 2001	Mart 2001	Ocak 1992	Nisan 1998	
Para Politikası	Banka Kurulu	Merkez Bankası Konse.	Yönetim Kurulu	Kıdemli Parasal Forum	Para Politikası Komitesi	
Komitesi						
Kurul Üye Sayısı	7	En fazla 6	3	5	7	
Karar Şekli	Oylama	Oylama	Oylama	Başkan	Oy Çoğunluğu	
Toplantı	Tutanak. Evet(12 gün sonra)	Hayır	Hayır	Hayır	Evet	
Yayınlanması						
Hedef Fiyat Endeksi	TÜFE	TÜFE	TÜFE (ipotek faiz ödeme hariç)	TÜFE	Çekirdek Enflasyon (TÜFE- Petrole dayalı ürün fiyatları ve tahıl harici tarımsal ürün fiyatları)	
Hedef Genişliği	1998: %5.5-6.5 1999: %4.5 2000: %3.5-5.5 2001: %2-4 2005: %1-3(plan)	2002: %4.5(±%2) 2003: %3.5(±1) 2004-2005: %2-2.5	%2.5 (± %1.5)	1992: %14-15 1993: %10 1997: %7-10 2001: %3-4 2002: %2-3 2003: %1-3	1998: %9 (±1) 1999: %3 (±1) 2000: %2.5 (±1) 2002: %3 (±1) 2003: %3 (±1)	1999: %13 2000: <%10 2001: %6.5 2002: %4.5 2003: %3
Hedefin Belirlenmesi	Merkez Bankası	Merkez Bankası	Merkez B., Maliye Baka. İle	Merkez B. Ve Hükümet	Merkez Bankası	
Hedefleme Dönemi	Çoklu Yıl	Çoklu Yıl	Çoklu Yıl	1998-2000: Bir yıl	Çoklu Yıl	
	(Yıllık Ayarlamalar)	(Yıllık Gözden Geçirme)		2001-: Sürekli		
Enflasyon Tahmini	Profesyonel Merkez Banka. Memurları ve Özel Sektör	Profesyonel Merkez Bankası Memurları	Profesyonel Merkez Bankası Memurları	Profesyonel Merkez Bankası Memurları	Profesyonel Merkez Bankası Memurları	
Hedefin Sapmalarda Sorumluluk	Yok	Yok(?)	Enf hedefinden ±%1.5'den daha fazla sapma sözkonusu olursa MB, nedemini hük. e ve kamuoyuna açıklamak zorundadır.	Enflasyon hedefinden ± %1'den fazla bir sapma olursa, bunun nedeninin kamuoyuna açıklanması gerekir.	Yok	
Kaçış Yolu	Doğal afetler ve yer altı madenlerinin fiyatlarındaki aşırı değişiklik durumunda	Doğal olaylar durumunda	Yok(?)	Yok	Yok	
Şeffaflık ve Yayınlar	-Enflasyon raporu -Para politi. toplantı tutanak. -Enflasyon tahmini	-Enflasyon raporu	-Parasal Bülten -Basın bildirisi	-Enflasyon raporu -Parlamento ile İletişim parasal rapor -Yıllık parasal özet	-Parlementoya sunulan parasal rapor -Para politikası gelişmeleri toplantı tutanakları	
İlk Enflasyon Raporu	Nisan 1998	Kasım 1998	Kasım 1999	Şubat 1998	Nisan 1998	
Enflasyon Raporu Dönemi	Üç aylık	Üç aylık	Üç aylık	Altı aylık	Yıllık	
					Mart 1999	
					Üç aylık	

Temel Özellikler	Y. Ziliada	Norik	Para	İstisnalar	Fotomv
Başlangıç Tarihi	Mart 1990	Mart 2001	Ocak 1994	Ocak 2002	Ekim 1998
Para Politikası Komitesi	Para Politikası Komitesi	Yönetim Kurulu	Müdürler Kurulu	Parasal Kurul	Para Politikası Komitesi
Kurul Üye Sayısı	Değişebilir Sayıda	7	7	7	10
Karar Şekli	Başkan	Oylama	Oylama	Oylama	Oylama
Toplanı Tutanaklarının Yayınlanması	Hayır	Hayır	Hayır	Önemli kısımlar	Sadece Oylar
Hedef Fiyat Endeksi	TÜFE	Çekirdek Enflasyon (1999 yılından sonra faiz (vergiler hariç) ödemeleri hariç)	TÜFE	TÜFE	TÜFE
Hedef Genişliği	1990: %3-5 1991: %2.5-4.5 1992: %1.5-3.5 1993-1996: %0-2 1997-Eylül 2002: %0-3 2003: %1-3	%2.5 (±1)	1994: %1.5-2.0 1995: %9-11 1998: %7.5-9 2000: %3.5-4 2002: %1.5-2.5 2003: %1.5-2.5	2002: %5-6 2003: %4.5-5.5	1998: <%9.5 1999: %6.6-7.8 2000: %5.4-6.8 2002: %5 (±1) 2003: <%4
Hedefin Belirlenmesi	Hükümet ve Merkez Bank.	Hükümet	Merkez Bank. ve Hükümet	Merkez Bankası	Merkez Bankası
Hedefleme Dönemi	1991-1992: Bir yıl 1993-1996: Çoklu yıl 1997: Sürekli	İki yıl	Bir yıl	İki yıl	1998-2000: Bir yıl 2000-2003: Çoklu yıl 2003: Sürekli
Enflasyon Tahmini	Başkan	Profesyonel Merkez Bankası memurları	Profesyonel Merkez Bankası memurları	Özel Sektör	Profesyonel Merkez Bankası memurları
Hedefin Sorumluluk	Sapmalarda Hedeften sapmanın nedeni ve alınacak önlemler kamuoyuna açıklanır. Ayrıca Maliye Bakanı, Merkez Bankası'nın isteyebilir	Merkez Bankası hedeften sapmanın nedenlerini açıklar. Ayrıca Maliye Bakanlığı açıklar.	Merkez Bankası hedeften sapmanın nedenlerini ve alınacak önlemleri veren açık bir mektup gönderir.	Merkez Bankası Başkanı, Devlet Başkanı'na, sapamanın nedenlerini ve alınacak önlemleri veren açık bir mektup gönderir.	Merkez Bankası Başkanı, Devlet Başkanı'na, sapamanın nedenlerini ve alınacak önlemleri veren açık bir mektup gönderir.
Kaçış Yolu	Doğal afetler ve uluslararası malların fiyatları ve dolaylı vergilerde aşırı değişiklikler olduğunda.	Yok(?)	Yok	Banka başlangıçta Yok kullanabilir.	Yok
Şeffaflık ve Yayınlar	-Enflasyon raporu -Enflasyon tahmini -Çeyrek dö. Para Pol. Durumu -Parlamentoya rapor	-Yılda üç kez enflasyon raporu	-Enflasyon raporu	Para politikası toplantı tutanakları	-Enflasyon raporu -Para politikası talimatları -Para politikası toplantıları ile ilgili basın açıklaması
İlk Enflasyon Raporu	Nisan 1990	Aralık 1996	Haziran 2002	Mart 2002	1995
Enflasyon Raporu Dönemi	Üç Aylık	Dört Aylık	Dört Aylık	Üç Aylık	Üç Aylık

Tema Özetleri	Ayastatiba	Birçatir	Anatıda	Şili	Ketembina
Başlangıç Tarihi	Nisan 1993	Haziran 1999	Şubat 1991	Ocak 1991	Eylül 1999
Para Politikası Komitesi	Kurul	Para Politikası Komitesi	Yönetim Konseyi	Müdürler Kurulu	Müdürler Kurulu
Kurul Üye Sayısı	9	9	6	5	7
Karar Şekli	Oy Birliği	Oylama	Oy Birliği	Oylama	Oylama
Toplanı Tutanak Yayın	Hayır	Evet	Hayır	Evet(Özet)	Hayır
Hedef Fiyat Endeksi	TUFE	TUFE	TUFE	TUFE	TUFE
Hedef Gemişliği	% 2-3	1999: % 8 (± % 2) 2000: % 6 (± % 2) 2001: % 4 (± % 2) 2002: % 3.5 (± % 2) 2003: % 3.25 (± % 2)	Aralık 1991: % 3.5 Aralık 1992: % 2.4 Haziran 1994: % 1.5-3.5 1995-2001: % 1-3 2001-: % 1-3	1991: % 15-20 1992: % 15 1993: % 10-12 1994: % 9-11 1998: % 4.5 2000: % 3.5	1999: % 15 2000: % 10 2001: % 8 2002: % 6
Hedefin Belirlenmesi	Hükümet ve Merkez Bankası	Hükümet ve Merkez Bankası	Hükümet ve Merkez Bankası	Hükümet ve Merkez Bankası	Hükümet ve Merkez Bankası
Hedefleme Dönemi	İş Devrimi Süresi (Veya çoklu yıl)	Bir yıl	Çoklu yıl	1991-2000: Bir yıl 2001- Sürekli	Bir yıl
Enflasyon Tahmini	Profesyonel Bankası Memurları ve Özel Sektör	Merkez Yönetim Konseyi	Profesyonel Bankası Memurları	Profesyonel Bankası Memurları	Merkez Bankası
Hedeflen Sapmada Sorumluluk	Yok	Merkez Bankası, sapmanın olması halinde bunun nedeni ve hedefim tekrar eski para politikasında yapacağı değişiklikleri kamuoyuna açıklaştırmaktadır	Merkez Bankası, hedeften sapmanın olması halinde bunun eski Merkez Bankası bir raporla birlikte bunun nedenlerini ve Maliye enflasyonun tekrar eski haline Bakanına açık bir mektup ile bildirir.	Eğer enflasyon hedefinden geçici bir sapma olursa, Merkez Bankası bir raporla birlikte bunun nedenlerini ve Maliye enflasyonun tekrar eski haline kamuyuuna açıklar.	Yok
Kaçış Yolu	Yok	Yok	Büyük petrol şoku ve doğal gaz gibi durumlarda hedef gözden geçirilebilir.	Büyük petrol şoku ve doğal gaz gibi durumlarda hedef gözden geçirilebilir.	Yok
Şeffaflık ve Yayınlar	-Para Politikası Raporu -Başkan, yılda iki kez, Parlamento Daimi komitede bulunur. -Enflasyon Tahmini	-Üç aylık enflasyon raporu -Para politikası tutanakları -Enflasyon tahmini modeller	-Enflasyon tahmini -Para politikası raporu	-Enflasyon raporu -Para politikası tutana. -Para politikası raporu	-Üç aylık enflasyon raporu -Enflasyon tahmini -Kongre'ye rapor
İlk Enflasyon Raporu	Mayıs 1997	Haziran 1999	Mayıs 1995	Mayıs 2000	Mart 1997
Enflasyon Raporu Dönemi	Üç aylık	Üç aylık	Üç aylık	Dört aylık	Altı aylık

Tema/Özellikler	G. Akbulut	İsviçre	Kuzey	İngiltere
Başlangıç Tarihi ¹	Şubat 2000	Ocak 1993	Ocak 2000	Nisan 2000
Para Politikası	Para Politikası Komitesi	Yönetim Kurulu	Yönetim Kurulu	Para Politikası Komitesi
Komitesi				
Kurul Üye Sayısı	8	6	3	7
Karar Şekli	Oylama	Oylama	Oy birliği	Oylama
Toplantı Tutarak Yavım.	Hayır	Ever(iki hafta gecikmeli)	Hayır	Ever(iki hafta gecikmeli)
Hedef Endeksi	Fiyat Çekirdek Enflasyon (faiz ödemeleri hariç)	TÜFE	TÜFE	Çekirdek Enflasyon (işlenmemiş yiyecekler ve enerji fiyatları hariç)
Hedef Genişliği	2002-2003: % 3-6 2004-2005: % 3-5	1995-: % 2 (± 1)	< % 2	2000-: % 0-3.5
Hedefin Belirlenmesi	Merkez Bankası	Merkez Bankası	Merkez Bankası	Hükümet ve Merkez Bankası
Hedefleme Dönemi	Çoklu yıl	Sürekli	Üç yıl	Sürekli
Enflasyon Tahmini	Profesyonel Merkez Bank. Memur. Ve Para Poli. Komi.	Yönetim Kurulu	Yönetim Kurulu	Para Politikası Komitesi
Hedeften Sapmalarda Sorumluluk	Yok	Yok	Yok	Para Pol. Kom., sapmanın nedenlerini, alınacak önlemleri ve bunun için gerekecek süreyi kamuoy. açıklamak zorundadır.
Kaçış Yolu	Ciddi arz şoku olduğunda	Yok	Çok nadir	Yok
Şeffaflık Yayınlar	-Para Politikası Görünümü -Parlamentoya düzenli rapor	-Enflasyon raporu -Para politikası toplantı tutanakları -Parlamentoya rapor -Enflasyon Tahmini	-Enflasyon raporu -Enflasyon tahmini -Para politikası değerlendirmesi	-Enflasyon raporu -Enflasyon tahmini -Para politikası toplantı tutanak. -Enflasyon tahmin modelleri
İlk Rapor	Enflasyon Raporu	Eylül 1993	1983	Şubat 1993
Enflasyon Rapor Dönemi	Altı aylık	Üç aylık	Üç aylık	Üç aylık

Kaynak: AKYAZI, 2004, s.117-124

¹Bazı ülkelerin enflasyon hedeflemesine başlama tarihleri kaynaklarda farklılık göstermektedir. Örneğin Avustralya'nın enflasyon hedeflemesine başlangıç yılı çoğunlukla 1993 olarak kabul edilirken Mishkin-Hebbel çalışmalarında bu tarihi 1994 olarak kabul etmektedirler.

3160. Yeni Zelanda'nın Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması

Yeni Zelanda enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmaya başlandığı ilk ülke olması nedeniyle öncelikle ele alınmıştır. Yeni Zelanda birinci petrol şokuyla birlikte iki rakamlı enflasyon dönemine girmiştir. 1974 ve 1988 (1988 dahil) yıllarını kapsayan dönemde TÜFE dikkate alınarak hesaplanan kümülatif enflasyon %480 olmuştur. Enflasyonda %5'in altına düşüş ise ancak 1980 yılının başında meydana gelmiştir. Diğer taraftan ücretler, fiyatlar, karlar ve faiz oranları dondurulmuştur. Bu dönemde para politikası birden fazla ve değiştirilebilen amaçlarla karşı karşıya kalmıştır ve çok nadir olarak enflasyonun düşürülmesi amaç edinilmiştir. Bu ekonomik olaylar Yeni Zelanda toplumunda enflasyonla ilgili beklentilerin yerleşmesine neden olmuştur. Ekonomideki bozulma gittikçe artmıştır. Aynı dönemde ortalama yıllık reel büyüme %1.8 olarak gerçekleşmiştir (BRASH, 1998, s.2). 1970 ve 1980'li yıllar boyunca yaşanan enflasyon oranları diğer OECD ülkelerinden daha yüksek olmuştur (BRASH, 2002, s.2).

1980'li yılların başlarında Yeni Zelanda'nın karşı karşıya kaldığı mali sorunlar pek çok sanayileşmiş ülkelerin problemleriyle benzerlik göstermekteydi. Bütçe açığı GSYİH'nin %9'u kadardı ve oldukça yüksekti. Kamu kesimi borcu GSYİH'nin %60'ı kadardı ve giderek artmıştır. Yüksek enflasyon ve düşük ekonomik büyüme kişi başına gelirin OECD ülkeleri arasında en düşük seviyeye inmesine neden olmuştur. Diğer sanayileşmiş ülkelerle karşılaştırıldığında kamu kesimi Yeni Zelanda ekonomisinde çok sık rastlanmayan bir şekilde büyük bir ağırlığa sahipti. Bu gelişmeler kamu kesimi üzerinde yoğunlaşmasına neden olmuştur (DEMİRHAN, 2002, s.68; BALE-DALE, 1998, s.103). Diğer taraftan 1984 yılının ortalarına doğru yapılan reformlar enflasyon hedeflemesi rejimi için önemli bir alt yapı oluşturmuştur. Bu reformlar; finans sektörü içinde kapsamlı bir endüstriyel liberalleşme, devlet teşekküllerinin özelleştirilmesi, gümrük tarifelerinde reformlar, büyük vergi reformu, emek piyasası ve endüstri sübvansiyonlarının kaldırılması, tüm sermaye kontrollerinin kaldırılması, döviz kurunun serbest dalgalanması için gerekli serbestliğin sağlanması ve kapsamlı mali reformlardan oluşmaktadır (SHERWIN, 2000, s.16).

Yeni Zelanda'da ekonomik alanda yapılan ve devletin tüm ekonomi politikalarını şekillendiren düzenlemeler iki anlaşma ile sağlanmıştır. İlki 1989 yılında imzalanan Merkez Bankası Anlaşmasıdır (The Reserve Bank Act). Bu anlaşma ile para politikasında

şeffaflığın sağlanması amaçlanmıştır. Bağımsız bir merkez bankasının, para arzının ve faiz oranlarının, devlet ile merkez bankasının birlikte belirlediği enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesini sağlayacağı görüşünden hareket edilmiştir. İkinci anlaşma 1994 yılında düzenlenen Mali Sorumluluk Anlaşmasıdır (The Fiscal Responsibility Act). Bu anlaşmayla da para politikasına benzer bir disiplinin maliye politikasında da sağlanması amaçlanmıştır. Tüm yetkililer arasında bütçeye ilişkin kararların alınmasında genişlemeye yönelik bir eğilim vardır. Tüm dünya ülkelerinde ve özellikle Yeni Zelanda'da bütçe açıklarının ekonomi üzerindeki negatif etkisi gelecekte kendi kendini beslemektedir. Bu anlaşma ile sağlanacak olan şeffaflık ve hesap verebilirlik vasıtasıyla hükümet üzerinde bütçe açıklarının kontrol edilmesine yönelik bir baskı oluşturulması amaçlanmıştır (BALE-DALE, 1998, s.112)

Yeni Zelanda'da para politikasını ilgilendiren iki önemli karar alınmıştır. Mart 1995'te Yeni Zelanda doları temiz dalgalanmaya(clean float) bırakılmış ve daha sonraki 14 yılda döviz piyasasına doğrudan müdahale edilmemiştir. İkinci olarak kamu kesiminin finansal ihtiyaçlarının merkez bankası kaynaklarına başvurmaksızın özel piyasalardan özellikle açık arttırma yoluyla karşılanmasına karar verilmiştir. Böylece parasal taban üzerindeki iki ana dışsal değişkenin etkisi kaldırılmış oldu. Diğer taraftan bu iki karar hükümetin döviz kuru ve faiz oranlarına göre şekillenen piyasa davranışlarını kabullenme yönündeki istekliliğini de ortaya koymuştur (SHERWIN, 2000 ,s.15).

1985 yılında %17 dolaylarında olan enflasyon oranının 1989 yılında %5 civarına inmesiyle Yeni Zelanda parlamentosu aynı yıl Şubat 1990'da faaliyete geçecek olan yeni bir Yeni Zelanda Rezerv Bankası oluşturmuştur. Merkez bankasının tek amacı fiyat istikrarı olarak belirlenirken, sağlanan bağımsızlıkla birlikte sanayileşmiş ülkeler arasında bağımsızlık derecesi en yüksek merkez bankası konumuna gelmiştir. Merkez bankası başkanı ve maliye bakanının karşılıklı görüşmeler sonucunda yapılan ve kamuoyuna hedefleme stratejisi ile ilgili olarak para politikasının performansını değerlendiren bir Politika Hedefleri Anlaşması (Policy Targets Agreement-PTA) yapılması şart koşulmuştur. Bu anlaşmanın hedeflenecek enflasyon oranını ve hedef dönemini içereceği öngörülmüştür. Yeni Zelanda enflasyon hedeflemesi stratejisini diğer enflasyon hedeflemesi stratejilerinden ayıran unsur merkez bankası başkanının hedeften sapma olması durumunda görevine son verilecek olmasının bu anlaşma ile karara bağlanmasıdır

MISHKIN, 2000a, s.11). Bu anlaşmada hedeflenecek olan enflasyon aralığı fiyat seviyesi hedeflemesinden ziyade fiyatlar genel seviyesindeki istikrar olarak tanımlanmıştır (BRASH, 1998, s.3).

1990 yılından 2002 yılına kadar olan Politika Hedefleri Anlaşmalarında(PTA) yapılan düzenlemeler şu şekilde özetlenebilir (Rezerve Bank Of New Zealand)

-1990 Mart, tarihli PTA' da hedef aralığı (12 aylık dönemde meydana gelecek artış) %0-%2 olarak belirlenmiş ve anlaşmanın 1993 Ağustos ayında sona ermesi öngörülmüştür. Enflasyonun ölçümünde bütün grupları kapsayan TÜFE (All Groups Consumer Price Index,CPI) kullanılması karara bağlanmıştır. Aralık 1990 tarihli PTA'da ise hedef aralığı ve endeks aynı kalırken beklenmeyen şoklar nedeniyle hedeften sapma olması durumunda PTA'nın yeniden müzakere edilmesi zorunluluğu ortadan kaldırılmıştır. TÜFE' nin %0-%2 aralığının dışına çıkmasına neden olabilecek şoklar, ihracat ve ithalat fiyatlarında önemli değişimler, dolaylı vergilerde büyük oranlı artış veya azalışlar, doğal afetler, hükümet değişikliği nedeniyle vergi oranlarında meydana gelen artışların fiyatlar genel seviyesini büyük ölçüde etkilemesi, TÜFE' de önemli ölçüde sapma olarak sıralanmıştır.

-1992 tarihli PTA anlaşmasında ise hedef aralığı ve endeks değişmeden kalmıştır.

-1996 yılında endeks TÜFE olarak kalırken hedef aralığı %0-%3 olarak yeniden belirlenmiştir. Böylece hedef aralığında bir genişlemeye gidildiği görülmektedir. Bu genişlemenin nedeni Kasım 1996'da yapılan genel seçimler sonrasında hedeften sapmanın ortaya çıkma olasılığıdır.

-1997 yılında yapılan PTA'nın 31 Ağustos 2003 tarihine kadar geçerli olması öngörülmüştür. Bu anlaşmada endeks kredi hizmetlerini içermeyen TÜFE (CPIX) olarak belirlenmiştir. CPIX (All Groups Consumers Price Index Excluding Credit Services), faiz oranları bileşimlerini içermemekteydi. CPIX'in enflasyon ölçümünde kullanılmasının nedeni Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın artan enflasyonist baskıları hafifletmek için faiz oranlarını yükselttiği zamanlarda, TÜFE'nin yükselmesidir. Faiz oranlarının hariç tutulmasıyla birlikte, Merkez Bankası'nın enflasyonist baskıları azaltmak için arttırdığı faiz oranlarının TÜFE üzerindeki etkisi kaldırılmış olmaktadır (RESERV BANK OF NEW

ZEALAND, 1999, s.71). Hedef aralığı yine %0-%3 olarak kalmıştır. Bu anlaşmanın 2003 yılına kadar devam edeceği öngörülmüşse de 1999 yılında yeni bir PTA imzalanmıştır. Bu PTA'da fiyat istikrarı amacının gerçekleştirilmesinde üretimde, faiz oranlarında ve döviz kurlarında gereksiz şekilde istikrarsızlıklardan kaçınılması gerektiği vurgulanmıştır. Bu anlaşma ile endeks yeniden TÜFE olarak belirlenmiştir. Hedef aralığı aynı kalmıştır.

-2002 yılında yapılan son PTA'da hedef aralığı %1-%3 olarak belirlenmiştir. Bu anlaşmada 1996 yılında genişletilen hedefin yeniden daraltıldığı görülmektedir (RESERV BANK OF NEW ZEALAND 2002, s.5)

Yeni Zelanda'da uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi şeffaflık ve hesap verebilirlik açısından değerlendirildiğinde bu konuda oldukça başarılı bir uygulama olduğu görülmektedir. Yeni Zelanda Merkez Bankası 1989'da yapılan anlaşmayla birlikte her altı ayda bir durum raporu yayınlanmasını karara bağlamıştır. Bu rapor Merkez Bankasının PTA'da açıklanan amacını gerçekleştirmek amacıyla uygulayacağı para politikasını ve Merkez Bankası'nın enflasyon hedefine ilişkin bağlayıcı açıklamalarını ve başlıca göstergeleri içermektedir. Aynı zamanda Banka Haziran ve Aralık aylarında Para Politikası Raporu yayınlamaktaydı. Bunlara ilaveten, her Mart ve Ekim aylarında Ekonomi Projesi (Economic Projections) adlı bir broşür, Başkanın konuşmaları ve internet sitesinden yapılan yayınlar şeffaflığı arttırmak amacıyla Merkez Bankasının yapmış olduğu yayınlardır (KAHN-PARRISH, 1998, s.11).

Yeni Zelanda'da uygulanan enflasyon hedeflemesi politikası tüm kamu sektöründe uygulanan "Baş Temsilci (Principal-Agent)" modeli etrafında geliştirilmiştir. Amaçların açık bir şekilde belirlenmesi ve hesap verebilirlik bu model için gerekli bir unsurdur. Bu yöntem hedefe ulaşmada gerçekleşmeyen performansların potansiyel sonuçlarını ortaya çıkarmada, fiyat istikrarının sağlanmasında kurumlardan kaynaklanabilecek bir takım hassaslıkları sağlamlaştırmada ve aynı zamanda kamu oyunun enflasyon hedefinin gerçekleştirileceğine ilişkin inancını arttırmada diğer modellerden daha etkilidir.

Yeni Zelanda enflasyon hedeflemesinde merkez bankası personelinin sorumluluklarının ve karar alıcı birimlerin görevlerinin belirlenmesinde yaygın olmayan bir yöntem izlenmiştir. Bu uygulamanın amacı para politikasının yönetimine ilişkin

sorumlulukların belirlenmesinde belirsizliklerin ortadan kaldırılması ve bu yolla fiyat istikrarı amacının teşvik edilmesidir (SHERWIN, 2000, s.24). Diğer taraftan hedefin tutturulamaması durumunda Merkez Bankası Başkanı'nın görevden alınacağını PTA anlaşmasında karara bağlanması hesap verebilirliğin ne kadar güçlü olduğu göstermektedir.

Yeni Zelanda ekonomisinin enflasyon hedeflemesi uygulamasıyla makro ekonomik değerlerinde meydana gelen gelişmeler performans değerlendirmesi kısmında incelenecektir.

3161. Brezilya'nın Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması

1999 yılı Haziran ayında enflasyon hedeflemesi uygulamasına resmen başlayan Brezilya gelişmekte olan ülke grubu içinde yer alması ve ekonomik durumu itibariyle Türkiye'ye çok benzemektedir. Bu nedenle gelişmekte olan ülke grubunu temsilen bu kısımda Brezilya'da uygulanan enflasyon hedeflemesi politikası incelenecektir.

Brezilya enflasyon hedeflemesi uygulamasına başlamadan önce ekonomik durumunu kısaca açıklamakta fayda vardır. 1994 yılında enflasyon oranı %916 olan Brezilya, bu oranı enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmeden tek haneli rakamlara indirmeyi başarmış ve 1998 yılında %1.65 olarak gerçekleşmiştir. Brezilya hükümeti enflasyonu indirmedeki başarısını maliye politikasında gösterememiştir. Döviz kurunun sabitlenmesinden sonra ulusal para da aşırı değerlenmiştir. Bu iki faktör ilki 1997 yılında Asya Krizi ile birlikte ikincisi 1998'de Rusya Krizi ile ortaya çıkan spekülasyon ataklarına neden olmuştur. 1995'den 1998'e kadar toplam borçların GSMH'ya oranı ve kamu borçlanma gereği önemli ölçüde artmıştır. Bu artışın nedeni 1995 yılına kadar % 5 fazla veren kamu borçlanma gereğinin sadece bir yılda sıfıra ve sonrada negatife düşmesi yani açık vermesidir. İkinci nedeni ise bütçe açıklarının finanse edilmesinin faiz oranlarının yükselmesine neden olmasıdır.

1997 ve 1998 yılında meydana gelen spekülasyon atakları, ekonomiye önemli zararlar vermiştir. İlkinde faiz oranı %19'dan %46'ya yükselirken, ikincisinde yine %16'dan %40'a yükselmiştir. Kamu borçlanma stokundaki artışa ilaveten %0.12 küçülme

yaşanmıştır. İşsizlik oranı %5.6'dan %7.6'ya yükselmiştir. 1998 yılında Brezilya bu zorlukların üstesinden gelmek amacıyla IMF ile bir anlaşma imzalamış ancak hükümetin yeterli kredibiliteye sahip olmaması nedeniyle döviz kuru üzerindeki baskı ve sermaye çıkışı önlememiştir. Bu nedenle 1999 yılının ortalarında sabit döviz kuru rejimi yıkılmıştır.

1999 yılının başlarında makro ekonomik değişkenlere ilişkin beklentiler ise şöyleydi: Senyorajda tam bir kaos yaşanıyordu ve GSMH'nın %78'ine ulaşmıştı. Özel sektör GSMH'da %4 ila %8 aralığında bir düşüş bekliyordu. Enflasyonun % 40 ila % 50 arasında oluşması bekleniyordu. Önceki yıllardaki maliye politikalarının kötü performansı nedeniyle kredibilite çok düşüktü. Toplam borçların GSMH'ya oranı sadece 4 yılda %15 artarak %42 oldu (NICIAS, 2000, 132-134). Böyle bir ortamda döviz kuru hedeflemesinin yıkılmasıyla birlikte enflasyon hedeflemesi stratejisine geçileceği Haziran 1999'da açıklanmıştır.

Brezilya'da uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi yapısal çerçevesi diğer enflasyon hedeflemesi uygulamalarından çok fazla farklılık göstermemektedir. Enflasyon ölçümünde kullanılan endeks kamuoyu tarafından kolay anlaşılması nedeniyle Ulusal TÜFE (National CPI) olmuştur. Hükümet ve merkez bankası enflasyon hedefini birlikte belirlemektedirler. Ayrıca merkez bankasının bağımsızlığının sağlanması amacıyla hükümete kaynak aktarması 1990 yılında yasaklanmıştır. Diğer taraftan merkez bankası faiz oranı ve parasal taban gibi para politikası araçlarını kullanmada tam bağımsızlığa sahiptir. Diğer bir deyişle merkez bankası araç bağımsızlığına sahiptir. Bununla birlikte, merkez bankası hedefin gerçekleştirilip gerçekleştirilememesinden sorumlu tutulmuştur (CORBO-HEBBEL, 2000, s.20-21). ,

Diğer taraftan, enflasyon beklentilerinin etkilenmesi, şeffaflığın sağlanması ve kamu oyuna enflasyon oranının neden hedeflenen aralığın dışına çıktığı ve hedefe ulaşmak amacıyla neler yapılacağını açıklamaya yönelik Brezilya Merkez Bankası resmi olmayan konuşmalar ve resmi dokümanlarla iletişimi sağlamaya çalışmaktadır. Bunlara örnek olarak haftada bir yapılan Copom (Para Politikası Komitesi) toplantıları ve her 3 ayda bir yayınlanan, enflasyon hedeflemesinin performansı hakkında bilgi veren ve para politikası uygulamalarının sonuçlarını açıklayan enflasyon raporları gösterilebilir. Diğer taraftan hedeften sapma olması durumunda maliye bakanlığına gönderilmek üzere hazırlanan ve

sapmanın nedenlerini açıklayan açık mektupta (open letter) kullanılmaktadır. (MINELLA ve diğerleri, 2003a, s.15; ÖĞRETMEN, 2004, s.9; BOGDANSKI-TOMBINI-WERLANG, 2000, s.5).

Brezilya enflasyon hedeflemesi uygulamasında hedef dönemini 1 yıl olarak belirlemiştir. Enflasyon hedefinin belirlenmesinde bant hedef benimsenmiştir. (FRAGA-GOLDFAJN-MINELLA, 2003, s.44). Temel enflasyon kombinasyonunun kullanılması (TÜFE) ve kaçış yolunun benimsenmemiş olması nedeniyle belirlenen orta hedef etrafında % 2 oranında bir dalgalanmaya izin verilmektedir (BOGDANSKI-TOMBINI-WERLANG, 2000, s.6). Hedeflenen enflasyon oranlarına baktığımızda ise 1999 yılı için %8, 2000 yılı için %6, 2001 yılı için, %4, 2002 yılı için %3.5 olduğu görülmektedir. 2003 yılı için ise TÜFE' de öngörülen artış % 8.5 olmuştur (NICIAS, 2003, s.137). 2004 yılı için hedeflenen enflasyon oranı ise % 5.5 olmuş ve tolerans aralığı % 2.5 olarak belirlenmiştir (FARID, <http://www.aebrazil.com/highlights/2004/jul/02/39.htm>). Brezilya'nın uyguladığı enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulama sonuçlarına performans değerlendirmesi kısmında değinilecektir.

3162. Polonya'nın Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin geçiş ekonomilerindeki uygulamalarına örnek olarak Polonya enflasyon hedeflemesi bu kısımda açıklanacaktır. Bu kapsamda Polonya'nın enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmeden önce uyguladığı para politikası ve ekonomik durumu ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin özelliklerine değinilecektir.

Polonya Haziran 1990 yılında sabit döviz kuru rejimini benimsemiş ve zloty' yi ABD dolarına bağlamıştır. M2' deki büyüme para politikası için ara hedef olarak belirlenmiştir. 1989 yılında yapılan ılımlı bir fiyat liberalizasyonu ve Ocak 1990'da birçok fiyat kontrolünün kaldırılmasından sonra aynı yılın ilk yarısında enflasyon oranında büyük bir artış olmuş ve %1100 seviyelerine çıkmıştır. Ancak başarılı bir fiyat istikrarı performansından sonra TÜFE 1991 yılının başında %100' ün altına düşürülmüştür. Reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi ve ihracattın bundan olumsuz etkilenmesi ile para politikası yapıcılarını para politikasında değişikliğe giderek zloty 'yi %17 oranında devalüe etmişler ve bir sepete bağlamışlardır. Ekim ayında ise sabit döviz kurunun yerini sürünen

pariteler almıştır ve sürünme oranı aylık %1.8 olarak belirlenmiştir. İç piyasadan borçlanarak finanse edilen kamu açıklarının GSMH' nın %3' ü olduğu görülmektedir. Faiz oranları ise yüksek düzeylerde seyretmekte ve bu da sermaye akımını teşvik etmiştir. Polonya bu dönemde dezenflasyon politikası gütmekteydi ve bununda derece derece yapılması kararı alınmıştı. 1993 yılında TÜFE %40 seviyelerinde iken 1995 yılında %30 olarak gerçekleşmiştir. Döviz kurunun dalgalanma oranı giderek arttırılarak serbest döviz kuru rejimine geçiş sağlanmaya çalışılmıştır. 1997 yılında dalgalanma oranı $\pm\%7$ iken 1998'de $\pm\%10$ olmuştur. Sürünen pariteler yüksek enflasyonun tek rakama indirilmesinde etkili olmuştur. Aralık 1995 yılında ara hedef olarak Rezerv Para seçilmiştir. Polonya merkez bankasının uyguladığı para politikası Tablo 8' de özetlenmektedir (HORSKÁ, 2001, s.4).

Tablo: 8
Polonya'da Para Politikası Düzenlemeleri

	Araçlar	Ara Hedef	Hedef
1990	Doğrudan araçlar	M2'deki büyüme	Sabit döviz kuru
1991			Derece derece azaltılan sürünen pariteler rejimi, sürünme oranı %1.8 kademeli olarak azaltılacak
1993	Referans Oranı		Sürünen pariteler rejimi, sürünme oranı $\pm\%7$
1995	Rezerv Para		Sürünen pariteler rejimi, aylık sürünme oranı %1.0, bant genişliği $\pm\%7$
1997			Sürünen pariteler rejimi, aylık sürünme oranı Haziran'da %0.6, Ekim'de %0.5'e düşürüldü. Şubat'da bant genişliği $\pm\%7$ 'den 10'da Eylül'de $\pm\%12.5$ 'e çıkarıldı
1998	Referans Oranı	Faiz oranı	Sürünen parite Mart ayında % 0.3'e düşürüldü. Bant genişliği $\pm\%12.5$ 'den $\pm\%15$ 'e yükseltildi
1999	Referans Oranı		

Kaynak: HORSKÁ, 2001, s.5

1996 yılında ise Polonya faiz oranı hedeflemesini denemiş fakat ekonomideki güçlü kalkınma eğilimi ve kredilerde meydana gelen otonom artış bu hedefin gerçekleştirilmesini olanaksız kılmıştır. Reel faiz oranları aşırı yükselmiş ve ekonomik büyüme bundan zarar görmüştür. Gerçekte faiz oranlarının hedeflenmesi durumunda isteğe bağlı para politikaları da ortaya çıkmaktadır. EMU'ya giriş amacı olan bir ülke için para talebini ve finansal piyasaları istikrarsız hale getiren böyle bir uygulamanın pek akıllıca olmadığı düşünülmektedir. Bu gelişmeler sonucunda Polonya merkez bankası 1997' de parasal tabanı hedeflemiş ve 1998' de daha geniş bir parasal büyüklüğe geçmiştir. Fakat parasal hedeflemede başarılı olamamıştır (ORLOWSKI, 2000, s.21)

Polonya' da enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesinin nedenleri genel anlamda

enflasyon hedeflemesi stratejisinin ortaya çıkış nedenleriyle benzerlik göstermektedir. Polonya ulusal piyasalarının dünya piyasalarıyla bir bütünleşme süreci içine girmeleri ve bunun sonucunda enflasyon ile hem para arzı hem de döviz kuru arasındaki ilişkinin zayıflaması enflasyon hedeflemesi politikasına geçişin en önemli nedenidir (HORSKÁ, 2001, s.5)

Diğer taraftan 17 Ekim 1997 tarihinde Polonya Merkez Bankası Anlaşması (National Bank Of Poland on Act) ile merkez bankasının organları Merkez Bankası Başkanı, Para Politikası Konseyi (PPK) ve merkez bankası kurulu olmak üzere üçe ayrılmıştır. PPK bir başkan başbakanlıktaki üyelere eşit sayıda ve üyede oluşacaktı (KADIOĞLU, ÖZDEMİR, YILMAZ, 1998, s.33)

Polonya merkez bankası enflasyon hedeflemesine geçiş amacıyla 29 Ağustos 1997 tarihide yapılan sözleşmede merkez bankasının temel amacının fiyat istikrarı olduğu karara bağlanmıştır. Yine bu sözleşme ile merkez bankasının bağımsızlığı artırılmıştır. Bu kapsamda merkez bankası amaçlarını ve araçlarını belirlemede serbest bırakılmış ve merkez bankasının kamu açıklarını finanse etmesi yasaklanmıştır. Merkez bankasının şeffaflığı ve hesap verebilirliğinin artırılması karara bağlanmıştır. Haziran 1998' deki geçiş döneminde ise enflasyon hedeflemesinin merkez bankasının para politikası stratejisi olacağı açıklanmıştır (POLANSKI, 2000, s.87-90). PPK doğrudan enflasyon hedeflemesi stratejisinin Polonya'nın içinde bulunduğu şartlarda en uygun strateji olduğuna inanmaktaydı. Bu strateji Avrupa Para Birliğine girişin gerçekleştirilebilmesi için gereken koşulların sağlanması amacıyla yapılan bir düzenleme olarak görülmektedir.

PPK Ekim 1998 tarihinde orta dönem ya da stratejik amaç olarak enflasyon hedefinin 2003 yılı sonunda %4' ün altında olmasını kararlaştırmıştır. PPK para politikasına rehberlik etmesi amacıyla her bir yıl için Eylül ayında bir sonraki yıl için spesifik bir para politikası hedefi açıklamıştır. Konsey aynı zamanda para politikası için her bir yıl için para politikası rehberi hazırlamış ve bu rehberin hazırlanmasında faiz oranları açık piyasa işlemleri, merkez bankası borçlanma ve kredi olanakları ve döviz kuru politikası dikkate alınarak hazırlanmıştır (KADIOĞLU, ÖZDEMİR, YILMAZ, 1998, s.34-37).

Enflasyon göstergesi olarak kamu tarafından kolay anlaşılması ve hedefin şeffaf hale

gelmesine zemin hazırlamasından dolayı TÜFE seçilmiştir. Enflasyon hedefinin bant olarak belirlenmesi karara bağlanmıştır. Polonya enflasyon hedeflemesinin önemli bir istisnası ise merkez bankasının yıllık enflasyon tahminlerinin yayınlanmayacak olmasıdır. Enflasyon raporunun ise üç ayda bir ve yıllık olarak yayınlanacaktır. Para politikasına ilişkin karar alma mercii Para Politikası Konseyidir. Hedefin gerçekleştirilememesi durumunda ise merkez bankası bundan sorumlu tutulmamıştır. Yine bu tarihte dalgalı döviz kuru rejimine geçileceği açıklanmıştır. Ancak para politikasının yürütülmesi ile ilgili olarak kurlarda meydana gelen değişikliklere gerekli görülmesi durumunda merkez bankası müdahale edecektir. Buradan da anlaşıldığı üzere dalgalı döviz kuruna geçiş hemen olmamış ve Mart 1999'da tolerans bantlarını $\pm\%12.5$ ' den $\pm\%15$ ' e genişletmiştir. Nisan 2000' de ise sürünen pariteler tamamen terk edilmiş ve kur dalgalanmaya bırakılmıştır. Mart 2000' den sonraki dönemde merkez bankası faiz oranları yerine gelecek politika uygulamalarına ilişkin açıklamalarını politika aracı olarak kullanmaya başlamıştır (HORSKÁ, 2001, s.7; MONETARY POLICY COUNCIL, 1998, s.5; ÖĞRETMEN, 2004, s.8-9; POLANSKI, 2000, s.89-90; ORLOWSKI, 2000, s.27).

1998 yılı için öngörülen enflasyon hedefi $\%9.5$ olmuştur. Para Politikası Konseyi 1999 yılında hedef enflasyon oranını $\%8-8.5$ aralığında ayında beklenmeyen dezenflasyon nedeniyle hedef aralığı $\%6.6-7.8$ olarak yeniden düzenlenmiştir (KADIOĞLU-ÖZDEMİR-YILMAZ, 1998, s.39). 2000 yılı enflasyon hedefi ise $\%5.4-6.8$ olarak belirlenirken 2001 yılı enflasyon hedefi aralığı $\%6-\%8$ olmuştur (POLANSKI, 2000, s.90). 1998-2002 döneminin enflasyon ortalamasının $\%2.7$ olması nedeniyle Polonya merkez bankasının 2003'den sonraki enflasyon hedefini yıllık $\%2.5$ olarak belirlenirken bu hedef etrafında $\pm\%1$ oranında bir dalgalanma öngörülmüştür (NATIONAL BANK OF POLAND, 2003, s.12).

317. Parasal Hedefleme ve Enflasyon Hedeflemesinin Performansı

Burada önceki bölümlerde ortaya konan parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi stratejilerinin performansı incelenen ülkeler bazında değerlendirilecektir.

3170. Parasal Hedefleme Uygulamalarının Performansı

Bu kısımda parasal hedefleme politikası uygulayan ABD, İngiltere, Kanada, Almanya ve İsviçre'nin bu uygulama sonucunda temel makro ekonomik göstergelerinde meydana gelen değişimler incelenecektir.

31700. ABD, İngiltere ve Kanada Parasal Hedefleme Performansları

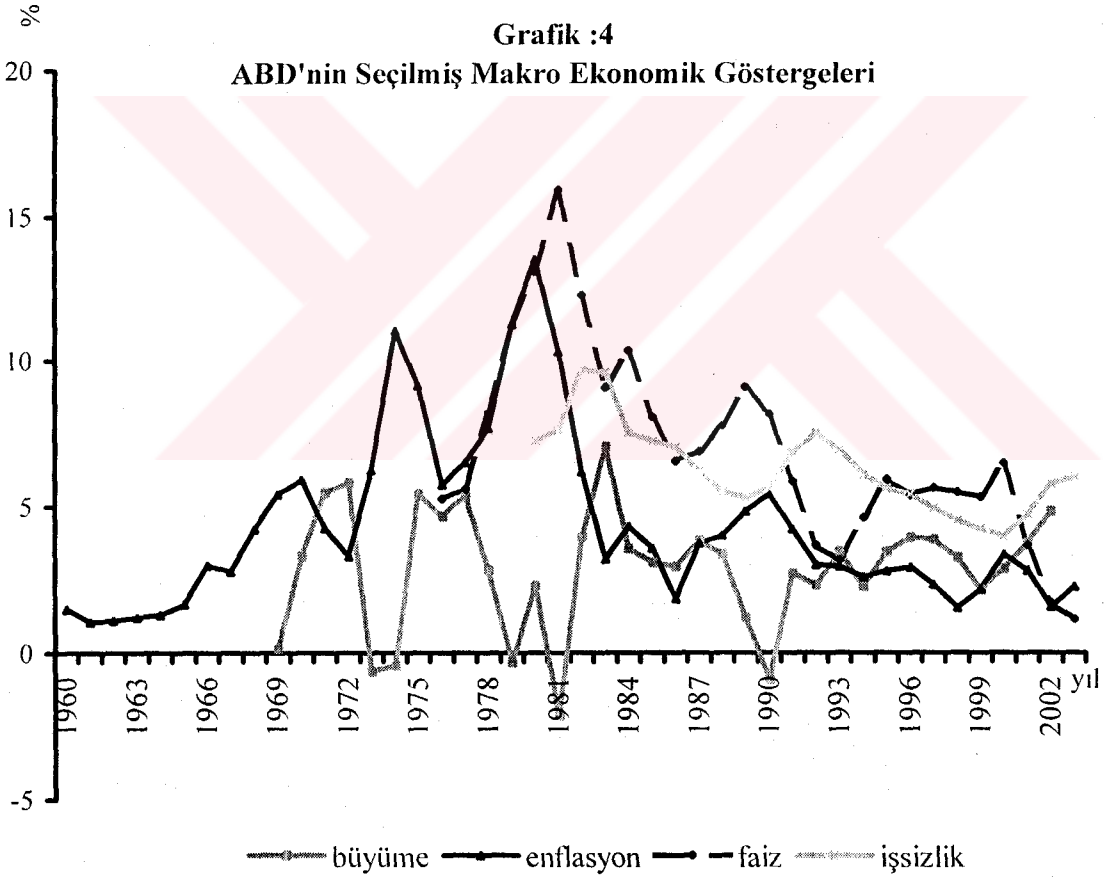
Parasal hedefleme politikası üç kriz yaşamıştır. 1974 ve 1979 yıllarında meydana gelen petrol krizleri nedeniyle enflasyon oranlarında önemli artışlar olmuştur. Bu dönemlerde, ABD ve İngiltere gibi neredeyse tüm gelişmiş ülkelerde uygulanan sıkı para politikası faiz oranının artmasına ve işsizlik oranının yükselmesine neden olmuştur. Parasal hedefleme politikası bu krizlerden başarıyla çıkamamıştır. Krizlerin etkisinin önemli ölçüde azaldığı 1982 sonrası dönemde ise büyüme oranlarının 1991 yılı hariç genellikle pozitif seyrettiği görülmektedir.

Diğer taraftan 1990 yılı sonunda başlayan ve 1991 yılında kendini gösteren dünya ekonomisinin büyüme hızındaki yavaşlama, başta İngiltere, Kanada ve ABD olmak üzere bu ülkelerin hasıllarında reel azalış, Doğu Avrupa ve Sovyetler Birliği ekonomilerinin daralması ve Ortadoğu ülkelerinde yaşanan krizin bir yansıması olarak ortaya çıkmıştır. Bu gelişmeler sonucunda dünya hasılasının büyüme hızı %1.8 gerilemiştir (ÇELEN, 2000, s.5).

ABD parasal hedefleme politikasını 1960-1967 yılları arasında %1-2 olan enflasyon oranının 1968 yılından itibaren %4-5 seviyelerine çıkması ile uygulamaya başlamıştır (MISHKIN, 2000a, s.2). 1993 yılında ise bu politikanın uygulanmasına son verilmiştir. Grafik 4 incelendiğinde yukarıda bahsedilen krizlerin ABD ekonomisindeki yansımaları gözlenmektedir.

ABD'nin enflasyon oranına ait seri incelendiğinde 1974, 1979 ve 1990 kriz dönemlerinde artışlar gözlenmektedir. Bu yıllarda enflasyon oranı sırasıyla %11.04, %11.2 ve %5.4 olarak gerçekleşirken, 1974'te %-0.64, 1975'te %-0.44, 1979'da %-0.64, 1980'de

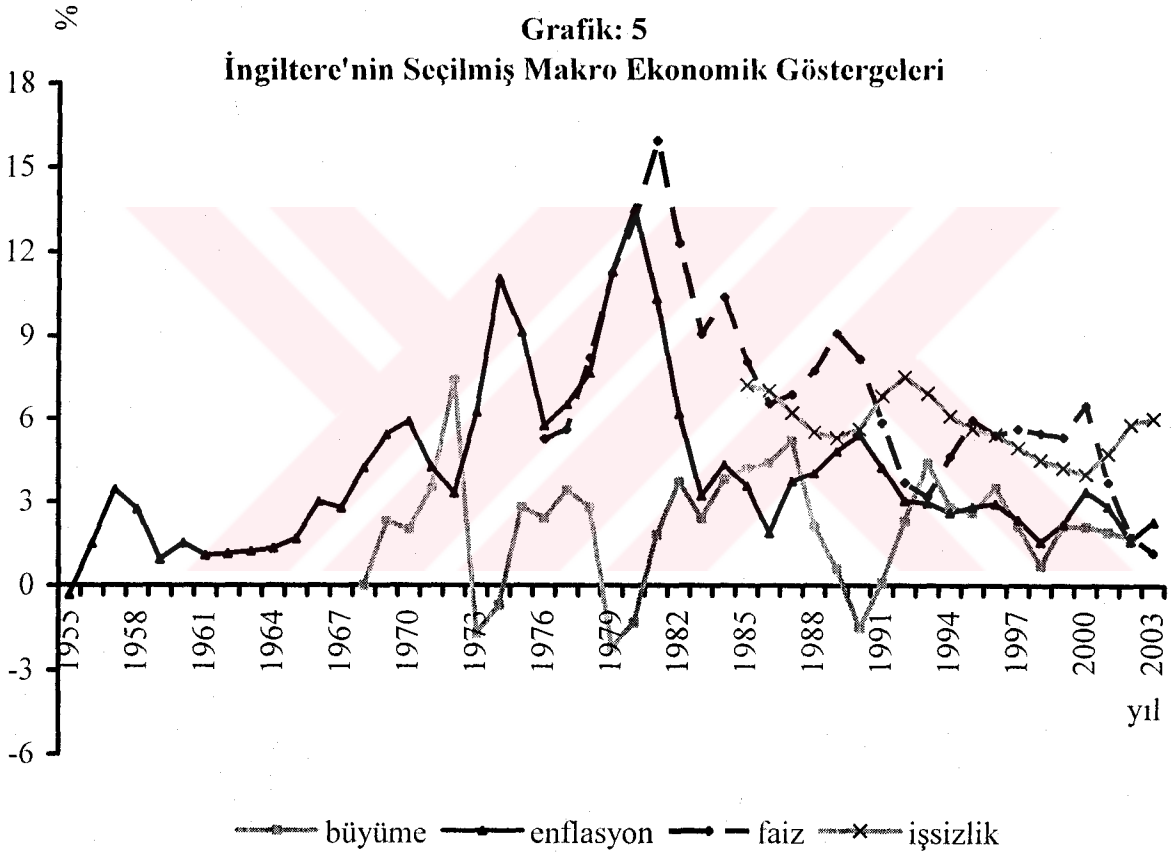
%-0.34 ve 1991'de %-0.93 küçülme yaşanmıştır. Bu dönemler dışında negatif büyüme yaşanmadığı gözlenmektedir. Faiz oranlarının ise sıkı para politikasının uygulandığı kriz dönemlerinde yüksek seyrettiği görülmektedir. İşsizlik oranlarına bakıldığında ise küçülmenin yaşandığı kriz dönemlerinde arttığı diğer dönemlerde ise azaldığı gözlenmektedir. 1993 yılından sonraki işsizlik oranlarının bundan önceki dönemden düşük olduğu gözlenmektedir. Ancak 11 Eylül saldırılarının yaşandığı 2001 yılından sonra işsizlik oranında 1-2 puanlık bir artış gözlenmektedir. Oranlar incelendiğinde kriz dönemlerinde parasal hedefleme politikasının başarılı olamadığı sonucuna varılabilir. Buna karşın gizli nominal çapa politikasının 11 Eylül krizini parasal hedeflemeye oranla daha az kayıpla atlattığı söylenebilir. Ancak bu krizin boyutlarının önceki krizler kadar büyük olmadığı söylenebilir.



Kaynak: Grafik International Financial Statistic ve World Economic Outlook verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

1970'li yıllarda uygulanmaya başlanan parasal hedefleme politikası ABD'de olduğu gibi dışsal şoklar karşısında yetersiz kalmıştır. Birinci ve ikinci petrol krizinde gelişmekte olan ülkeler ve özellikle AGÜ'lerde enflasyon oranında artışlar ve işsizlik oranında

azalmalar meydana gelirken büyüme oranlarında da önemli düşüşler olmuştur. 1974-75 döneminde işsizlik oranı ABD'de %8.5, Almanya'da %4.5, Fransa'da %3.9, İngiltere'de %3.6 ve İtalya'da %3.7 olmuştur. ABD'de 1973 ile 1975 arasında %4.8'den %8.5'e tırmanan işsizlik oranı 8 milyon işsize tekabül etmektedir (SÖNMEZ, 1998, s.168-169). İngiltere'ye ait Grafik 5 incelendiğinde ABD'ye benzer durumun burada da ortaya çıktığı görülmektedir. Kriz dönemlerinde enflasyon oranlarının %15.9, %13.5, %8.14 olduğu görülmektedir. İngiltere ekonomisi 1990 yılında %8.1 ile son 20 yılda ki en yüksek enflasyon oranını yaşamıştır.

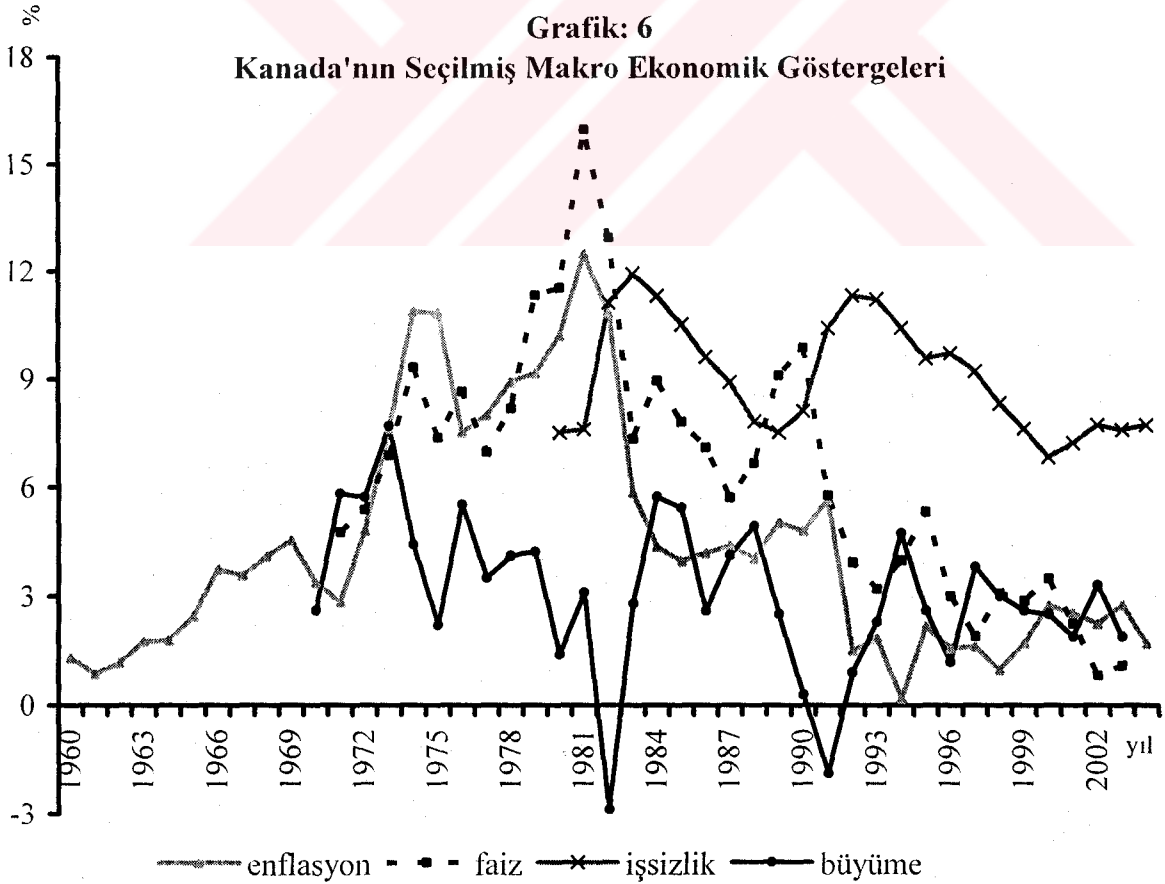


Kaynak: Grafik International Financial Statistic ve World Economic Outlook verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

İngiltere diğer gelişmiş ülkelerde olduğu gibi ikinci petrol krizinden de önemli ölçüde etkilenmiştir. Şokun hemen ardından aralarında İngiltere'nin de bulunduğu sanayileşmiş ülkeler sıkı para politikası uygulamaya başlamışlardır. Bu da faiz oranlarının enflasyona nazaran yüksek seyretmesine neden olmuştur. Aynı dönemde Fransa sıkı para politikası yerine iç talebi canlandırmaya yönelik iktisat politikaları ve yeni sosyal politikaların

sonucunda durgunluğa tam olarak girmemiş veya durgunluğun etkilerini yumuşatmıştır (SÖNMEZ, 1998, s.239). Bu tarihte İngiltere'nin enflasyon oranı %12.6 olurken 1980'de %16.85'e yükselmiştir. Krizin etkisiyle 1980 yılında %-2.2 küçülme yaşanmıştır. Büyüme oranları incelendiğinde ise kriz dönemleri haricinde pozitif ve istikrarlı büyüme yaşandığı söylenebilir. Ancak işsizlik oranları büyüme oranlarıyla paralellik göstermemektedir. 1980 sonrasında yüksek işsizlik göze çarpmaktadır. Bu oran ancak 1993 yılından sonra tek haneli rakam indirilebilmiştir. Parasal hedeflemenin uygulandığı 1970-1993 dönemi ile 1993 sonrası dönem karşılaştırıldığında enflasyon, büyüme ve işsizlik oranında istikrar gözlenmektedir. Ancak bu dönemde önemli bir kriz yaşanmadığı da dikkate alınması gereken bir unsurdur.

ABD ve İngiltere gibi 1970'li yıllarda parasal hedefleme politikasını uygulamaya başlayan Kanada başarılı olamamıştır. Başarısızlığın nedeni diğer iki ülke ile benzerlik göstermektedir.



Kaynak: Grafik International Financial Statistic, Canadian Statistics ve World Economic Outlook verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

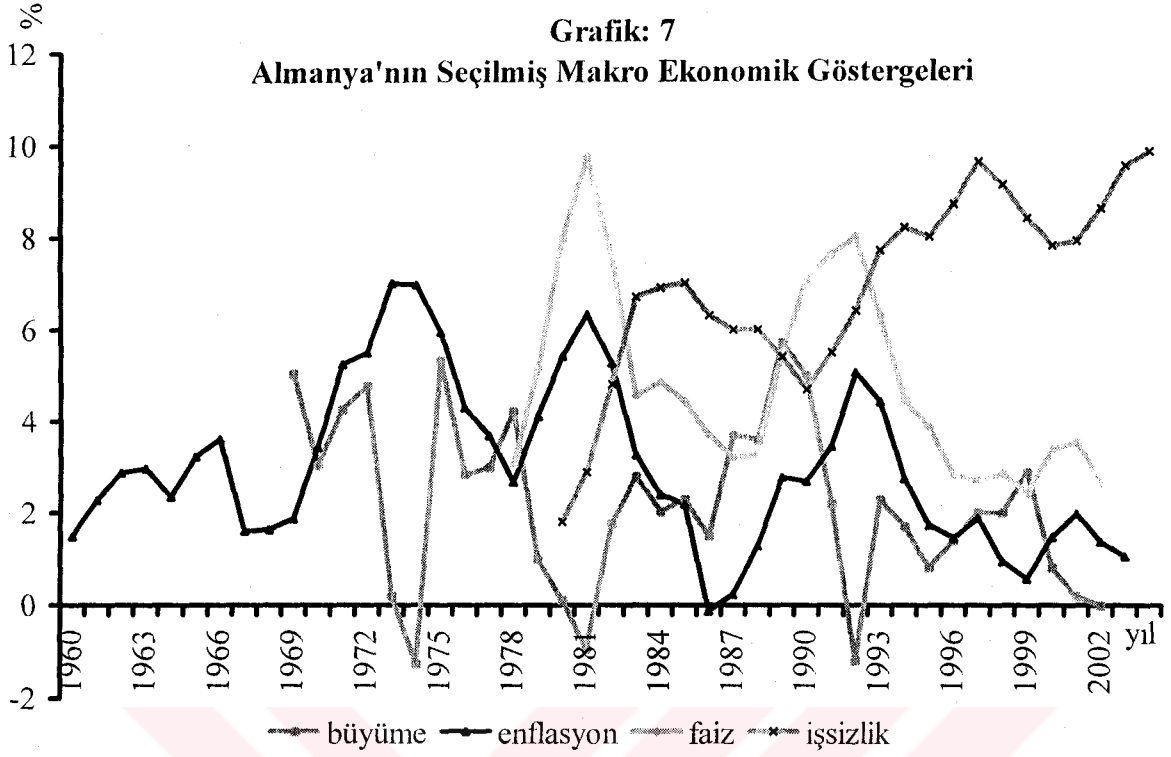
Parasal hedefleme politikasının uygulandığı 1970-1982 yılları arasındaki dönem incelendiğinde Yine ABD ve İngiltere ile benzer olarak kriz dönemlerinde enflasyon oranlarının yükseldiği gözlenmektedir. 1974, 1979 ve 1991 yılında enflasyon oranları sırasıyla %10.9, %9.1 ve %5.6 olmuştur. Aynı tarihlerdeki büyüme oranları ise %4.4, %4.2 -%1.87 (1980'de 1.38 ve 1982'de %-2.9) olmuştur. Enflasyon oranının parasal hedeflemenin terk edildiği 1982 yılından itibaren düşmeye başladığı ve %4 düzeyinde olduğu gözlenmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmaya başladığı 1990 yılından itibaren ise %2 civarında istikrar kazandığı gözlenmektedir. İstikrarlı sayılabilecek büyümeye rağmen Kanada'nın işsizlik oranları oldukça yüksektir. Parasal hedefleme politikasının terk edildiği yıllarda %11 olan bu oran 1986'dan itibaren biraz düşmüşse de 1990 yılından itibaren tekrar artmıştır. 1997 yılından sonra 1-2 puanlık azalmayla 2004 yılında %7.7 olmuştur.

Parasal hedefleme politikası ABD ve İngiltere'de olduğu gibi Kanada'da da başarısız olmuştur. Her üç ülkede de parasal hedeflere bağlı kalınmayarak önceliğin enflasyon dışındaki değişkenlere verilmesi ve enflasyonla parasal büyüklükler arasındaki korelasyonun azalması nedeniyle başarısız olan parasal hedefleme politikası yaşadığı üç önemli krizden de önemli ölçüde etkilenmiştir.

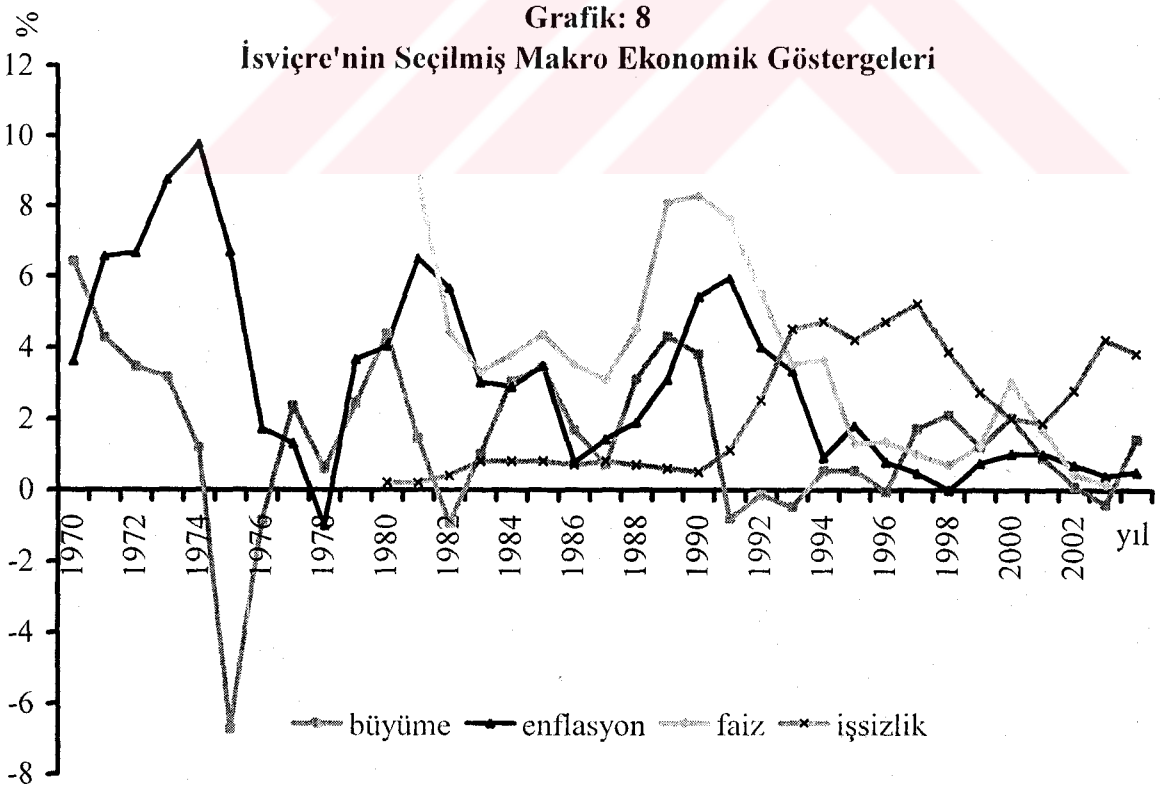
31701. Almanya ve İsviçre'nin Parasal Hedefleme Performansları

Grafik 7 ve 8 incelendiğinde Almanya ve İsviçre'nin başarısı açıkça görülmektedir. Almanya parasal hedefleme politikasını halen başarıyla uygulamaktadır. 1974,1980 ve 1991 petrol krizlerinin yaşandığı dönemler dışında enflasyon oranında belirgin bir artış gözlenmemektedir. Son 10 yılda enflasyon oranının ortalama olarak %1-2 ile istikrarı devam ettirdiği gözlenmektedir. 1991 yılındaki krize rağmen enflasyon oranı %3'te kahrken büyüme oranı %5 olarak gerçekleşmiştir. Faiz oranları yine enflasyon ile paralellik arz etmektedir ve istikrarlı olduğu söylenebilir.

Almanya'da çözümlenmesi gereken bir sorun işsizlik sorunudur. İşsizlik oranları incelendiğinde 1994 yılından bu yana %8-9'un altına düşmediği görülmektedir. Bunun Almanya gibi gelişmiş bir ülke için yüksek olduğu söylenebilir.



Kaynak: Grafik International Financial Statistic ve World Economic Outlook verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.



Kaynak: Grafik International Financial Statistic ve World Economic Outlook verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

İsviçre, Almanya ile birlikte parasal hedefleme politikasını başarıyla uygulayan ikinci ülkedir. 1974 yılında parasal hedefleme uygulamasına başlayan İsviçre'nin bu tarihten önceki enflasyon rakamları incelendiğinde 1962-1969 tarihleri arasında ortalama %3 olan enflasyon oranının bu tarihten sonra artış eğilimine girdiği görülmektedir. 1970-1974 tarihleri arasında ortalama %8 seviyesinde olan enflasyon oranının parasal hedefleme politikası uygulanmaya başlanmasıyla birlikte %1 seviyelerine düştüğü gözlenmektedir. Ancak 1978 yılında yaşanan %27.05'lik deflasyondan sonra enflasyon artış eğilimine girmiştir. 1981 yılında %6.49 olan enflasyon oranı bu tarihten sonra giderek azalmış ve sadece 1991 yılında biraz yükselerek %5.92 ile en yüksek seviyesine ulaşmıştır. 1985-1987 yılları arasında sıkı para politikası uygulanması ve İUB'nın 1987 yılında parasal tabanın %2'den daha fazla artmasına izin vermesi nedeniyle enflasyon oranında artış gözlenmektedir (1990, 1991 ve 1992'de sırasıyla %5.4, %5.9, %4) (MISHKIN, 2003, s.517). Daha sonraki yıllarda enflasyonda önemli bir artış göstermemiş ve son 10 yılda %0-1 aralığında seyrettiği görülmektedir. İUB, ilgili bölümde de açıklandığı gibi enflasyona ilişkin hedeflerini gerçekleştirememiş ve şokların etkisini yanlış tahmin etmiştir. Bu nedenle parasal hedefleme politikasını terk etmek zorunda kalmıştır.

Grafik 8 incelendiğinde, faiz oranlarının enflasyona paralel bir seyir izlediği gözlenmektedir. 1981 yılında %8.4 olan faiz oranının 1988 yılına kadar %3-%4 aralığında değiştiği gözlenmektedir. 1989, 1990 ve 1991 yıllarında sırasıyla %8, %8.2, ve %7.6 olarak gerçekleşen faiz oranı bu yıldan sonra düşüş kaydetmiştir. 2003 yılında faiz oranının %0.1 olduğu gözlenmektedir.

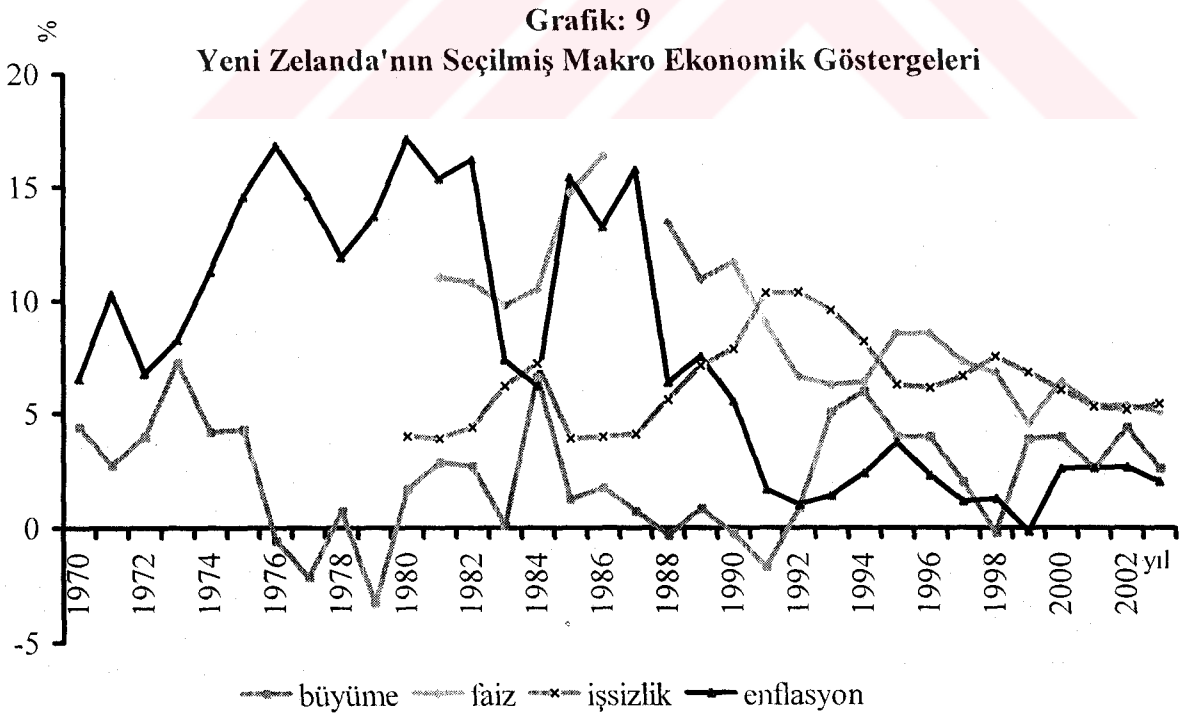
İşsizlik oranlarına bakıldığında, enflasyon oranının düştüğü dönemlerde işsizlik oranında artış gözlenmektedir. Diğer taraftan parasal hedefleme politikasının uygulandığı dönemde işsizlik oranının diğer dönemlere göre yüksek olduğu vurgulanabilir. Genel olarak bakıldığında, İsviçre'nin parasal hedefleme performansının başarısız olduğu söylenebilir.

3171. Enflasyon Hedeflemesi Uygulamalarının Performansı

Burada daha önce incelenen Yeni Zelanda, Brezilya ve Polonya'nın enflasyon hedeflemesi stratejisini altında gösterdikleri performans incelenecektir.

31710.Yeni Zelanda'nın Enflasyon Hedeflemesi Performansı

Yeni Zelanda'nın enflasyon hedeflemesindeki başarısı Grafik 9'dan gözlenebilmektedir. 1987-1992 döneminde birinci petrol krizinden sonra %11-16 olan enflasyon oranını önce %3 seviyelerine daha sonra da %0-2 seviyesine indirildiği; nominal faiz oranlarının ve döviz kurlarının düştüğü ve işsizliğin yükseldiği bir dönem olarak karşımıza çıkmaktadır (BRASH, 1998, s.4). Enflasyon hedeflemesi politikasına geçiş döneminde önce uzun yıllar ortalama %14 seviyelerinde olan enflasyon oranında 1990 yılından sonra istikrar sağlanmış ve enflasyon oranı %1-2 aralığında tutulmuştur. Yeni Zelanda, enflasyon hedeflemesi stratejisinin çok başarılı bir örneğidir. %0-2 olarak belirlenen hedef aralığından yalnızca 1994 ve 1995 yıllarında sapılmıştır. Bu sapmanın nedeni bu yıllarda gerçekleştirilen %5.8 ve %4.3'lük yüksek büyüme oranları ve bunun sonucunda işsizlikte meydana gelen azalmanın (%9.5'ten %8.2 ve %6.3'e) neden olduğu enflasyonist baskı olarak gösterilmektedir (BRASH, 1998, s.4). 1996 yılından sonra %0-3 olarak genişletilen hedef bandın dışına hiç çıkmamıştır. Faiz oranları incelendiğinde enflasyonla birlikte azalma gözlenmektedir. Stratejinin uygulandığı dönem boyunca faizlerde 6 puanlık düşüş sağlamıştır. Son 3 yıl ise %5 düzeyinde istikrarı devam ettirdiği görülmektedir.



Kaynak: Grafik International Financial Statistic ve World Economic Outlook verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

İşsizlik oranlarında ise yine azalma gözlenmektedir. Ekonomide yaşanan pozitif büyüme ile birlikte işsizlik oranı da azalmış ve 2003 yılında %4 olmuştur. Yukarıda da bahsedildiği gibi Yeni Zelanda gelişmiş ülkelerde uygulanan enflasyon hedeflemesinin başarılı bir örneğidir. Choi-Jung-Shambora (2003) tarafından yapılan çalışma, ulaştığımız sonucu destekler niteliktedir. Bu çalışmaya göre enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlandıktan sonra enflasyon oranı ve Reel GSMH artışı dalgalanmasında önemli bir azalma görülmüştür. Sherwin (2000), enflasyon hedeflemesi öncesi Yeni Zelanda'nın sanayileşmiş ülkeler içinde en kötü performansa sahip ülke olduğunu ancak bu strateji ile birlikte çok başarılı bir performans sergilediğini belirtmektedir.

31711. Brezilya'nın Enflasyon Hedeflemesi Performansı

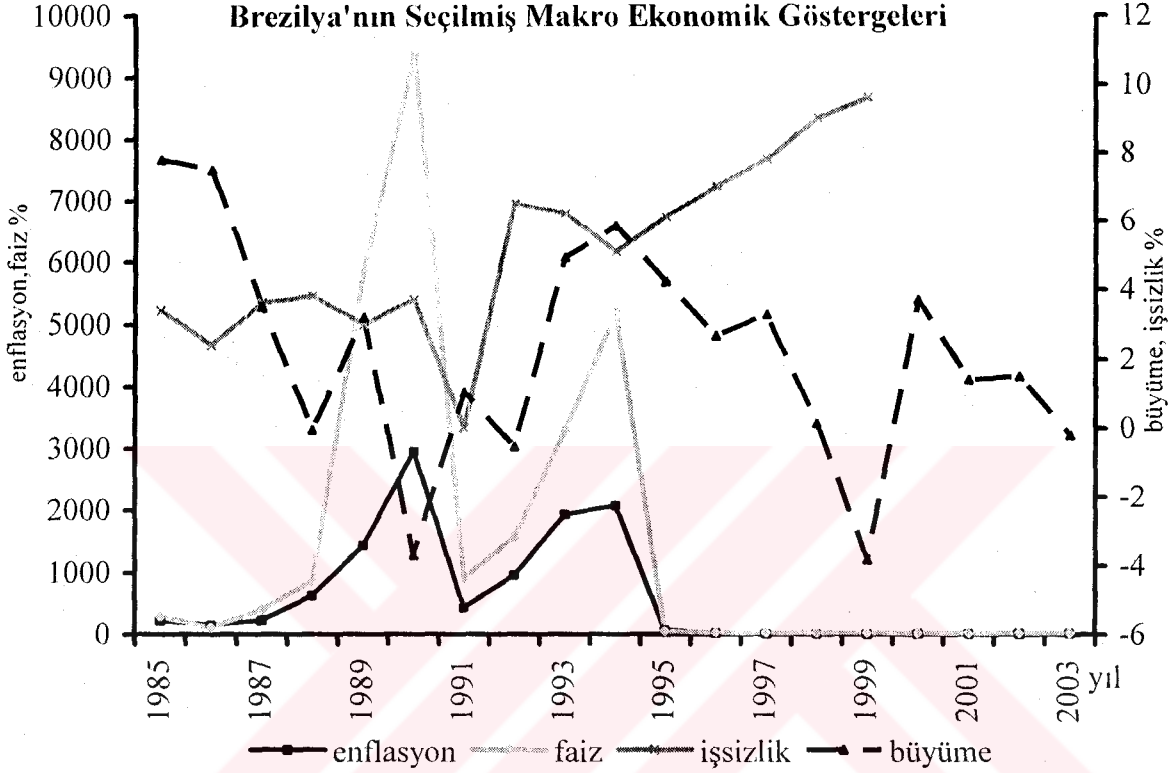
Gelişmekte olan ülkelerde uygulanan enflasyon hedeflemesine örnek olarak seçilen Brezilya'nın durumu ise Grafik 10' da görülmektedir. Brezilya 1994'den Ocak 1999 yılına kadar döviz kuru hedeflemesi uygulamıştır. Aslında enflasyonu düşürme konusunda bu politika oldukça başarılı sayılabilir. Aralık 1990'da %2947.7 olan yıllık enflasyon oranı 1998'de %4'ün altına inmiştir. Ancak Ağustos 1998'de yaşanan krizde etkisiyle realin üzerinde oluşan devalüasyon baskısı bu rejimin sona ermesine neden olmuştur (USTA, 2003, s.40).

Brezilya, döviz kuru stratejisinin yıkılmasında sonra 1999 yılında enflasyon hedefleme stratejisini benimsemiştir. Ancak Brezilya'nın 1999 ve 2000 yılı haricinde enflasyon oranını tolerans sınırları içinde tutamadığı gözlenmektedir. 1999, 2000 ve 2001 yılları için sırasıyla %8, %6 ve %4 olan merkez hedefin etrafında %2 dalgalanmaya izin verilirken 2001 yılında gerçekleşen %6.8'lik enflasyon oranı hedefi aşmıştır. Hedeften sapmanın nedeni, Arjantin krizi ve ABD'ye yapılan terörist saldırı sonucunda döviz kuru üzerinde oluşan baskı ve 2001 yılında ülkede yaşanan elektrik krizi olarak gösterilmektedir (Brazilian National Bank ,2002, s, 1-2). 2002 yılında hedef %3.5 tolerans aralığı \pm %2 olarak belirlenmiş ancak gerçekleşen enflasyon oranı %12.5 olmuştur. Brezilya Merkez Bankası, bu sapmayı Brezilya'nın performansına duyulan güvenin azalmasına ve uluslararası piyasalarda riskten kaçınmanın artmasına bağlamaktadırlar. Bu kısıtlar kamu borç yönetimini zorlaştırarak ve yabancı sermaye akımının hızlı bir şekilde düşürerek iç piyasada karmaşa yaşanmasına neden olmuştur (Brazilian National Bank, 2003, s.1-2).

2003'te ise %4 enflasyon oranı ve \pm %2.5 tolerans aralığı belirlenmiş olmasına karşın gerçekleşen enflasyon oranı 9.3 olmuştur. Meydana gelen %1.8'lik sapmanın nedenleri 2002 yılı ile aynıdır (BRAZILIAN NATIONAL BANK, 2004, s.1-2).

Grafik: 10

Brezilya'nın Seçilmiş Makro Ekonomik Göstergeleri



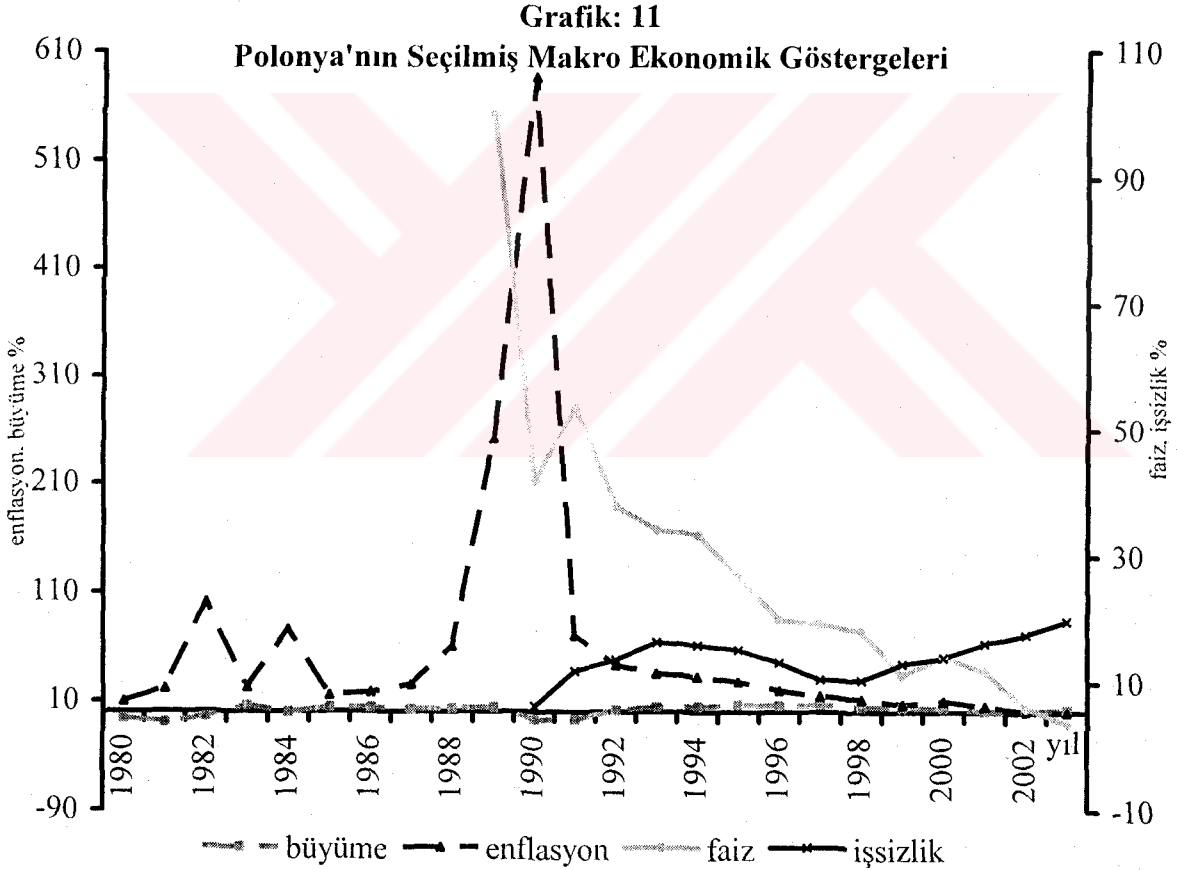
Kaynak: Grafik International Financial Statistic ve World Economic Outlook verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Brezilya'da büyüme oranlarının, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesiyle birlikte yaşanan krizlerinde etkisiyle, düşük olduğu gözlenmektedir. Buna karşın faiz oranları enflasyondaki azalmayla birlikte düşmüştür.

31712. Polonya'nın Enflasyon Hedeflemesi Performansı

Grafik 11 incelendiğinde, Polonya'nın yakın bir tarihe kadar yüksek enflasyon problemiyle karşı karşıya olduğu anlaşılmaktadır. 1990 yılında %585.8 oranına ulaşan enflasyon rakamı bu yılda uygulanmaya başlanan sabit döviz kuru rejimi ile kontrol altına alınabilmiştir. 1991 yılında ise zloty, dolar ve eurodan oluşan bir sepete bağlanmış enflasyon oranı %70.3 olarak gerçekleşmiştir (HORSKA, 2001, s.3). 1999 yılında

enflasyon hedeflemesine geçen Polonya'nın bu tarihten sonraki enflasyon rakamları sürünen pariteler rejiminin uygulandığı dönemle karşılaştırıldığında oldukça düşük gerçekleştiği görülmektedir. Nitekim, 2003 yılında enflasyon oranı %0.8 olarak gerçekleşmiştir. Ancak 2000 yılına gelen kadar Polonya'da enflasyon hedeflemesi sorunlu olmuştur. 1999 yılında hedef aralığı %6.6-7.8 olarak belirlenirken gerçekleşen enflasyon oranı %9.8 olmuştur. 2000 yılında hedef %5.4-6.8 olurken gerçekleşen oran %10 ile hedefin dışında kalmıştır. Bunun 3 nedeni vardır: İlki, kavrama problemidir. Parasal aktarım mekanizmasının işleyişi hakkında tam bilgi sahibi olunmadan enflasyon hedefini gerçekleştirmek zordur. İkincisi ise zamanlama problemidir. Enflasyonun düşürülmesi ve benimsenmesi için yasal çerçevenin oluşturulmasında uygun zamanlama olmamıştır.



Kaynak:Grafik International Financial Statistic ve World Economic Outlook verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Ayrıca makro ekonomik çerçeveyi değiştirmek içinde zamanlama iyi değildir. Üçüncü problem ise dizayn problemidir. 'TÜFE'nin hedef için uygun olup olmadığı da tartışılan bir diğer konudur. Bir diğer önemli unsur ise Merkez Bankasının tek amacının fiyat

istikrarının sağlanması olması gerekliliğidir (POLANSKI, 2000, s.94-95). Merkez Bankası 2000 yılında gelene kadar döviz kurunu kontrol altında tutmaktaydı (POLAND MONETARY POLICY COUNCIL, 1998, s.14).

1999 yılından sonra büyüme oranlarında önceki yıllara nazaran belirgin bir düşüş gözlenmektedir. 2001 yılında %1 olarak gerçekleşen büyüme oranı, 1992 yılından bu yana gerçekleşen en düşük oranıdır. Daha önceki yıllarda ülkeye yabancı sermaye girişini teşvik etmek amacıyla yüksek tutulan faiz oranlarının enflasyon oranının azalmasıyla birlikte düştüğü görülmektedir. İşsizlik oranı açısından bakıldığında ise son yıllarda büyük bir artış gözlenmektedir. Nitekim, 2003 yılında gerçekleşen işsizlik oranı %19.9 ile son 13 yılın en yüksek işsizlik oranı olmuştur.

Polonya enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için gerekli olan merkez bankasının araç bağımsızlığı Merkez Bankasının enflasyon öngörülerini enflasyon raporlarında yayınlaması ve para politikası araçlarıyla enflasyon arasındaki ilişkinin istatistiksel olarak analizi mevcuttur. Ancak para politikasına rehberlik eden istatistiksel modeller geliştirilmelidir (CHRISTOFFERSEN-SLOK-WESCOTT, 2001 s.17). Polonya'nın enflasyon hedeflemesi politikasının başarılı olup olmadığını söylemek için çok erkendir. Bununla birlikte, Polonya'da iki önemli gelişme göze çarpmaktadır. İlki enflasyonun kontrol altına alınabilmesi, ikincisi de büyük bütçe açıklarının kapatılabilmesidir (KADIOĞLU, ÖZDEMİR, YILMAZ, 2000, s.41).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

4. TÜRKİYE'DE UYGULANAN PARA POLİTİKALARI VE NOMİNAL ÇAPA UYGULAMALARI

Bu bölümde, Türkiye'de uygulanan para politikaları ile para politikalarında kullanılan nominal çapalar hakkında ayrıntılı bilgi verilerek, Türkiye için hangi nominal çapanın uygun olabileceği irdelenecektir.

40. Türkiye'de Uygulanan Para Politikaları

Burada 1923'ten günümüze kadar uygulanan para politikaları incelenecektir. İlk kısımda 1986 yılına kadar olan para politikası uygulamaları tek başlık altında incelenecektir. 1986 yılı para politikası açısından bir dönüm noktası olarak görülmektedir. 1986 öncesi sistemde, para arzını kontrol mekanizması, özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapılarını ve harcamalarını doğrudan etkilemeye yönelik olarak işlediği görülmektedir. Kamu finansman gereğinin Merkez Bankası kaynaklarından karşılanması nedeniyle para politikası bütçe politikasına bağımlı olarak yürütülmekteydi. Özel kesimin kredi talebi ise ticari bankalardan ve reeskont sistemi ile karşılanmaktaydı (KESRİYELİ, 1997, s.31).

400. 1986 Öncesi Para Politikası

Cumhuriyet idaresi ilk kurulduğunda parayı yönetecek bir kurum yoktu. Osmanlı Bankası merkez bankası görevini yürütüyordu. Bu yıllara da paranın değerine büyük önem verilmiş ve bir prestij göstergesi olarak sayılmıştır. 1930'lu yıllara kadar para arzının hiç değişmeden kaldığı söylenebilir. Hükümet para basarak finansmandan ısrarla kaçınmıştır (ŞAHİN, 2002, s.47-48).

Bu yıllarda ekonomideki istikrarlı gidiş nedeniyle paranın değerinde bir oynamaya gidilmemiştir. 1925-1929 yılları arasında yıllık ortalama fiyatlar %3,3, GSMH %6,6, para arzı da ufak para şeklinde %1,2 oranında artmıştır. Ancak 1923-1930 döneminde reel para arzındaki artış ekonominin ihtiyaçlarını karşılayacak düzeyde değildi. Bu sırada paranın dış değeri büyük bir istikrar göstermiştir (PARASIZ, 1998a, s.352). Ne var ki, bu istikrar 1929 bunalımına bağlı olarak bozulmuştur. Bu gelişmeler nedeniyle 25 Şubat 1930 tarihli ve 1567 sayılı kanunla döviz, hisse senedi ve tahvil alım ve satımı ve yurt dışına ihracının kısıtlanması ve Türk parasının kıymetinin korunması hakkında köklü tedbirler alınmıştır. Bir merkez bankasının kurulması fikride bu kanunla birlikte ortaya atılmış ve geliştirilmiştir (ÖZYURT, 2003, s.288). Bunu takiben alınan önlemler kapsamında 11 Haziran 1930 tarih ve 1715 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası yasası çıkarılmıştır. Bu yasayla bankaya verilen görevler;

- iskonto oranını saptamak ve paranın dolaşımını düzenlemek,
- hazine işlemlerini itfa etmek,
- hükümetle birlikte evrak-ı nakdiyenin istikrarına yönelik tüm önlemleri almak şeklinde özetlenebilir.

3 Ekim 1931'de Merkez Bankası fiilen çalışmaya başlamıştır. Bu dönemde paranın değerine çok önem verilmiş, istikrarlı tutulması amaçlanmış ve hükümetin enflasyon korkusu nedeniyle başlangıçta bankanın emisyon rejimini çok sıkı esaslara bağlanmıştır. Ayrıca bu dönemde TCMB'nin ihraç mekanizmasının para miktarını ülkenin ihtiyaçlarına göre ayarlayacak esnekliğe sahip değildi. Bu nedenle uygulanan sıkı para politikası iç talebin daralmasına neden olmuştur. Daha sonra 1715 sayılı yasada yapılan değişiklikle emisyon olanakları arttırılmıştır (PARASIZ, 1998b, s.27-35).

1930-1938 devletçilik dönemi olarak karşımıza çıkmaktadır. Özellikle 1933-1938 yılları arasında para arzında devlete düşen payın arttırılması gerekmiştir. Bu dönemde emisyon hacmi %31.1'lik bir artış gösterirken, Merkez Bankası bir taraftan reeskonta başvuran bankaları reeskont oranıyla kontrol etmeye çalışmış, öte yandan devlet sektörüne kredi açmış, özel amaçlı ulusal bankaların Hazine garantisini haiz bono cüzdanlarını reeskonta kabul etmiştir. Böylece kamu kesiminin Merkez Bankası kredilerindeki ağırlığı giderek artmıştır.

Bu dönemin en belirgin özelliği, Cumhuriyet Hükümetleri'nin bütçe açıklarından ve para arzındaki genişlemelerden dikkatle kaçınmalarıdır (PARASIZ, 1998a, s.353).

1939-1945 döneminde ise sıkı para politikası kısmen terk edilmiştir. II. Dünya Savaşı'nın başlaması ile birlikte savunma harcamalarında meydana gelen artışın getirilen yeni vergiler ve mevcut vergi oranlarının artırılmasıyla karşılanamaması nedeniyle Hükümet, daha yoğun bir şekilde iç borçlanmaya gitmiştir. Nitekim, 1934-1938 döneminde alınan borçların toplam bütçe gelirlerine oranı yaklaşık %9.4 iken, oran 1939-1941 döneminde %38.9'a yükselmiştir. Yine bu oran 1942 sonrasında %10 indirilebilmiştir.

Diğer taraftan hükümet harcamalarını karşılamak için TCMB kaynakların sık sık başvurulmuş ve 1938 yılına kadar son derece istikrarlı seyreden emisyon hacmi ve para arzı 1939'dan sonra baş döndürücü bir artışla yükselmiştir. Emisyon hacmi 1938'de 240 milyon TL iken, 1945'de 1051 milyon TL'ye yükselmiştir. 1938-1945 döneminde meydana gelen bu artış %438 gibi bir orana tekabül etmektedir. Toplam para arzı ise aynı yıllar arasında 441 milyon TL'den 1467 milyon TL'ye yükselmiştir.

Sıkı para politikası ile paranın değerini istikrarlı tutmayı ilke edinmiş olan hükümet, bu amaçlarından uzaklaşmak zorunda kalmıştır. Ülke içindeki fiyatların Türkiye'nin ticari partnerlerindeki fiyatlardan daha hızlı artması nedeniyle TL'nin konvertibl paralar karşısındaki piyasa değeri düşmüş, fakat ulusal paranın resmi değeri savaş öncesi saptanan 1 dolar = 1.29 TL seviyesinde tutulmuştur (ŞAHİN, 2002, s.90-91). 7 Eylül 1946 tarihinde ise TL dolar karşısında devalüe edilerek 1 dolar = 280 kuruş olarak değiştirilmiştir. Bu dönemde banka faiz oranlarında ve Merkez Bankası reeskont oranlarında değişiklik olmamış, mevduat munzam karşılıklarının kamu kesiminin finansmanında kullanılması sürdürülmüştür (PARASIZ, 1998a, s.356).

1950-1960 döneminde savaş dönemi dışında uygulanan sıkı ara politikası ve denk bütçe politikasının terk edilmiş ve genişlemeci para ve maliye politikaları izlenmiştir. Hükümet değişikliği ile birlikte gelen yeni hükümet o dönemde tüm dünyada geniş uygulama alanı bulan Keynesgil politikaları benimsemiştir. Bu doğrultuda her ne pahasına olursa olsun ekonomik kalkınma felsefesi benimsenmiş ve toplam talebi artırıcı politikalarla bu amaca

ulaşılmaya çalışılmıştır. Bu gelişmelere paralel olarak fiyat istikrarı bir amaç olmaktan çıkarılmıştır (PARASIZ, 1998b, s.76). 1950'den sonra devletin alt yapı yatırımları ile ilgili harcamaları, KİT'lerin işletme zararları ve tarımsal ürünler destekleme alımları yükselmiştir. KİT'lerin işletme zararlarının bir kısmı devlet bütçesinden ödenmiş, bir kısmı doğrudan TCMB kredileri ile karşılanmıştır. TMO'nun karşılaştığı zararlar TCMB kaynakları ile karşılanmıştır (ŞAHİN, 2002, s.124). 1950'den başlayarak emisyonu etkileyen en önemli etken Merkez Bankası kredileri olmuş, kredilerin emisyon üzerindeki baskısı, emisyonu kısıcıcı diğer etmenlerle giderilmiştir. Merkez Bankası kredileri içinde özel kesime verilen kredilerin payı giderek artmış, kamu sektörüne verilen kredilerde ise TMO'nun payı artış göstermiştir. 1950-1953 döneminde yıllık emisyon artış hızı ortalama %12 olmuştur. Bu dönemde para arzındaki artışa rağmen, tarımdaki olumlu konjonktürün etkisiyle tarım ürünlerinde; ekonomideki liberalleşme eğilimleri nedeniyle, ithalattaki artışlar fiyatların yükselmesine engel olmuştur. Böylece enflasyonist bir gelişme yaşanmamıştır. Nitekim, 1950-1953 döneminde toplam para arzı yılda ortalama %16.5; reel GSMH ise %11.3 oranında artmıştır (ÖZYURT, 2003, s.291).

1951 yılında reeskont oranı %4'ten %3'e, bankaların ödünç verme işlemlerinde uyguladıkları faiz oranı %8.5'ten %7'ye, mevduata ödeyecekleri en fazla faiz oranı %4.5'ten %2.5'e düşürülmüştür. Üç aydan fazla vadeli mevduata uygulanan faiz ise %2.75 ile %4 arasında değişmiştir (PARASIZ, 1998a, s.357).

Para politikasının önemli bir aracı olan faiz oranlarına genel olarak bakıldığında, Türkiye'de 1952-1959 yılları arasında istikrarlı kaldığı ve özellikle 1955-1959 döneminde oldukça düşük bir bant içerisinde seyrettiği görülmektedir. Uzun vadeli hazine bono ve tahvillerinin faiz oranı A serilerinde %6.04-%5.56; B serisinde %5.94-%5.46 arasında seyretmiştir. Tablo 9'de de görüldüğü üzere uzun vadeli mevduat faiz oranları %4 olarak sürdürülmüştür. 1950'li yıllarda faiz oranlarının yapısı üzerinde sıkı bir kontrol izlenen para politikasının önemli bir çizgisi olmuştur. Genel olarak faiz oranlarının tavanı piyasa faiz oranlarının altında tutulmuştur. Böylece enflasyonist baskıların hafifleyeceği beklenmekteydi. Diğer bir deyişle 1950'li yıllarda mevduat faiz oranı ve kredi faiz oranı enflasyon oranının altında tutularak negatif reel faiz oranı politikası uygulanmıştır (PARASIZ, 1998b, s.113).

Tablo: 9
1950-1960 Döneminde Uzun Vadeli Mevduat, Kısa Vadeli Kredi Faiz ve Enflasyon Oranları

Yıllar	Uzun Vadeli Mevduat Faiz Oranı (Yıllık) %	Kısa Vadeli Kredi Faiz Oranı (Yıllık) %	Enflasyon Oranı %
1950	6,5	8,5	-
1951	4,0	7,0	6,2
1952	4,0	7,0	1,3
1953	4,0	7,0	2,9
1954	4,0	7,0	10,3
1955	4,0	7,0	7,6
1956	4,0	7,0	16,5
1957	4,0	7,0	18,2
1958	4,0	7,0	15,4
1959	4,0	7,0	19,8
1960	6,5	12,0	4,4

Kaynak: PARASIZ, 1998b, s.114

1954-1958 döneminde GSMH artışı yavaşlamış buna karşın, para arzı artışı yavaşlamasına rağmen devam etmiştir. 1954-1957 döneminde yıllık ortalama GSMH'daki artış %4 olurken, aynı dönemde toplam para arzındaki yıllık ortalama artış %30.2 olarak gerçekleşmiştir. Buna paralel olarak, 1954-1957 döneminde enflasyon oranındaki yıllık ortalama artış ise %13.4 olmuştur. Tablo 10'ye bakıldığında para arzı artışı ile fiyatlar seviyesindeki artış arasında doğru yönlü bir ilişkinin olduğu görülmektedir. Buradan Türkiye'de 1954-1959 döneminde yaşanan enflasyonla bu dönemde ortaya çıkan parasal genişlemenin sıkı bir ilişkisi olduğu söylenebilir. 1954'den sonra ithalattaki daralmaya ve GSMH büyüme oranındaki düşmeye rağmen para arzındaki genişleme devam edince enflasyonist baskı yükselmiştir (ŞAHİN, 2002, s.126-127).

Tablo: 10
1949-1960 Döneminde Para Arzında, Banka Kredilerinde ve GSMH'da Gelişmeler

Dönemler	(1)	(2)	(3)=(1+2)	(4)	(5)	(6)
1949-1950	873.5	628.5	1502	1185	-	-
1950-1953	1107	1138	2245	2282	16.5	11.3
1954-1957	2111	2843	4954	5777	30.2	4
1958-1960	3429	5030	8459	9296	23.6	4

*(1), (2), (3), (4) yıllık ortalama milyon TL.

(1) tedavüldeki para(asli para) miktarı.

(2) Kaydi para(vadesiz tasarruf mevduatı, vadesiz ticari mevduat, TCMB'deki vadesiz serbest mevduat) miktarı.

(3) Toplam para arzı.

(4) Toplam banka kredileri.

(5) Toplam para arzında yıllık ortalama % artış.

(6) GSMH(1968 alıcı fiyatlar ile) yıllık ortalama % artışı.

Kaynak: Şahin, 2002, s.127

Bu gelişmeler karşısında hükümetin uyguladığı para politikası ise şöyle olmuştur:

-1955 yılında reeskont oranları yükseltilmiştir.

-1956'da kredi tavanı oluşturularak para ve kredi hacmi dondurulmuştur.

-Milli Koruma Kanunu yeniden yürürlüğe konmuş, bu yolla karlar ve fiyat artış oranları kontrol edilmiştir.

-Para arzı geniş ölçüde arttırılmıştır. Bu durum reeskont politikasının etkisiz kalmasına neden olmuştur (ÖZYURT, 2003, s.292).

4000. 1958 İstikrar Programı

Bütün bu gelişmeler sonucunda 4 Ağustos 1958 tarihinde IMF tipi ortodoks istikrar programı yürürlüğe konulmuştur. Bu programda para politikasına ilişkin olarak alınan önlemler şu şekilde özetlenebilir:

-Merkez Bankasının açmış olduğu kredilere tavan konulmuştur. Kamu sektörüne açılan krediler 400 milyon TL'yi aşmayacağı ve bu kredilerin tahsisinin sınırlandırılması öngörülmüştür. Bu kanunla KİT açıklarının MB kaynaklarından yararlanarak kapatılmasının önüne geçilmeye çalışılmıştır.

-Banka Kredilerini Tanzim Komitesi bankaların plasmanlarının toplamını 9232 milyon TL. düzeyinde dondurmıştır. Bu kararların bir uzantısı olarak sıkı para politikası izlenmeye başlanmıştır.

-Döviz kuru ile ilgili olarak ise yüksek oranlı fiili devalüasyon yapılmıştır. Döviz kuru 1 dolar = 2.81 TL. iken 1 dolar = 9 TL. olarak yeniden ayarlanmıştır.

4 Ağustos Kararları'nda şok (Soğuk Hindi) strateji benimsenmiştir.¹⁵ Programın nominal çapası olarak para arzı, kredi hacmi ve faiz oranları gösterilebilir. Diğer bir deyişle çoklu çapa söz konusudur (PARASIZ, 1998b, s.119-121).

Program büyük ölçüde başarılı olmuştur. Nitekim, 1958 yılında enflasyon %15.1 olurken 1959'da %19.5 ve 1960'da ise %5.3 olarak gerçekleşmiştir. Ancak, hükümetin seçim ekonomisi uygulamaları nedeniyle gevşeyen ekonomi 1960 ihtilalinin ardından

¹⁵ Şok politika ya da Soğuk Hindi(Cold Turkey): Şok strateji enflasyon oranını hızla düşürmeyi amaçlayan politikalar. Bu strateji para arzı büyümesinde anında büyük bir kesintiyle başlamaktadır. Büyük bir ekonomik gerilemeye neden olan bu strateji, enflasyonda hızlı bir düşüş sağlamaktadır. (DORNBUSCH-FISCHER, 1998, s.553)

Ağustos 1960'daki önlemlerle tekrar kontrol altına alınmaya çalışılmıştır. Bu çerçevede, 1 dolar = 6.20 TL. olan resmi döviz kuru 1 dolar = 9 TL'ye yükseltilmiştir, böylece, 1958'deki fiili devalüasyon resmi hale getirilmiştir. İhtilal dönemi hükümetleri de Mart 1963'de planlı dönemin başlamasına kadar, 1958 istikrar programında yer alan enflasyonu düşürmeye yönelik daraltıcı önlemleri uygulamaya devam etmiştir (GÜNAL, 2001, s.56).

4001. Kontrollü Para Politikası Dönemi(1960-1970)

27 Mayıs 1960 tarihinde yapılan devrimle birlikte Demokrat Parti iktidarına son verilirken uyguladığı ekonomi politikaları da sonlandırılmıştır. Bu tarihten itibaren kontrollü bir para politikası uygulanmaya başlanmıştır. Öncelikle para ve kredi hacmindeki aşırı genişlemeye son verilmiştir. 4 Ağustos 1958 istikrar tedbirleri 22 Ağustos 1960'da hukuken tamamlanmıştır.

1960 yılında para arzını kısıcı, emisyonun ve mevduatın kredi yaratma etkisini azaltıcı önlemler alınmıştır. Bu kapsamda zorunlu karşılık oranlarında vadeli mevduat için %10-%35 aralığı belirlenirken, vadesiz mevduatta bu aralık %20-%45 olmuştur. Reeskont oranları yükseltilmiştir. Ancak 1960-1962 yılında yaşanan durgunluk nedeniyle faiz oranları düşürülerek para arzı ve kredi hacmi genişletilmiştir. 1960 yılında kurulan Devlet Planlama Teşkilatı (DPT) 1962 yılı için hazırladığı geçici planda; reeskont kredi limitlerinin genişletilmesi ve reeskont oranlarının düşürülmesi, Merkez Bankası'nda gerekli düzenlemeler yapılarak bankaların likiditelerinin kredi genişlemesinde kullanılması imkanının sağlanması, krediler üzerinde sınırlamalar kaldırılarak munzam (zorunlu) karşılık mekanizması kurulması ve bunun idaresinin Amortisman ve Kredi Sandığı'ndan alınarak TCMB'na verilmesi öngörülmüştür (ÖZYURT, 2003, s.294).

1960'lı yıllarda uygulanan para politikasını incelerken para arzının büyük ölçüde kamu otoriteleri davranışları tarafından kontrol edilen ve belirlenen dışsal bir değişken durumunda olduğu görülmektedir. Böyle bir ortamda 1963-1967 dönemini kapsayan Birinci Beş Yıllık Kalkınma Planı (BBKP) hazırlanarak planlı döneme geçilmiştir. BBKP'da para politikasının amaçları plan hedeflerine uygun olarak belirlenmeye çalışılmıştır. Para arzı artışı oldukça ölçülü bir düzeyde tutulurken kamu teşebbüslerinin finansmanı hammadde ve mahsül alımları için yapılması şeklinde sınırlandırılmıştır. 1964

yılında meydana gelen deflasyonist baskılar nedeniyle ekonominin yeniden canlanmasını sağlamak amacıyla mevduat karşılık oranları düşürülmüştür. 1963-1967 yılları arasında amaçlandığı gibi emisyonun yıllık ortalama artışı %13.7, reel GSMH'nin yıllık ortalama artış oranı %6.5 ve toptan eşyanın yıllık ortalama artış oranı %5.2 hedefleri ile fiyat istikrarı sağlanmış ve istenen amaçlar gerçekleştirilmiştir. 1968-1970 dönemini kapsayan İkinci Beş Yıllık Kalkınma (İBYKP) Planında para politikasının makro ekonomik amacının fiyat istikrarı ile makro ekonomik gelişmeyi sağlamak olduğu belirtilmiştir. Birincisinden farklı olarak bu planda para arz ve talebi için hedefler yer almıştır. GSMH 1969'da %4.5 ve 1970'de %4.8 oranında büyümüştür (PARASIZ, 1998a, s.360).

İBYKP döneminden itibaren Merkez Bankası'nın hükümete açtığı krediler büyümeye başlamış, enflasyondaki artış hızlanmış, TL aşırı değerlenmiş ve ülke dış borç ödemede zorlanır hale gelmiştir. 1970 Ağustos'unda gerekli önlemler ancak alınabilmiş, kur %66 oranında devalüe edilerek 1 dolar = 15 TL'ye yükseltilmiştir. Daha önceki devalüasyon uygulamalarında olduğu gibi istikrar programı ve yapısal uyum içermeyen 1970 devalüasyonu, yine de krizi belli ölçüde önlemiştir (GÜNAL, 2001, s.57). İhracatın ve işçi dövizlerinin büyük ölçüde artması sonucu 1971 ve 1972'de cari işlemler dengesi fazla kaydetmiştir. 1970 kararlarının en önemlisi TCMB'na özerklik tanıyan kanun değişikliğidir. Buna göre Banka Kredilerini Tanzim Komitesi feshedilmiş ve görevleri TCMB'na devredilmiştir. Böylece zorunlu karşılık oranlarını belirleme yetkisi Merkez Bankasına geçmiştir (KEYDER, 1998, s.54). Yine bu kanunla orta vadeli kredi imkanı tanınmış, bankalar tarafından sunulacak, vadelerine en çok beş yıl kalmış senetlerin de reeskonta ve avansa kabul edilmesi öngörülmüş, para arzını ve ekonominin likiditesini düzenlemek amacıyla açık piyasa işlemleri yapabilmesi sağlanmıştır (ÖZYURT, 2003, s.298). Diğer taraftan para politikasına ilişkin olarak mevduat ve kredi faiz oranları yükseltilmiş, reeskont oranları %7.5'den %9'a çıkarılmış ve selektif kredi politikası başlatılarak TCMB'da selektif kredi fonu oluşturulmuştur (PARASIZ, 1998a, s.361).

4002. 1970-1980 Dönemi

1973-1977 yıllarını kapsayan dönemde Üçüncü Beş Yıllık Kalkınma Planı (ÜBYKP) döneminde yaklaşık %7'lik bir büyüme yaşanmıştır. Ancak bunun maliyeti yıllık ortalama %20'ye ulaşan enflasyon oranı olmuştur. 1973 yılında yaşanan petrol krizi ve buna bağlı

olarak ortaya çıkan stagflasyon eğilimleri, 1974 Kıbrıs harekatı ve bu nedenle Türkiye'ye uygulana ambargo gibi iç ve dış siyasi ekonomik olaylar nedeniyle ÜBYKP hedefine ulaşamamıştır. 1977'den itibaren ekonomi iyice yavaşlamıştır. 1970'lerin ikinci yarısında Türkiye, yüksek enflasyon, dış borç çıkmazı ve döviz darboğazının yaşandığı bir ülke haline gelmiştir (GÜNAL, 2001, s.57-58). Bu dönemde Merkez Bankası kaynakları yoğun biçimde kullanılmış, Hazineye ve KİT'lere açılan krediler sürekli biçimde artmıştır. 1970'li yılların ikinci yarısında para tabanı ve para arzını genişleten ve enflasyon baskısını arttıran bir gelişme de Döviz Çevrilebilir Mevduat (DÇM) hesabındaki büyüme olmuştur. Artan döviz sıkıntısı karşısında 1975'da tekrar uygulamaya konulan DÇM hesapları 1976'da parasal tabanın %30'una ulaşmıştır (ŞAHİN, 2002, s.166).

1970-1980 döneminde Merkez Bankası emisyon artışını sınırlandırmak amacıyla mevduat ve kredi faiz oranlarını yükseltmiş, faiz farkı ödeme oranlarını yeniden düzenlemiş, mevduat zorunlu karşılıkların cezai faiz oranları yükseltilmiş ve reeskont ve avans işlemlerinde uygulanan faiz oranları farklı düzeylerde arttırılmıştır.

Daraltıcı para ve kredi politikalarına rağmen, 1979 sonunda TCMB dolaysız kredilerinde önemli gelişmeler görülmüş; 1980 yılında bu krediler %71 oranında artmıştır. Hazine'ye açılan krediler %105.7; mevduatlar %78.4, krediler ise %66.6 oranında büyümüştür (ÖZYURT, 2003, s.300).

4003. 24 Ocak 1980 Kararları

24 Ocak Kararları'nı gerektiren nedenler; enflasyon, petrol ve enerji yetersizliği, ithalat tıkanıklıkları, iç ve dış finansman sıkıntısı, düşük kapasite kullanımı, ihracat durgunluğu, yurtiçi tasarruflardaki azalma, dış borç ve özellikle kısa dönem dış borç yükünün ağırlaşması ve yüksek işsizlik oranı şeklinde özetlenebilir (KEYDER, 1998, s.142-143). Burada 24 Ocak kararlarının sadece para politikasını ilgilendiren kısımlarına yer verilecektir.

24 Ocak Kararlarının temel amacı para ve kambiyo piyasalarında yıllarca süren çift fiyat uygulamalarına son vermek ve fiyatların serbest piyasa koşullarına göre oluşmasını sağlamaktır (PARASIZ, 1998a, s.369-370). 24 Ocak kararlarının ana ilkelerinde dikkati

çeken ilk önemli nokta enflasyonun kontrol altına alınmasının öncelikli amaç olarak belirlenmesi ve büyüme amacının ikincil amaç olarak gösterilmesidir. Diğer taraftan enflasyonun kontrol altına alınabilmesi için para ve kredi politikası titizlikle sürdürülmesi, kamu finansman açığının zamanla ortadan kaldırılması ve Hazine'nin Merkez Bankasından borçlanması yakından izlenmesi kararlaştırılmıştır. 24 Ocak'ta alınan ihracatın hızla artırılması için diğer önlemlerin yanı sıra gerçekçi ve esnek bir döviz kuru politikası izlenmesi ve tasarrufların artırılması ve mali kurumlar aracılığıyla yönlendirilmesi için reel bir faiz politikasının izlenmesi önemli kararlar arasında yer almaktadır.

24 Ocak 1980'den itibaren bütün 1980'li yıllar boyunca önce reel döviz kurunu düşürmek daha sonra da düşürülmüş reel döviz kurunu sürdürmek amacıyla nominal döviz kuru sürekli olarak ayarlanmıştır. Döviz kuruyla birlikte faiz oranı da sürekli baskı altında olduğundan nominal çapa olarak nominal para arzı belirlenmiş ve nominal para arzının artış oranı azaltılmaya çalışılmıştır. Özellikle de hızlı fiyat artışlarıyla değeri düşürülen reel para stokunun değeri muhafaza edilmeye çalışılmıştır.

24 Ocak 1980'de para politikasına ilişkin olarak alınan diğer kararlar şu şekilde sıralanabilir:

-24.1.1980 tarih ve 8/174 sayılı kararla bankaların kredilere uyguladıkları en yüksek faiz oranlarında değişiklik yapılmıştır. Bazı ihtisas kredilerinin faiz oranları iki puan artırılırken, ihtisas dışı kredilerdeki artış kısa vadelielerde 5 puan, orta ve uzun vadelielerde 2 puan olarak belirlenmiştir.

-4.6.1980 tarih ve 8/090 sayılı kararla 1.7.1980 tarihinden itibaren kredi faizleriyle tasarruf mevduat faizleri serbest bırakılmıştır. Kararda yer alan diğer hususlar şöyledir:

i. Bankalarla borç alanlar ya da bankalarla mudiler arasında saptanacak faiz oranlarına T. Bankalar Birliği'nin kararıyla herhangi bir kısıtlama getirilmeyecektir.

ii. Bankalar hamiline yazılı mevduat sertifikası çıkarabileceklerdir.

iii. Yurt dışındaki Türk işçilerin gönderdikleri dövizlerin kesin satışı yoluyla açılacak tasarruf mevduatına 5 puan fazla faiz uygulanacaktır.

vi. Bankalar zaman zaman kredi müşterilerine uyguladıkları blokajlarına bundan böyle başvurmayacaklardır.

v. TCMB'ca mevduat munzam karşılıklarına verilen yıllık faiz oranları arttırılacaktır (PARASIZ, 2002a, s.333-339).

24 Ocak Kararları'nı takiben alınan en önemli kararlardan birisi de faiz hadlerinin serbest bırakılması ve reel faiz uygulanması hususunda olmuştur. Sıkı para politikası faiz hadlerini yükseltilmesinde ve pozitif reel faize geçilmesinde etkili olmuştur. 1 Temmuz 1980'den itibaren faiz oranları bir süre serbest bırakılmıştır. Bankaların kredi ve vadeli mevduat faizlerini belirlemeleri istenmiş ancak serbestlik sürdürülememiştir ve Temmuz 1983'de sistem yeniden düzenlenerek bankalar sıkı denetim altına alınmıştır. Aralık 1983 kararlarını takiben mevduat faiz hadlerini denetimi ve uygulanacak tavan faiz hadleri konusunda TCMB yetkili kılınmıştır. Temmuz 1987'de tekrar bir serbestleşme girişimi olmuş ancak spekülasyon faaliyetlerin yoğunlaşması üzerine tekrar güdümlü sisteme dönmüştür (ŞAHİN, 2002, s.195).

24 Ocak Kararları uzun dönemli bir program olmakla birlikte kısa dönemli hedefleri bulunmaktadır. Kısa dönemdeki uygulama sonuçlarına bakıldığında;

-24 Ocak Kararları'ndan sonra 1980'lerde gerçekçi kur döviz kuru ve faiz politikası uygulanmıştır. Gerçekçi ve esnek döviz kuru politikası bir ölçüde ihracatı teşvik etmede ve ithalatı azaltmada etkili olmuştur. Tasarrufları artırarak yatırım imkanlarını genişletmek ve enflasyonu düşürmek amacıyla uygulanan serbest faiz politikası ise, ilk yıllarda enflasyonun önlenmesinde belli ölçüde başarılı olmuşsa da daha sonra banker krizi nedeniyle faizlerin yeniden kontrol altına alınmasıyla sonuçlanmıştır (GÜNAL, 2001, s.59).

-İzlenen para politikası sonucunda, enflasyon oranı 1981'de %36.8, 1982'de ise %25.3 olmuştur. 1980 yılında ise enflasyon oranı %107 dolaylarında idi. Fakat diğer taraftan bireylerin satın alma gücü gerilemiş; işsizlik oranının artmıştır.

-1980'den itibaren TCMB kredilerinde reel bir azalma görülürken, ihracat kredilerinde reel artış olmuştur.

-Nitekim, tedbirlerin GSMH üzerindeki etkileri 1981 yılından itibaren görülmeye başlanmıştır. Reel GSMH 1982'de %4.8; 1982'de %3.1 ve 1983'de ise %4.2 oranında artış göstermiştir.

-Ödemeler dengesi açıklarının makul düzeye indirilmesi ve enflasyon hızının düşürülmesi hedefine tam olarak ulaşamamıştır. Hatta Tablo 14'den de görüldüğü gibi 1983 yılından itibaren enflasyon oranı yeniden artarak TEFE 1983'de %40.1'e, 1984'de ise %53.5'ye yükselmiştir.

-Fiyatlardaki yükselme reel faiz politikasını etkisizleştirmiştir.

-KDV uygulaması ile vergi gelirleri artırılarak, konsolide bütçe açığının azaltılmasının yanında, kur politikası ile uyumlu hale getirilmesi sonucu enflasyonun düşürülmesinde kısmen başarılı olunmuştur (ÖZYURT, 2003, s.303-304). Tablo 14'da 1980 sonrasında temel makro ekonomik göstergelerde meydana gelen değişimler özetlenmektedir.

Tablo:11
Temel Ekonomik Göstergeler(1980-1986)

Yıl	Mevduat Faizi(yıllık)	Döviz Kuru \$ (yıl sonu alış)	Enflasyon TEFE	GSMH Büyüme Oranı(%)	İhracat Milyon \$	İthalat Milyon \$	Dış Ticaret Dengesi Milyon \$
1980	33,0	89,25	107,2	-2,8	2,910	7,513	-4,603
1981	-	132,30	25,6	4,8	4,703	8,567	-3,864
1982	-	184,90	25,4	3,1	5,890	8,518	-2,628
1983	45,0	280,00	40,1	4,2	5,905	8,895	-2,990
1984	45,0	442,50	53,5	7,1	7,389	10,331	-2,942
1985	55,0	574,00	38,2	4,3	8,255	11,230	-2,975
1986	48,0	755,90	24,5	6,8	7,583	10,664	-3,081

Kaynak:GÜNAL, 2001, s.60

401.1986-1990 Dönemi Para Politikası

Daha önce de bahsedildiği gibi 1986 yılı, para politikası uygulaması açısından geçiş döneminin bir başlangıcı olmuştur. Bu geçiş döneminin özelliği, özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapısına doğrudan müdahale ile şekillenen para politikası yerine, toplam rezervlerin kontrolüne dayanan para ve kredi politikasının uygulanmaya başlaması olmuştur.

1986 öncesi sistemde para arzını kontrol mekanizması, özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapılarını ve harcamalarını doğrudan etkileyerek, özel sektörün kredi ve devletin borçlanma taleplerini kontrol etmeye yönelik olarak işlemekteydi. Kamu finansman gereğinin Merkez Bankası kaynaklarından karşılanması, para politikasını bütçe politikasına bağımlı kılmaktaydı. Özel kesimin kredi talebi, ticari bankalardan, öncelikli kredi talebi ise otomatik reeskont sistemi ile karşılanmaktaydı. Ancak, faizlerin esnek olmadığı böyle bir yapıda, para arzının artışı büyük ölçüde toplam kredi talebine bağlı kalmaktaydı.

1986 yılında benimsenen yeni sistemde Merkez Bankası, ticari bankaların Türk lirası cinsinden rezervlerini kontrol ederek, hem faiz politikasının etkinliğini arttıracak, hem de

bankaların pasiflerinin kontrolü ile eş anlamlı olan para arzı kontrolü uygulamasına olanak bulacaktı (KESRİYELİ, 1997, s.8-9).

Toplam rezervlerin kontrolü yoluyla, toplam para ve kredi arzını yönlendirebilmek için, kurumsal alanda bir dizi düzenlemeler gerçekleştirilmiştir. Bu amaçla, kamu açıklarının doğrudan doğruya Merkez Bankası kaynaklarından karşılanmaması için Hazine'nin ihaleli bono ve tahvil satışı sistemine Mayıs 1985 yılında geçilmiştir (KEPENEK-YENTÜRK, 2003, s.234). Ayrıca ticari bankaların munzam karşılık ve disponibilitate yükümlülüklerini yerine getirebilmeleri için 1986 yılında ek düzenlemeler getirilmiştir.

Bu düzenlemeler şunlardır;

-Nisan 1985'ten itibaren aylık yerine haftalık karşılık uygulamasına geçilmiş ve tesis etme süresi dört haftadan iki haftaya indirilmiştir.

-1 Ocak 1986 tarihinde yürürlüğe giren tebliğ ile mevduat bankalarının Merkez Bankası'nda bulundukları munzam karşılıklara faiz verilmesi durdurulmuştur.

-1 Mart 1986 tarihli tebliğ ile munzam karşılık oranı %15'e düşürülmüş ve böylece Merkez Bankası bilançosundaki hareketler yoluyla para arzının kontrolü daha da kolaylaşmıştır.

-Nakit ve benzeri varlıklarla ilgili olarak, 1 Ocak 1986 tarihinde yürürlüğe giren ve disponibl değerlerin aylık bazda yönetimini düzenleyen tebliğ, 6 Eylül 1986 tarihinde yürürlüğe giren tebliğ ile bu düzenlemeyi haftalık bazda olacak şekilde değiştirmiştir.

Bu düzenlemelerle mevduat bankaları rezervlerinin yakından izlenmesi sağlanmış, böylece bu rezervlerin açık piyasa işlemleriyle yönetilmesi için ilk adım atılmış olmaktadır. Diğer taraftan, Merkez Bankası, orta vadeli reeskont politikasını orta vadeli reeskont kredileri ile sınırlandırarak, otomatik rezerv sağlama olanağını ortadan kaldırmıştır. Nisan 1986'dan başlayarak uygulamaya konulan İnterbank Piyasası rezerv yönetimini kolaylaştırmış, ayrıca Merkez Bankası'nın bu piyasayı rezerv ve işlem hacmi olarak izlemesine ve para politikasını yönlendirmede gerekli sinyalleri almasına imkan tanımıştır (PARASIZ, 1998a, s.380-381).

Açık piyasa işlemlerinin devreye sokulması ve bankalararası para piyasasının işlemeye başlaması ile, parasal kontrol mekanizmalarının rezerv para kontrolünü tamamlayıcı yönde gelişmesi sağlanmış ve böylece bankaların likit rezervlerinin kontrolünde Merkez Bankası'nın münzam karşılıklar ve disponibl değerler dışında ek kontrol araçları geliştirmesine yardımcı olmuştur.

Yıllık programdaki hedefler ve yeni para politikası çerçevesinde, para arzı ve parasal büyüklüklerin 1986 yılı içerisindeki gelişimlerini takip etmek amacıyla ilk kez bir parasal program oluşturulmuştur. Programda izlenecek parasal büyüklük M2 olarak belirlenmiş ve bu büyüklük ile reel faiz ile reel kur gibi değişkenler ilişkilendirilmiştir. 1986 parasal programı, belli bir M2 artışı hedef olarak alındığında, bunu gerçekleştirecek rezerv para artışının ve dolayısıyla Merkez Bankası net iç ve dış varlıklarının programlanmasına dayanmıştır (KESRİYELİ, 1997, s.11).

24 Ocak kararlarıyla getirilen liberalizasyonlar sonucunda Döviz Tevdiat Hesaplarında(DTH) meydana gelen yüksek oranlı artışların kontrolü amacıyla M2Y'de izlenmeye başlanmış ve bu büyüklüğün kontrolü amacıyla DTH'na münzam karşılık uygulaması, döviz pozisyonlarına ilişkin karşılık likidite sınırlamaları, döviz kuru riski, kullanım oranı yeni tedbirler alınmıştır.

1986 yılında meydana gelen hızlı büyümeyi daha sonraki yıllarda frenlemek amacıyla uygun olarak faiz oranlarının zaman içinde düşürülmesi yoluna gidilmiştir (PARASIZ, 1998b, s.215).

TCMB 1987 yılında bir para politikası aracı olarak açık piyasa işlemlerini uygulamaya başlamıştır. Bununla birlikte 1985 ve 1986 yıllarında ihale ile satılmaya başlanan Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) açık piyasa işlemleri vasıtasıyla alım satıma konu edilmiş, ve aynı zamanda Devlet Tahvilleri için ikincil bir pazar oluşturulmasına ve iç borçlanmanın günün koşullarına uygun yürütülmesine katkıda bulunmuştur (KESRİYELİ, 1997, s.13-14).

1987 yılında döviz piyasasında meydana gelen çeşitli problemler nedeniyle 4 Şubat 1988 tarihinde bir takım önlemler alınmıştır. Para politikasına ilişkin olarak Türk Lirasına

talebi arttırmak amacıyla tavan konulmakla beraber, mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır (1 yıl vadeli mevduat faiz oranı %65'e yükseldi). Zorunlu karşılık oranı %16'ya dispo­nibilite oranı %27'ye yükseltildi.

1983'den itibaren artış eğilimi gösteren, seçim ve referandum sonrası kontrolden çıkan bütçe açıkları, yüksek düzeydeki dış borçlar ve %81'e ulaşan enflasyon oranı, %57'lik 1 yıl vadeli mevduat faiz oranı ve %120'lere ulaşan kredi faizleri, 12 Ekim 1988 öncesi dönemdeki görüntüyü oluşturmaktaydı. Böyle bir ortamda Merkez Bankası negatif reel faiz oranının neden olduğu TL'den kaçışı önlemek ve TL'nin değer kaybını azaltmak amacıyla piyasaya dolar sürmüş, faiz oranlarının belirlenmesini serbest bırakmış (1 yıl vadeli mevduat oranı %85'e tırmandı), döviz mevduatına uygulanan zorunlu karşılık oranları vadesizler için %20'den %25'e yükseltilmiş ve vadesiz mevduat karşılık oranı %14'ten %25'e arttırılmıştır (KEYDER, 2002, s.106-107).

1989 yılında; Merkez Bankası Bilançosu büyüklüğünün parasal gelişmeler üzerindeki etkisi dikkate alınarak para politikası uygulaması bu büyüklüğün kontrol altına alınmasına yönelik olarak şekillendirilmiştir. 1989 yılında para programlarına etkisi olan en önemli nokta, iç kredi genişlemesinin durdurulmasını sağlayan, Merkez Bankası ile Hazine'nin kendi aralarında Hazine'nin Merkez Bankasından alacağı kısa vadeli avanslara sınırlama getiren bir anlaşmaya gitmeleridir. Merkez Bankası iç varlıklarına bu şekilde kısıtlama getirmesi nedeniyle para yaratmanın tek yolu olarak dış varlık edinilmesi kalmaktadır. Buna mukabil 1989 yılında 32 sayılı kararname ile özel kesime dış borçlanma yolunun açılması ve sermaye hareketlerine serbestlik getirilmesi, yerleşiklere olan döviz borçlarının hızla artmasına neden olmuştur. 1989 yılından sonraki para programları döviz borçlarını azaltmaya yönelik hale gelmiştir (KEPENEK-YENTÜRK, 2003, s.234; www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/parapolitikasi_files/frame.htm).

402. 1990-2000 Dönemi

1990 yılının en önemli özelliği, ilk kez Merkez Bankası'nın para programını kamuoyuna açıklanmış olmasıdır. 1990 başında oluşturulan para programıyla M1, M2 ve daha geniş tanımlı parasal büyüklüklerin değil, Banka'nın kendi bilanço büyüklüğünün kontrol altına alınması amaçlanmıştır. Diğer bir deyişle parasal program paranın dış ve iç

fiyatını döviz kurunu ve faiz oranını kararlı tutarak piyasanın likidite gereksinimini karşılamaya olmuştur (KEPENEK-YENTÜRK, 2003, s.234).

Parasal program çerçevesine Merkez Bankası kendi bilanço büyüklüğünü denetim altına almak amacıyla; toplam bilanço büyüklüğünü, toplam iç yükümlülüklerini, toplam dış varlıklarını, Merkez Bankası Parası'nı hem yüzde artış olarak hem de trilyon TL olarak belirli sınırlar içinde tutmayı amaçlamıştır (KEYDER, 2002, s.111). 1990 yılı sonunda parasal gelişmeler değerlendirildiğinde, parasal program hedeflerinin büyük ölçüde tutturulduğu ve buna bağlı olarak para piyasalarında istikrarın sağlandığı görülmektedir. Faiz oranları ve döviz kurları da bu yılda aşırı dalgalanma göstermemiştir. Merkez Bankası Parası'nın bilanço içindeki payı döviz yükümlülüklerinin azalmasına paralel olarak zaman içinde artmıştır (PARASIZ, 1998a, s.387).

1991 yılında Körfez krizinin etkisi ile para programı açıklanmamış para politikası Türk lirası ile döviz piyasasında istikrar sağlama ve bunu koruma ile rezerv para büyümesini kontrol etmeye yönelmiştir. Bu yılda faiz oranları ve döviz kurları kararsız bir gelişme gösterdiyse de Merkez Bankası Parası'nın olabildiğince döviz satın alarak yaratılması politikası itinayla sürdürülmüştür. Ancak Banka'nın iç varlıklarındaki genişleme, 1991'de kamuya açılan nakit kredilerin %37 gibi olağanüstü artışı nedeniyle, denetim dışı kalmıştır (KEPENEK-YENTÜRK, 2003, s.235; www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/parapolitikasi_file/frame.htm).

1992 yılında Merkez Bankası orta vadeli hedefleri çerçevesinde yeni bir parasal program ilan etmiştir. Ancak, kamu açıklarının kontrol edilememesi ve Hazine'nin yılın ilk aylarında kısa vadeli avans limitinin sınırına gelmesi ve bu gelişmelere paralel olarak kamu sektörüne verilen kredilerin hızla artması sonucunda Merkez Bankasının program hedeflerine ulaşması olanaksızlaşmış, bunun yerine döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaların giderilmesi çalışılmıştır.

1993 yılında kamu açıklarının denetim altına alınmamasının parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırması nedeniyle parasal program açıklanmamış bunun yerine finans piyasalarında istikrarın korunması ön planda tutulmuş, kur ve faizlerin istikrarlı hareketi amaçlanmıştır (KESRİYELİ, 1997, s.23-24).

1994 yılında ekonomi krizin eşiğine gelmiş ve 5 Nisan 1994 kararları alınmıştır. Bu kararlarla, kamu açıklarının düşürülmesi ve böylece para politikası üzerindeki baskının azaltılarak Merkez Bankası'nın parasal büyüklükler üzerindeki kontrol gücü artırılması ve mali piyasalarda istikrarın sağlanması amaçlanıyordu. Merkez Bankası'nın daha özerk bir yapıya kavuşturulması amacıyla Hazine ve diğer kamu kuruluşlarının MB'dan kredi kullanmalarına sınırlamalar getirilmesi alınan bir diğer önlemdi. MB'sı para politikasını ekonomideki fiyat, ücret ve döviz kuru için öngörülen hedeflerle uyumlu bir şekilde yürütecek ve parasal büyüklükler kontrol altında tutulacaktı. MB'nın parasal büyüklükler üzerindeki kontrolünü arttırmak amacıyla mevduat munzam karşılıkları ve disonibilite oranları yeniden düzenlenmiştir (PARASIZ, 2002a, s.398).

Bu yılda izlenen para politikasına bakıldığında, istikrar kararları öncesinde para politikası ile bir taraftan piyasadaki likidite fazlası açık piyasa işlemleriyle çekilerek para arzı kontrol edilmeye uğraşılırken, diğer taraftan da döviz satışı ile kur artışı frenlenmeye çalışılmıştır. 5 Nisan sonrasında ise para politikası, mali piyasalarda istikrarı ve MB döviz rezervlerinin artışını sağlamaya yönelmiştir. Bu dönemde döviz kurunda enflasyon oranının altında bir artışa izin verileceği belirtilmiştir. 5 Nisan 1994 kararlarının nominal çapasının döviz kuru olduğu görülmektedir.

1995 yılında IMF ile stand-by anlaşması imzalanmış ve MB Bilançosu üzerindeki Net İç Varlıklar (NİV) ve Net Uluslararası Rezervler (NUR) kalemlerine hedefler konulmuştur. Bu dönemde kur politikası daha önceki dönemlerde olduğu gibi enflasyonla mücadelede nominal çapa görevini üstlenmiş, enflasyon kadar veya daha az bir kur artışı gözlenmiştir. 1995 yılının son iki ayında erken genel seçim kararı nedeniyle para politikası doğrudan piyasalarda istikrarı sağlamaya yönelmiştir. Seçimle birlikte IMF ile yapılan anlaşma sona ermiştir (www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/para_politikasi_files/frame.htm).

1996 ve 1997 yıllarında MB ayrıntıları kamuoyuna duyurulmayan para programı uygulamıştır. Bu programların temeli, belirsizliklerin azalması ve kısa süreli ve hızlı fiyat değişikliklerinin önlenmesi hedefine kilitlenmiştir. 1997 yılında MB son iki yılda reel kur politikası izlemiştir. Rezerv para değişkeni ise MB'nın operasyonel hedefi olarak alınmış, likidite talebinin üzerinde bir genişlemeden kaçınılmış ve faiz oranlarındaki dalgalanmalar en aza indirgenmiştir. İstikrar hedefinin MB Bilançosuna yansması ise, iç varlıkların

azaltılması, MB'nın döviz pozisyonunun güçlenmesi ve rezerv paranın, 1996 yılında da olduğu gibi, sadece dış varlık artışı karşılığında yaratılması şeklinde olmuştur. İç varlıkların azalmasının iki önemli nedeni vardır. Bunlardan ilki Hazine'nin kısa vadeli avans kullanmaktan tümüyle vazgeçmesi, ikincisi ise kamu kuruluşlarına açılan kredilerin fiili olarak durdurulmasıdır.

MB'nın mali piyasalarda istikrarı sağlama amacına yönelik olarak döviz kurlarındaki artış oranının enflasyon oranı ile paralel bir seyir izlemesi ve reel faiz oranlarında da önemli dalgalanmalar gözlenmemesi bu politikaların önemli ölçüde sonuç verdiğini göstermektedir. Bu yılda TÜFE'deki artış %99.1 olurken, TEFEE'deki artış %69.7 olmuştur (TCMB YILLIK RAROR, 1997, s.62-69; 1998, s.87).

1998 yılını diğer yıllardan ayıran en önemli özellik, para politikası uygulamalarının farklılaştırılmasından ziyade maliye politikası uygulamalarında değişikliğe gidilmesidir. Bu çerçevede 1998 yılı para politikası uygulaması finansal programlama mantığına dayanmaktadır. 1998 yılı para politikasının temel hedefi yılın ilk yarısında enflasyonu %70'lere indirmeye katkıda bulunmaktır. MB para politikası araçlarının tamamını bu amaç doğrultusunda kullanacaktır. Temelde iç varlık artışını sınırlamaya ve sadece dış varlık artışı karşılığında para yaratmaya devam edileceği kararlaştırılmıştır. Kur politikası 1998 yılı ilk yarı enflasyon öngörüsü ile tutarlılık içinde yürütülecektir.

Ayrıca, Rezerv para artışı kontrol altında tutulacaktır. Rezerv para artışının kontrolü kadar artışın kaynağı da önemlidir. Rezerv para artışının kamuya açılan krediler olmasının enflasyon üzerindeki etkisi, döviz satın alınarak yaratılan bir artışın enflasyon üzerindeki etkisinden daha fazla olmaktadır. Bu nedenle, Merkez Bankası rezerv para artışını kontrol altında tutarken artışın kaynağının kompozisyonunu da değiştirmiştir. 1998 yılı ilk üç ayı için rezerv para artış hızının %18-20 aralığında kalması para programının temel noktalarından birini teşkil etmektedir. (ERÇEL, 1999a, s.68-69).

MB 1998 yılının ilk üç aylık döneminde, dış piyasalardaki olumsuz gelişmelere rağmen, parasal hedefleri tutturmuş, piyasalarda istikrar sağlanmış ve enflasyon düşme eğilimine girmiştir. İlk üç aylık dönemde rezerv para Aralık 1997'ye göre %17.3'lük artış kaydederken ikinci üç aylık dönemde %13.1'lik bir artış kaydetmiştir. Bu dönem içinde

TCMB, İMKB'de repo ve ters repo kotasyonlarının kaldırılması ve TCMB'nin depo alım ihalesine başlaması şeklinde iki önemli uygulama gerçekleştirmiştir (GÜNAL, 2001, s.72-73).

1998 yılının ikinci yarısında IMF ile imzalanan Yakın İzleme Anlaşması ile MB'nin Rezerv Para yerine Net İç Varlıklar kalemi artış hızını kontrol etmesi karara bağlanırken bu kalemde yıl sonu değeri eksi 1514 trilyon Türk lirası olarak belirlenmiştir.¹⁶ Ancak 1998 yılında ki Rusya Krizi nedeniyle Ekim ayında bu hedef yıl sonu için 700 trilyon Türk lirası olarak revize edilmiştir. Net İç Varlık büyüklüğü Aralık sonu itibariyle 579.4 trilyon Türk lirası değeri ile revize edilen hedefin altında kalmıştır. Fiyatlardaki değişmelere bakıldığında ise TEFE'deki artış, bu yılda %50'lik hedefin 4.3 puan üzerinde %54.3 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, 1998, s.70-87).

1999 yılı seçimler nedeniyle belirsizliklerin yaşandığı bir yıldır. Bu yılda MB uyguladığı para politikası 1998 yılında olduğu gibi enflasyonun kontrol altına alınmasına katkıda bulunma ve mali piyasalarda istikrarı sağlama hedefleri doğrultusunda belirlenmiştir. Seçim sonrası geniş tabanlı bir hükümet kurulmasıyla IMF ile sürdürülmekte olan görüşmelere hız verilerek daha önce imzalanan Yakın İzleme Anlaşması Stand-by anlaşmasına dönüştürülmüştür. Diğer taraftan ekonomideki belirsizliklerin azalması için 1999 yılında enflasyonun kontrol altında tutulmasına öncelik verilerek, kur politikası bu amaca katkıda bulunacak biçimde belirlenmiştir. Programın nominal çapası döviz kurudur (TCMB, 1999, s.80-81).

1999 yılı itibariyle ekonominin genel durumu değerlendirildiğinde hiç de iç açıcı olmayan bir tabloyla karşı karşıya kalınmaktadır. Bu yılda Türkiye %6.1 oranında küçülmüş, TEFE %70'lere ulaşmış, bütçe açıkları taşınamaz noktalara yükselmiştir. Hazine faizlerinin ortalama bileşik yüzdesi ise %106'lara ulaşmıştır. Üretimdeki daralma işsizlik oranlarının hızla artmasına neden olurken hiper enflasyon tehlikesi ile karşı karşıya kalınmıştır. Bütün bu gelişmeler sonucunda 2000 yılında IMF ile Stand-by anlaşması imzalanmıştır (EROĞLU-ALBENİ, 2002, s.198).

¹⁶ TCMB'nin Rezerv Para yerine Net İç Varlık büyüklüğünü yeni bir hedef değişken olarak belirlemesinin nedeni MB tarafından şu şekilde açıklanmaktadır: "Bu değişikliğin nedeni enflasyonun düşüş trendine girmesi sonucu Türk lirası talebinde tahmin edilemeyecek kayma olasılıklarıdır. Başka bir ifade ile enflasyonun düşüş trendine girdiği süreçlerde, ekonomik aktivitenin gereği olan rezerv para büyüklüğünün tahmini, bilinen para talebindeki fonksiyonel ilişkinin değişmesi sonucu güçleşmektedir."

403. 2000 Yılı ve Sonrası Uygulanan Para Politikaları ve İstikrar Programları

Bu kısımda 2000 yılından günümüze gelene kadar uygulanan istikrar programları ve para politikaları incelenecektir.

4030. 2000 Enflasyonu Düşürme Programı

Türkiye ekonomisinde kamu finansman dengesinin bozulması ve reel faizlerin yüksek seviyesini koruması nedeniyle borç stokunun yükselmesi enflasyonun hızlanma eğilimine girmesi ve ekonomideki daralmanın sürmesi, 2000'de orta vadeli kapsamlı bir istikrar programının uygulanmasını gerekli kılmıştır (TCMB, 2000, s13).

Kura dayalı rejimi benimseyen 2000 yılı programı, başlangıçta üç yıllık bir süre için düşünülmüştür. Ancak Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri sonucunda terk edilmiş ve 2001 yılında yeniden parasal hedeflemeye geçilmiştir (KEYDER, 2002,s.120).

2000 yılında hazırlanan "Enflasyonu Düşürme Programı'nın" temel amaçları;

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

- Reel faiz oranlarının makul düzeye indirmek,
- Ekonominin büyüme potansiyelinin arttırmak ve,
- Ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamak olmuştur.

Üç yıllık enflasyonu düşürme programı üç temel unsur üzerine kurulmuştur:

- i.Sıkı bir maliye politikası uygulanarak faiz dışı fazlanın arttırılması, yapısal reformların gerçekleşmesi ve özelleştirmenin hız kazanması,
- ii.Enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası,
- iii.Bu unsurların enflasyon ve reel faizlerin düşürülmesine yapacağı katkıyı desteklemek ve ekonomik birimlere uzun vadeli bakış açısı kazandırmak için enflasyonun düşürülmesine odaklanmış para ve kur politikası uygulanmasıdır (ERÇEL, 1999b, s.1-3).

Bu programın diğeri bir özelliği ise siyasi iradenin programın arkasında olması gerekliliğinin programın ana hatları çerçevesinde vurgulanması idi (KEYDER, 2002, s.120). 1990-2000 aralığında kısa hükümetler dönemini yaşıyan Türkiye’de, bu programla birlikte enflasyona ilişkin beklentilerin etkilenmesi için güven ortamının yaratılması gerekliliği ortaya konulmaktadır.

Kamu açıklarını hızlı ve kalıcı olarak ortadan kaldıracak önlemlerin alınması uygulanacak programın temelini oluşturmaktaydı. Vergi uygulamaları ile gelirlerin artırılması ve buna paralel olarak harcamaların kısılması, bütçe performansında 2000 yılı ile birlikte hızlı bir iyileşme getirirken, uygulamaya konulan yapısal reformların ileriki dönemlerde de hız kesmeden devam ettirilmesi kamu finansmanındaki iyileşmenin kalıcı olması için gerekli görülen bir unsurdu.

Sıkı bütçe politikası ve yapısal reformlara ilave olarak 2000 yılı özelleştirme uygulamaları da reel faizlerin düşürülmesi ve iç borç stokunun azaltılması sürecine katkıda bulunacaktı.

2000 yılı maliye politikaları uygulamaları sonucunda, toplam kamu sektörünün GSMH’nin %2.2’si oranında bir faiz dışı fazla rakama ulaşması bekleniyordu (ERÇEL, 1999, s.4).

Bu program ile uygulanması kararlaştırılan döviz kuru politikası iki ana döneme ayrılmış, ilk 18 aylık dönemde TCMB tarafından uygulanan kur politikası enflasyon hedefine yönelik günlük kur ayarlaması esasına dayandırılmıştır. “Türk Tablita”¹⁷ sistemi olarak adlandırılan bu uygulamaya göre, 1 ABD Doları + 0.77 Euro olarak takip edilen kur sepeti artış oranı günlük bazda bir yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde kamuoyuna açıklanmış ve tüm işlemler önceden belirlenmiş değerler üzerinden yapılmıştır (YILDIRIM, 2003, s.102-103).

İkinci ana dönem ise enflasyonun düşmesiyle birlikte para politikasına esneklik kazandırmak amacıyla döviz kuru esnekliğinin önceden belirlenen bir zaman dilimi

¹⁷ Tablita sistemi, nominal döviz kurunun mevcut enflasyon oranının altında olacak şekilde ayarlanmasıdır(ÖZDEMİR-ŞAHİNBEYOĞLU, 2000, s.8)

içerisinde arttırılmasının başlayacağı tarih olan Temmuz 2001'dir. Buna göre bandın toplam genişliği 2001 yılı sonunda %7.5'e 2002 yılı ortasında %15'e ve 2002 yılı sonunda ise %22.5 olacak şekilde kademeli olarak genişletilecektir (ERÇEL, 1999b, s.2).

Stand-By anlaşması ile para politikasının ve dolayısıyla TCMB'nin temel para ve kur politikası araçları, döviz piyasası, açık piyasa işlemleri, bankalararası para piyasası işlemleri ile zorunlu karşılıklar ve dispoñibilite oranları olarak belirlenmiştir. Bununla birlikte kuru belirlenen hedeflerin içinde tutmak amacıyla kısa vadeli faiz oranları daha yoğun olarak kullanılacaktır.

2000 yılından itibaren döviz kuru sepetinin önceden açıklandığı şekli ile herhangi bir sapmaya fırsat verilmeden izlenmesi, ana hedef olan enflasyonla mücadelede Merkez Bankası'nın en önemli aracı olarak ortaya konulmuştur. Uygulanacak olan para ve kur politikasının yansımaları, TCMB bilançosundaki temel büyüklükler çerçevesinde izlenebilecektir. Bilançonun temel büyüklüklerinden "Net İç Varlıklar" kalemine getirilen "tavan" limite ek olarak, Net Uluslararası Rezervler" kalemi de rezervlerin düşebileceği minimum seviye ile sınırlandırılmış ve böylece TCMB para politikası şekillendirilmiştir. (KEYDER, 2002, s.124-125).

Bu program ile birlikte Merkez Bankası para kurulu benzeri bir rol üstlenmektedir. Çünkü, para tabanı yalnızca Merkez Bankası'nın net dış varlıklarındaki oynamalara bağlı olarak değişmektedir. Ancak para kurulu uygulamasında döviz kurlarının ABD Doları, Alman Markı ya da Euro gibi belirli bir para birimine ya da bu para birimlerinin oluşturduğu bir sepete sabitlenmesi temel farktır (www.tcmb.gov.tr/yeni.evds/konumsa/tur/2000/MAKROEKONOMIK.html).

2000 yılından başlayarak üç yıl süreyle uygulanmaya konulan para programının ilk 18 aylık döneminde para yaratımı dış kaynak girişine bağlanırken, TL ve döviz pozisyonları arasındaki geçişi dengeleme rolü faiz oranlarına verilmiştir.¹⁸ Programın ilk on aylık

¹⁸ Faiz oranının üstleneceği dengeleme rolü şu durumda ortaya çıkmaktadır: Merkez Bankası Bilançosu açısından bakıldığında Net İç Varlıkların sabit kalması, para tabanındaki değişimin ancak ve ancak Net Dış Varlıklardaki değişim karşılığı olması anlamına gelmektedir. Bu ise likiditenin döviz karşılığında yaratılacağı anlamındadır. Bu sistem döviz rezervlerini belirli bir seviyenin üstünde tutacak otomatik bir mekanizmayı da beraberinde getirmektedir. Döviz talebi olduğu günlerde Türk Lirası'nın çekilecek olması ve Merkez Bankası'nın çekilen bu Türk Lirası'nı Net İç Varlıkları arttırarak telafi etmemesi, Türk Lirası'na olan talebin

dönemi bu ilkeler çerçevesinde şekillenmiş ve Merkez Bankası bu süre içinde gerek kur politikası gerekse de para politikası yönünde oluşturulmuş hedeflerini tutturmuştur (DPT, 2000, s.12). Diğer bir deyişle ilk on aylık dönemde Merkez Bankası'nın oldukça başarılı olduğu söylenebilir.

Ancak Kasım 2000 krizi ile yara alan program, Şubat 2001 krizi sonucunda kurun dalgalanmaya bırakılmasıyla sona ermiştir.

40300. Kasım 2000 Krizi

Kasım 2000 krizi finansal bir krizdir. Kasım krizini tetikleyen unsur açık pozisyonu bulunan kesimlerin dövize ani hücumu; TCMB'nın döviz satışı; piyasadan bunun karşılığı TL çıkışı; likidite sıkıntısı; faizlerin aşırı yükselişi olarak özetlenebilir (KEYDER, 2001, s.45).¹⁹ 22 Kasım 2000 tarihinden itibaren hızla artan likidite sıkışıklığı sonucu uygulanmakta olan ekonomik programın kriterlerinden NİV bandının dışına çıkılarak, açık piyasa işlemleri kanalıyla piyasaya likidite sağlanmıştır. Likidite sıkışıklığı ile başlayan ve yerli yatırımcılarla birlikte yabancı yatırımcıların da piyasalardaki Türk lirası cinsinden varlıklarını azaltması ile derinleşen tedirginlik ortamı, piyasaya sağlanan likiditenin döviz talebine dönüşmesinde etkili olmuştur. Merkez Bankası bu dönemde yüksek miktarda döviz satışı gerçekleştirmiş ve gösterge olarak izlenen diğer kalem NUR, limitinin altına inilmiştir (KADIOĞLU-KOTAN-ŞAHİNBEY, 2001, s.9).

Enflasyonu düşürme programının sona erme nedenlerinden biri de 2000 yılı sonunda enflasyonun program hedeflerini aşarak TEFE'de %32.7 ve TÜFE'de %39 olmasıdır. Gerçekleşen enflasyon programda öngörülen enflasyonu aştığından reel döviz kurları

artmasına neden olacaktır. Bu durum ise sonuç olarak dövize olan talebin kesilmesini getirecektir. Bu sistem sonucunda faizler piyasa koşullarını tam olarak yansıtır hale gelmektedir. Kısacası sistemi dengeye getirecek unsur olarak faizlerin önemi artmaktadır(ERÇEL, 1999, s.12-13).

¹⁹ Nur Keyder'e göre, Kasım 2000 krizinin kıvılcımı, bilinçli veya bilinçsiz olarak 1-2 bankanın ellerinde bulundurdukları 600 trilyon TL'yi interbankta değerlendirecekleri yerde 22 Kasım 2000'de sıfır faizli Merkez Bankası'nda serbest mevduata yatırmalarıdır. Bu işlem sonucu o gün 2.8 katrilyon seviyesinde bulunan dolaşımdaki paranın %21'inin piyasadan çekilmesi likidite sıkıntısı yaratmıştır. Bunun sonucunda faizler tırmanışa geçmiş, faiz riski yüksek olan bankacılık sistemi bundan olumsuz etkilenmiştir. Daha sonra dövize hücum gözlenmiştir(KEYDER, 2001, s.45).

gerilemiştir.²⁰ Bu da döviz kazandırıcı işlemlerden doğan döviz girişlerini olumsuz etkilemiştir. Bu sebeple, 2000 yılının ilk altı ayında net dış alem faktör gelirleri %70.8 oranında azalmış, dış ticaret açığı gittikçe artarak yaklaşık 19 milyar dolara ulaşmış, ihracat ancak ithalatın yarısını karşılar duruma gelmiştir (DEMİR, 2001, s.61).

Uluslararası kuruluşların mali desteği ve uygulanmakta olan programın güçlendirilmesinin etkisiyle, mali piyasalardaki tedirginlik kısmen giderilmiş, kısa vadeli günlük çözümler üretilmiş ve krizin derinleşmesi bu sayede önlenmiştir (YILDIRIM, 2003, s.107). Ancak Şubat 2001'de siyasi menşeli olan krizle birlikte program sona ermiştir.²¹

40301. Şubat 2001 Krizi

Program hedeflerinin ikisinin birden aşılmasının ardından Merkez Bankası 30 Kasım 2000 tarihinden itibaren programa geri dönüleceğini ve likiditenin sadece döviz karşılığında yaratılacağını duyurmuştur. Merkez Bankası'nın bu tarihten itibaren piyasayı fonlamayacağını açıklaması piyasa faizlerini önemli bir şekilde yükseltirken, döviz talebinin düşmesine neden olmuştur (KADIOĞLU-KOTAN-ŞAHİNBEY, 2001 s,11). Likidite sıkışıklığı sonucu faiz oranları yükselmiş fakat döviz rezervleri erimeye devam etmiştir.

Şubat 2001 tarihinde meydana gelen finansal krizin nedenleri belli başlıklar altında özetlemek mümkündür:

-İstikrar programının uygulanması sonucunda, faiz oranlarında meydana gelen düşüş ve döviz kurlarındaki belirginlik bir yandan iç talepte canlanmaya neden olurken, döviz kurundaki artışın, enflasyon oranının beklenenin üzerinde gerçekleşmesi nedeniyle yetersiz kalması ve Türk lirasının reel olarak değer kazanması ile sonuçlanmıştır. Bunun sonucunda

²⁰ Reel kur(RK), nominal kur(NK) ile yurtdışı fiyatlar genel düzeyinin (YDFGD) çarpılıp aynı para birimi cinsinden yurtiçi fiyatlar genel düzeyine (YİFGD) bölünmesiyle($RK=NK \times YDFGD/YİFGD$) bulunur. Dolayısıyla, nominal kur ve yurtdışı fiyatlar genel düzeyi gerilirse veya yurt içi fiyatlar genel düzeyi artarsa reel kur düşer (DEMİR, 2001, s.63).

²¹ Krizin derinleşmesini IMF'nin 7.5 milyar tutarında ek kredi vermesi ve halkın herşeye rağmen TL'den döviz geçmemesi önlemiştir. Kasım krizinden sonra IMF'nin tüm uyarılarına rağmen kur çapasına devam edilmiştir. IMF kredisi ek rezerv kolaylığı şeklinde verildiğinden vadesi çok kısa ve maliyeti çok yüksek olmuştur. Böylece kur çapası yüksek bir maliyet ödeyerek savunulmuştur (GÜLOĞLU, 2001, s.6).

ithalat hızlı biçimde artmış ve cari işlemler dengesi bozulmuştur(2000 yılı cari işlemler açığının GSMH'ya oranı %4.8'e yükselmiştir),

-Özelleştirme ve yapısal reformlara ilişkin gecikmeler ikinci nedendir. Özellikle bankacılık sistemine ilişkin sorunların program başlangıcından önce çözülmemiş olması önemli bir engel olmuştur. Kamu bankalarının kısa vadeli yüksek borçlanma ihtiyacı içinde olmaları durumuna son verilememiştir.

-Üçüncü neden ise programda ortaya çıkabilecek aksaklıklar karşısında başvurulabilecek bir ek rezerv kolaylığının olmamasıdır (TCMB, 2001a, s.2).

Krizin patlak vermesi ise Türkiye ekonomisinde bekleyişlerin olumsuzlaştığı bir ortamda Hazine'nin yüklü bir iç borç itfasi öncesi yaşanan beklenmedik politik gerginliklerin piyasalarda paniğe neden olmasıyla gerçekleşmiştir. Böylece programa duyulan güvenin kaybolması önemli bir döviz talebini beraberinde getirmiştir. Yoğun döviz talebi ile birlikte kamu bankaları ve Türk bankacılık sistemindeki bazı büyük bankaların likidite ihtiyaçlarını karşılayamaması ödemeler sistemini kilitlemiştir. Bankacılık sistemindeki çöküşü önlemek amacıyla 22 Şubat 2001'de Türk lirası dalgalanmaya bırakılmıştır. Diğer bir deyişle Merkez Bankası kur rejimini değiştirmiştir (İMER, 2003, s.36-37; KADIOĞLU-KOTAN-ŞAHİNBEY, 2001, s.11). Kur rejiminin terk edilmesiyle Merkez Bankası parasal hedeflemeye geri dönmüştür.

4031. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

Şubat 2001 krizinde kurun dalgalanmaya bırakılmasıyla birlikte Merkez Bankası yeniden parasal hedeflemeye dönmüştür. 22 Şubat 2001 tarihinden sonra Merkez Bankası'nın temel amacı krizle birlikte ödemeler dengesinde meydana gelen dengesizliklerin önlenmesi ve finansal piyasalarda istikrarın sağlanması olmuştur (TCMB, 2001, s.15).

15 Mayıs 2001 tarihinde açıklanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile birlikte para politikasının nominal çapası, enflasyon hedeflemesinin ön koşulları sağlanıncaya kadar, para tabanı olarak belirlenmiştir. Bu programla enflasyonla mücadelenin para politikasına ve orta vadede enflasyon hedeflemesine dayanacağı özellikle belirtilmiştir. Önceki programda döviz kuru temel araç iken, Yeni Programın enflasyonu indirmedeki dayanağı

enflasyon hedeflemesi olmuştur. Ayrıca, yeni Merkez Bankası yasasında, Merkez Bankası'nın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu açıkça belirtilmiştir (PARASIZ, 2002a, s.507; KARLUK, 2002, s.491).

Bu programla birlikte Merkez Bankası temelde enflasyon hedeflemesini seçerek gelecekteki enflasyon oranını benimsemiş olmaktadır. Ayrıca, Merkez Bankası, geriye doğru endekslemenin ortadan kalkmasına yönelik çaba sarf etmektedir (PARASIZ, 2002a, s.508)

Dalgalı döviz kuruna geçilmesiyle birlikte de Merkez Bankası döviz kurunun piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirlenmesini sağlamak amacıyla ani ve aşırı dalgalanmalar dışında döviz kuruna müdahale etmeyeceğini açıklamıştır (TCMB, 2001, s.76).

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programının amaç ve araçları ise şu şekilde belirlenmiştir;

Yeni programın temel amacı, kur rejiminin terk edilmesiyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak ve eşanlı olarak bu duruma geri dönülmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına alt yapı oluşturmak olarak belirlenmiştir.

Güçlü ekonomiye geçiş programı tüm olarak değerlendirildiğinde, ana hedefi kamu kesimi borçlanma dinamiğinin kırılması, gerekli olan koşul ise bankacılık kesimine işlerlik kazandırılmasıdır. Bu amaçla programda mali piyasalara ve para piyasalarına ilişkin düzenlemeler zorunlu görülmektedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde mevcut program, öncelikle parasal sermayenin krizden çıkış programı niteliğindedir (http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar_BSB/BSBgegp.doc).

Yeni programda, bir önceki programda olduğu gibi programa inancın artırılması amacıyla siyasi iradenin gerekliliği ve kamu alanında yapılması zorunlu yapısal reformları ve yolsuzlukla mücadeleyi içermektedir.

Yeni programın temel ilkeleri çerçevesinde; dalgalı kur sistemi içinde enflasyonla mücadelenin kesintisiz ve kararlı bir biçimde sürdürülmesi, bankacılık sektöründe kamu ve TMSF bünyesindeki bankalar başta olmak üzere hızlı ve kapsamlı bir yeniden yapılandırma, böylece bankacılık kesimi ile reel sektör arasında sağlıklı bir ilişki kurulması, kamu finansman dengesini bir daha bozulmayacak şekilde güçlendirilmesi, toplumsal uzlaşmaya dayalı, fedakarlığın tüm kesimlere adil biçimde paylaşılmasını öngören ve enflasyon hedefleri ile uyumlu bir gelirler politikası devam ettirilmesi ve bütün bunları etkinlik, esneklik ve şeffaflık ile sağlayacak yapısal unsurların yasal alt yapısını oluşturulması alt hedefler olarak seçilmiştir (TCMB, 2001, s.12-13).

Programın makro ekonomik hedefleri, 2001 yılı için GSMH artışı -%3 olarak belirlenmiş daha sonra ise -%6 olarak revize edilmiştir. 2002 ve 2003 yılları için GSMH'da artış ise sırasıyla %3 ve %5 olarak hedeflenmiştir.²² Program ile hedeflenen enflasyon rakamlarına bakıldığında ise 2002 ve 2003 yıllarında TEFE bazında %31 ve %16,2, TÜFE'de ise Tablo 12'dan da görüldüğü gibi %35 ve %20'dir (KARLUK, 2002, s.253-254).

Tablo: 12
Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı İle Hedeflenen Enflasyon Oranları

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Enflasyon	68,5	35,0	20,0	12,0	8,0	5,0

Kaynak: Yeldan, 2004, s.1

Diğer bir unsur ise TCMB'nin daha özerk bir yapıya kavuşturulmasının ve Merkez Bankası'nın Hazine'ye açtığı tüm kredilerin tamamıyla ortadan kaldırılmasının amaçlanmasıdır (EROĞLU-ALBENİ, 2002, s.231). Böylece enflasyon hedeflemesine geçiş için bir ön koşul niteliğinde olan bağımsız bir Merkez Bankası şartı sağlanmış olacaktır. Daha önce de belirtildiği gibi programın ana amacı uzun vadede enflasyon hedeflemesine geçmektir.

Merkez Bankası'nı özerk bir yapıya kavuşturmak amacıyla 5 Mayıs 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4651 sayılı Kanunla Merkez Bankası'na araç bağımsızlığı sağlanırken,

²² Türkiye dolar olarak 2000 yılında ulaştığı GSMH büyüklüğünü ancak 2004 yılında yakalamayı hedeflemektedir(2002 yılı için 165,6, 2003 yılı için 183,6 ve 2004 yılı için öngörülen GSMH artışı ise 201,3'tür ki bu rakam 2001 yılında gerçekleşen GSMH rakamıdır). Bu durum yaşanan ekonomik krizin Türkiye'ye maliyetlerinden sadece birisidir(KARLUK, 2002, s.253).

enflasyon hedefinin hükümetle birlikte belirlenmesi, hesap verebilirliği arttırmak amacıyla kamuoyuna Banka'nın para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporlar hazırlanarak kamuoyuna sunulması, Para Politikası Kurulu'nun oluşturulması, en önemli karar olarak görülebilecek Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans verilmesi ve kredi açılmasının yasaklanması gibi düzenlemeler getirilmiştir (TCMB, 2001, s.111-113).

2001 yılı sonunda Merkez Bankası parasal tabana ilişkin hedefini aşmıştır. NİV ve Net Dış Varlıklar(NDV)'de ise krizle birlikte önemli azalma gözlenmiştir. 19 Şubat 2001 tarihinde 9.972 milyon ABD doları seviyesine yükselen NDV hesabı, 2001 yılı sonunda – 8.859 milyon ABD dolarına düşmüştür. NDV kalemini içinde yer alan NUR ise benzer bir hareketle yıl sonunda –2.980 milyon ABD dolarına düşmüştür. GSMH bir önceki yılın aynı dönemine göre %8.3 gerilemiştir. Dalgalı döviz kuruna geçilmesiyle birlikte Türk lirası % 11 değer kaybetmiş ve bu da 2000 yılında 26.7 milyar ABD doları olan dış ticaret açığının 2001 yılında 9.3 milyar ABD dolarına düşmesini sağlamıştır. 2001 yılında kamu kesimi borçlanma gereğinin GSMH'ya oranının %15.6'ya yükseleceği tahmin edilmektedir. TEFE' deki artış %88.6 olurken TL'nin reel olarak değer kaybetmesi ve buna bağlı olarak yurt içi talepte meydana gelen azalma nedeniyle TÜFE'deki artış %68.5 olarak gerçekleşmiştir (TCMB, s.14-17).

2001 yılında Türk lirasının önemli ölçüde reel değer kaybına uğraması, iç talepte gözlenen yüksek oranlı gerileme, dış ticaret açığının büyük ölçüde azalmasına ve cari işlemler dengesinin 3.4 milyar ABD doları fazla vermesine neden olmuştur (TCMB, 2002, s.48).

4032. 2002 Yılı Ve Sonrasında Uygulanan Para Politikaları

2002 yılında uygulanan para politikası Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı ile belirlenen orta vadeli hedefler çerçevesinde belirlenmiştir. 2002 yılında kullanılacak olan nominal çapalar parasal taban ve enflasyon hedeflemesi olarak açıklanmaktadır. Gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası aynı zamanda örtük bir enflasyon hedeflemesi anlamına gelmektedir (TCMB, 2002, s.5).

Hedeflenen değişken Parasal Taban'dır ve Parasal Taban'da %40 artış öngörölmüştür. Aynı zamanda NUR'a dönemler itibariyle belli bir alt sınır getirilerek Parasal Taban'la birlikte performans kriteri olarak seçilmiştir. NİV kalemi ise gösterge niteliğindeki bir büyüklük olarak takip edilecektir. Bu hedeflerin yanı sıra Parasal Taban'a ait hedef gerçekleştirilse bile hedeflenen enflasyon oranına ilişkin bir sapma olasılığı durumunda Merkez Bankası öngörülen enflasyon oranı doğrultusunda kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidebilecektir.

2002 yılında izlenecek olan kur politikası ise Temmuz 2001 tarihini itibariyle uygulanan döviz kurlarının piyasadaki arz ve talep koşullarına göre belirlenmesi ve yalnızca döviz kurunda ani ve aşırı dalgalanmalar meydana gelmesi durumunda MB'nın müdahale edeceği şeklinde belirlenmiştir.

2002 yılı incelendiğinde Merkez Bankası'nın, seçim ortamına rağmen, uygulanan ekonomik programın aynen devam ettirileceğinin açıklanmasının da etkisiyle, Parasal Taban, NUR, NİV ve enflasyon oranına ilişkin hedeflerine ulaştığı görölmektedir. 31 Aralık 2002 tarihi itibariyle; Parasal Taban'da 10.850 trilyon TL hedeflenirken, gerçekleşen rakam 10.720 trilyon TL olmuştur. NUR'de hedef -9.700 trilyon TL iken gerçekleşen -4.614 trilyon TL olmuştur, gösterge niteliğindeki NİV ise hedeflenen değerinin 4.536 trilyon TL altında kalmıştır..

Bu dönemde TÜFE enflasyonu da %29.7 ile %35 olarak belirlenen hedef değerinin altında gerçekleşmiştir. 2002 yılına ilişkin olarak %3 olarak tahmin edilen ve daha sonra %6.5 olarak revize edilen büyüme rakamı yıl sonunda %7.8 olarak gerçekleşmiştir (SERDENGECİ, 2003c, s.2).

Cari işlemler dengesine bakıldığında ise büyüme sinyallerinin gözlenmeye başlaması ve bununla birlikte ithalatın ihracattan daha hızlı artması nedeniyle, 2002 yılının ilk 11 ayı itibariyle 322 milyon ABD doları açık gerçekleştiği görölmektedir. Ancak bu açık bavul ticareti ve turizm gelirleri telafi edilerek 2002 yılı sonunda 1.5 milyar ABD dolarına inmiştir.

Bu dönemde Merkez Bankası'nın katkısıyla 1 Ağustos 2002'de Türkiye Bankalar Birliği tarafından referans faiz oranı (TRLIBOR) ilan edilmeye başlanmıştır. Referans faiz oranlarının belirlenmesinin kredi fiyatlanmasında ve vadeli döviz fiyatları da dahil diğer mali araçların fiyatlanmasında önemli rol oynayacağı düşünülmektedir. Bu gelişme enflasyon hedeflemesine hazırlık kapsamında gerçekleşmiştir (TCMB, 2002, s.49-78; 2003, s.48-49).

2003 yılı Merkez Bankası para politikası, 2002 yılında olduğu gibi, fiyat istikrarı amacı temel çerçevesinde oluşturulacak temel para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının sadece belirlenen enflasyon hedefine ulaşmak amacıyla etkin olarak kullanılabilmesi şeklinde olmuştur.

2003 yılı için Hükümet ve Merkez Bankası tarafından enflasyon hedefini %20 olarak belirlenirken, büyüme oranı da %5 olarak öngörülmüştür. Enflasyon hedeflemesine geçilene kadar örtük enflasyon hedeflemesine devam edilecek ve kısa vadeli faiz oranları gelecek dönem enflasyonuna odaklı belirlenecektir. Para Tabanı yine ek bir nominal çapa işlevi görecektir. Ancak tek başına para politikasıyla enflasyonla mücadele etmenin mümkün olmadığı, kamu maliyesinde disiplinin sağlanması gerektiği de vurgulanmaktadır (SERDENGECİ, 2003b, s. 6). Kısaca para politikası için 2002 yılında hazırlanan çerçeve 2003 yılında da korunmuştur.

2003 yılı için belirlenen tüm hedeflere ulaşılmıştır. Para Tabanı'ndaki artış 14,900 trilyon TL olarak hedeflenirken gerçekleşen rakam 14,657 trilyon TL ile hedefin altında kalmıştır. Diğer bir performans kriteri olan NUR'da -2000 milyon dolar olarak hedeflenirken -536 olarak gerçekleşmiştir. Gösterge niteliğindeki NİV'da 25,997 trilyon TL ile 28,700 trilyon TL olarak belirlenen hedefin altında kalmıştır. 2003 yılının ilk 11 ayında cari işlemler açığı 4,2 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılında %20 olarak hedeflenen enflasyon oranı %17,6 seviyesi ile hedefin altında gerçekleşmiştir (TCMB, 2003, s.48-76).

Merkez Bankası 2004 yılında da dalgalı kur rejimine ve örtük enflasyon hedefine devam edeceğini açıklamıştır. Bu çerçevede 2002 ve 2003 yıllarında olduğu gibi, parasal büyüklüklere de dikkat edileceği, ancak, önceliğin gerçekleşecek olan enflasyonun

hedeflenen düzeye yakınsaması olacağı belirtilmiştir. 2004 yılı hedef enflasyon oranı %12 olarak öngörülmüştür. Bu nokta da umut verici bir gelişme 2004 yılına girerken enflasyon beklentileri ile hedef arasındaki farkın 1.9 puana düşmesidir (bu rakam 2002 ve 2003 yıllarına girilirken sırasıyla 15.1 ve 4.7 olmuştur). Beklentilerle hedef arasındaki puan farkının azalması MB politikalarına duyulan güvenin bir göstergesi kabul edilmektedir. Mali sektör reformunun gerekliliği bu programda da vurgulanmaktadır (SERDENGECİ, 2004, s.4-5).

2004 yılı Temmuz ayı itibariyle programın son durumu Merkez Bankasının üç aylık raporunda açıklanmıştır. Bu raporda 2004 yılının ilk yarısındaki büyüme, üretim ve enflasyon verileri, son iki yılda gerçekleşen yüksek büyüme- düşen enflasyon eğiliminin 2004 yılında da devam edeceği vurgulanmaktadır. TÜFE'de Haziran ayı itibariyle gerçekleşen artış %8.9 olmuştur. 2004 yılı faiz dışı bütçe fazlası, yılın ilk altı ayında hedef içinde kalmıştır. NUR ve NİV yine hedeflenen değerler içinde kalmıştır. Ancak Para Tabanı az da olsa hedef değeri aşmıştır. Bu durumun, enflasyonist beklentilerdeki iyileşme ile enflasyon, döviz kuru ve faiz oranındaki düşümlere bağlı olarak para talebinde meydana gelen artışlardan kaynaklandığı ancak fiyat istikrarı ile çelişmediği ve yıl sonu hedef enflasyon oranına ulaşmada bir tehdit oluşturmadığı belirtilmiştir.

Diğer taraftan Merkez Bankası tarafından 19 Ağustos 2004 tarihinde yapılan basın açıklamasında kamu borç stokunun yüksek olması durumunda açık ya da örtük bir enflasyon hedeflemesinden söz edilemeyeceğine işaret edilmekle birlikte petrol fiyatlarında meydana gelen artış gibi öngörülmeyen risklerin ortaya çıkması durumunda enflasyon hedefinden sapmalar olabileceği ifade edilmiştir (TCMB, 2004, s.1-2). Bu açıklama kamu borç stoku ve petrol fiyatlarındaki artış nedeniyle enflasyon hedefinin gerçekleştirilemeyebileceği konusunda uyarı niteliği taşımaktadır. Böylece Merkez Bankası para politikalarına sağlanmaya çalışılan güvenin zarar görmemesini amaçlamaktadır.

41. Türkiye’de Kullanılan Nominal Çapalar Ve Uygun Nominal Çapa Seçimi

Bu kısımda öncelikle TCMB’nın para politikası uygulamasında tercih ettiği operasyonel hedefler(nominal çapalar) özet olarak ve dünyadaki nominal çapa tercihleriyle karşılaştırılarak değerlendirilecektir. Daha sonra altında ise bu değerlendirmeler ışığında Türkiye için hangi nominal çapanın uygun olabileceği yönünde görüş belirtilecektir.

410. Türkiye’de Kullanılan Nominal Çapalar

İlk bölümde yapılan açıklamalara dayanarak, Türkiye’de uygulanan para politikası uygulamaları için 1986 yılı milat kabul edilebilir. Bu dönemden önce Merkez Bankası kaynakları kamu finansman gereğinin karşılanmasına yönelik olarak kullanılmaktaydı. Ülkemiz itibariyle para politikaları incelendiğinde 1986 yılı ortalarından itibaren üç ana dönem karşımıza çıkmaktadır. İlk dönem olan 1985-1989 dönemi mali yenilik ve yeniden yapılanma, serbestleşme dönemi olarak adlandırılabilir.

İkinci dönem ise 1990-1992 dönemidir. Bu dönemde Merkez Bankası ilk kez para programını ilan etmiştir. 1990 yılı para programı hem ilk açıklanan olması hem de diğerlerine temel teşkil etmesi ve verdiği mesajlar açısından önemlidir. Bu programın temel özellikleri şu şekilde sayılabilir: Merkez Bankası bilançosu yeniden düzenlenmiş ve şeffaflaştırılmıştır, ilan edilen hedefte bu bilançodan elde edilen büyüklükler olmuştur. Programda orta vadeli bir hedef belirtilmiştir. Orta vadede enflasyonla daha iyi mücadele etmek amacıyla bilanço yapısının iyileştirilmesi amaçlanmıştır. Son olarak ulaşılmak istenen bilanço yapısı hangi politika araçlarının ne yönde kullanılacağına dair sinyaller vermiştir (ERÇEL, 1996, s.3).

Üçüncü dönem 1994 sonrası dönemdir. Bu yıldan sonra Merkez Bankası düzenli olarak para politikası açıklamakta ve kendi bilanço büyüklükleri üzerine ya operasyonel hedef olarak ya da performans kriteri olarak hedefler koymaktadır.

Merkez Bankasının 1990 yılından itibaren hedeflediği nominal çapalar Tablo 13’de özetlenmektedir. Tablo 13 incelendiğinde para politikaları uygulamalarında 3 tür nominal çapanın kullanıldığını görmekteyiz. Bunlar döviz kuru, parasal göstergeler ve örtük olarak

enflasyon oranıdır. Döviz kuru 1994 ve 2000 yıllarında hazırlanan istikrar programlarında nominal çapa olarak kullanılmış ancak her iki programda krizle sonuçlanmıştır.

Parasal göstergelerin hedef olarak kullanıldığı dönemler ise 1990 yılı baz alındığında 1990-1994, 1996-2000 ve 2001-2004'tür. Enflasyon oranı ise 2001 yılı Mayıs ayında yürürlüğe konan ve 2002 yılında revize edilen "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" ile birlikte örtük nominal çapa olarak açıklanmıştır. Bahsedilen dönemlerde uygulanan nominal çapalar ve dolayısıyla parasal rejimler ayrıntılı olarak takip eden kısımlarda incelenecektir.

4101. Parasal Hedefleme

1970'li yıllarda İngiltere, Kanada ve ABD gibi birçok ülke tarafından uygulanan parasal hedefleme politikası, ilgili bölümde de bahsedildiği üzere, parasal göstergelerle enflasyon arasındaki korelasyonun zayıflaması nedeniyle 1980'li yıllarda terk edilmiştir. Özellikle, para programlarında ilan edilen para artışı ile bu artışın ima ettiği enflasyon arasındaki ilişkinin düşünüldüğü kadar güçlü olmadığı, hatta giderek zayıfladığı merkez bankaları tarafından kabul edilmektedir (UYGUR, 2001a s.9).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası tarafından parasal hedefleme politikasının ilk kez 1985 yılında M2'yi hedef olarak belirleyen bir programla uygulanmaya başlandığı görülmektedir. Aynı program 1987 ve 1988'de de kullanılmış ancak finansman sisteminde bazı yapısal reformların yapılamaması nedeniyle başarılı olamamıştır (PARASIZ, 1998, s.219). Kısaca dünyada terk edilen bir yaklaşım Türkiye'de yeni uygulanmaya başlamıştır.

TCMB tarafından uygulanan parasal hedefleme politikasını 4 dönemde inceleyebiliriz; 1990 öncesi dönem, 1990-1994 dönemi, 1995-1999 dönemi ve Şubat 2001 sonrası dönem. İlk dönem 1990 öncesi dönemdir. Bu dönemde Merkez Bankası para politikası fiyat istikrarının sağlanması amacıyla çok finansal piyasalarda istikrarı sağlamaya yönelik olarak çalışmaktaydı. Üstelik bu dönemde yüksek kamu açıkları ve bu açıkların Merkez Bankası kaynaklarından karşılanması nedeniyle, MB parasal göstergeler üzerine koyduğu hedefleri tutturamamıştır (UYGUR, 2001b s.11).

Tablo: 13
Merkez Bankası Para Programları

YIL	DÖNEM	HEDEF DEĞİŞKEN	HEDEF	GERÇEKLEŞME		AMAÇLANAN	AÇIKLAMA
1990	Yıl Sonu (%)	Bilanço	12-22	24.1		Bilanço'yı yeniden yapılandırmak, büyüklüğünü kontrol etmek ve finansal istikrar	1-Merkez Bankası orta vadeli para programını ilk kez Ocak ayında açıkladı 2-Merkez Bankasının orta vadeli stratejisi olarak Dış Varlıklar'ın (rezervlerin) artırılması ve İç Varlıklar'ın (yurtiçi kredilerin) büyümesinin kontrol altına alınması hedeflendi
		Toplam İç Yükümlülükler	15-25	21.6			
		Toplam İç Varlıklar	6-16	11.9			
		Merkez Bankası Parası	35-48	26.6			
1991	Yıl Sonu (%)	Bilanço		58.9		Finansal İstikrar	1-Körfez Krizi ve seçimiyle bağlı olarak, Merkez Bankası, dış rezervlerde büyük düşüşler yaşamaksızın döviz kurlarındaki istikrarlılığı minimum düzeyde indirecek bir politika izledi. 2-Merkez Bankasının orta vadeli hedefleri; Dış Varlıklar'ı arttırmak, İç Varlıklar'ın (yurtiçi kredilerin) büyümesini kontrol altına almaktır.
		Toplam İç Yükümlülükler	Açıklanmadı	66.6			
		Toplam İç Varlıklar		64.3			
		Merkez Bankası Parası		82.6			
1992	Yıl Sonu (%)	Bilanço	37-47	85		Finansal İstikrar	1-Enflasyonun %43, konsolide bütçe açığının 32 trilyon TL olacağı; kamu sektörünün Merkez Bankası'ndan borçlanmasının 11 trilyon TL'yi geçmeyeceği varsayımın dayanan bir para programı yapılmıştı. Ancak kamu sektörüne açılan Merkez Bankası kredilerinin hızla arttırılması Merkez Bankası'nın para programı hedeflerini tutturmasını imkansızlaştırmıştı. Bunun yerine döviz kurlarını elemine etmek için çalıştı. 1-Kamu sektörünün finansman ihtiyacını kontrol edememenin parasal büyüklükleri kontrol etmede getirdiği zorluklar sebebiyle, Merkez Bankası bir para programı açıklamadı. 2-Merkez Bankası, artan likiditenin döviz rezervleri üzerindeki baskısının, rezervlerde düşüşe yol açmasını engellemeye çalıştı.
		Toplam İç Yükümlülükler	38-48	101			
		Toplam İç Varlıklar	27-39	75			
		Merkez Bankası Parası	40-50	100			
1993	Yıl Sonu (%)	Bilanço		60		Finansal İstikrar	1-Kamu sektörünün finansman ihtiyacını kontrol edememenin parasal büyüklükleri kontrol etmede getirdiği zorluklar sebebiyle, Merkez Bankası bir para programı açıklamadı. 2-Merkez Bankası, artan likiditenin döviz rezervleri üzerindeki baskısının, rezervlerde düşüşe yol açmasını engellemeye çalıştı.
		Toplam İç Yükümlülükler	Açıklanmadı	49			
		Toplam İç Varlıklar		55			
		Merkez Bankası Parası		4f6			
1994	Yıl Sonu	Net Uluslararası Rezervler ¹	Açıklanmadı			Finansal istikrarı ile birlikte fiyatlarında istikrar	1-5 Nisan'da Stabilizasyon Programı uygulanmaya başlandı ve finans piyasaları ile ilgili birkaç yeni düzenlemeye gidildi. Bilanço ile ilgili hedefler, IMF ile imzalanan anlaşmanın kapsamında yer aldı. 2-IMF ile 1995 yılı başında imzalanan stand-by anlaşmasına göre, 1.5 Alman markı ve 1 Amerikan dolarından oluşan döviz sepetindeki artışın yine bu anlaşmada öngörülen aylık enflasyon oranı kadar olması hedeflendi.
	Haziran	Net İç Varlıklar ²	306 trilyon TL	271 trilyon TL			
	Eylül	Net İç Varlıklar ²	295 trilyon TL	260 trilyon TL			
	Aralık	Net İç Varlıklar ²	293 trilyon TL	272 trilyon TL			
	3 Aylık	Döviz Sepeti	Açıklanmadı				
1995	Mart	Net İç Varlıklar ²	342 trilyon TL	260 trilyon TL		Fiyatlarda istikrarla birlikte finansal istikrar ve rekabet edebilirlik	1-Merkez Bankası'nın Net Uluslararası rezervleri, döviz kurlarını ve Net İç Varlıklarını hedef olarak alan bir parasal yapılanma yılın ilk on ayında yürürlükte idi. Ancak, Merkez Bankası Ekim ayında seçimlerden kaynaklanan belirsizlikleri sırtlamaya yöneldi.
	Haziran	Net İç Varlıklar ²	367 trilyon TL	269 trilyon TL			
	Eylül	Net İç Varlıklar ²	334 trilyon TL	217 trilyon TL			
	Aralık	Net İç Varlıklar ²	366 trilyon TL	393 trilyon TL			

¹ Net Uluslararası Rezervler= Dış Varlıklar- Uluslararası yükümlülükler

² Net İç Varlıklar= Rezerv Para + DTH- Net Dış Varlıklar

Dönem Sonu	Bankalar Döviz Mevduatı		Açıklanmadı	102.6 trilyon TL		
	Net Dış Varlıklar	Net İç Varlıklar				
1996	3 Aylık					
	Yıl Sonu	Net Dış Varlıklar		632.2 trilyon TL	Fiyatlarda istikrarla birlikte finansal istikrar ve rekabet edebilirlik	
		Net İç Varlıklar ²		331.7 trilyon TL		
		Rezerv Para	Açıklanmadı	610.4 trilyon TL		
	Bankalar Döviz Mevduatı		353.4 trilyon TL			
1997	Yıl Sonu	Net Dış Varlıklar		1.791.1 trilyon TL	Fiyatlarda istikrarla birlikte finansal istikrar ve rekabet edebilirlik	
		Net İç Varlıklar ²		142 trilyon TL		
		Rezerv Para	Açıklanmadı	1.129.6 trilyon TL		
		Bankalar Döviz Mevduatı		803.5 trilyon TL		
1998	31 Mart	Rezerv Para	18-20	17.3 trilyon TL	Fiyatlarda istikrarla birlikte finansal istikrar ve rekabet edebilirlik	
	30 Haziran	Rezerv Para	14-16	13,1 trilyon TL		
	30 Aralık	Net İç Varlıklar ³	699 trilyon TL			579.4 trilyon TL
		Rezerv Para(x) ⁴				3.333.2 trilyon TL
		Net Dış Varlıklar				2.906.1 trilyon TL
	3 Aylık	Net İç Varlıklar	Açıklanmadı			427.2 trilyon TL
Banka Döviz Mevduatı				1.360 trilyon TL		
1999	5-9 Nisan	Net İç Varlıklar	850 trilyon TL	369.1 trilyon TL	Fiyatlarda istikrarla birlikte finansal istikrar ve rekabet edebilirlik	
	30 Haziran	Net İç Varlıklar	999 trilyon TL	-899.3 trilyon TL		
	3 Aylık	Rezerv Para(x)	Açıklanmadı			4.482.7 trilyon TL
		Net Dış Varlıklar ³				5.710.4 trilyon TL
2000	31 Mart	Net İç Varlıklar(x) ³	-1.200 trilyon TL	-1.260.2 trilyon TL	Fiyatlarda istikrarla birlikte finansal istikrar ve rekabet edebilirlik	
	30 Haziran			-1.295.1 trilyon TL		
	30 Eylül			-1.307.6 trilyon TL		

³ Net İç Varlıklar = Rezerv Para(x) - Net Dış Varlıklar

⁴ Rezerv Para(x) = Emisyon + Zorunlu Karşılıklar + Serbest Mevduat + Bankalar Döviz Mevduatı

⁵ Net İç Varlıklar(x) = Net İç Varlıklar - Değerleme Hesabı, NİV için belirlenen hedef değer gibi taban değerdir

2-IMF ile 1995 yılı başında imzalanan stand-by anlaşmasına göre, 1,5 Alman markı ve 1 Amerikan dolarından oluşan döviz sepetindeki artışın yine bu anlaşmada öngörülen aylık enflasyon oranı kadar olması hedeflendi.

1-Yılın ilk çeyreğinin ortasında. Net İç Varlıkların büyümesini kontrol altına almayı ve dış varlıklarda artış karşılığında iç yükümlülük yaratmayı hedefleyen bir para programı uygulanmaya başlandı. Bu yapılanmada, Hazineye kısa vadeli avanslar Merkez Bankası'nın yapısal kanunları ile sınırlanmış ve kamu sektörüne Hazine hariç Merkez Bankası kredisi açılmamıştır.

1-Merkez Bankası her altı ayda bir enflasyon tahminlerini yayınlamayı ve para politikasını uygulamada bu tahminleri baz alma yönündeki niyetini açıkladı.

2-Hazine ile imzalanan protokole göre Merkez Bankası Hazine'ye kısa vadeli avans vermeyi durdurdu.

1-Yılın ilk yarısında temel amaç enflasyonla mücadele iken, Rusya'daki krize bağlı olarak ikinci yarıda istikrar politikası önem kazandı. Rezerv Paranın artış oranı (beklenen para talebi ile tutarlı olarak belirlenen) da piyasaya açıklandı.

2-Temmuz'da, IMF ile imzalanan 18 aylık Yakın İzleme Programı(SMP) paralel olarak Merkez Bankası 6 aylık para programı ile yeni bir Net İç Varlıklar tanımı açıkladı.

3-EURO Merkez Bankası'nın döviz kurları listesine yıl sonunda eklendi.

1-Ocak 1999'dan başlayarak döviz sepeti 0,77 Euro ve 1 ABD doları olarak tanımlandı.

2-SMP devam etti ve IMF 1999 yılı sonundaki olağı bir stand-by anlaşması için gerekli çalışmaları yaptı.

3-Aralıkta IMF ile stand-by anlaşması imzalandı.

1-IMF ile imzalanan Yakın İzleme Anlaşmasının bir devamı niteliğinde olan ve 3 yıllık bir süre kapsayan Enflasyonu Düşürme Programı IMF ile yapılan görüşmeler sonucunda açıklandı.

31 Aralık		1.650 trilyon TL	1.060 trilyon TL	Enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek, reel faiz oranlarını makul bir düzeye düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak, ekonomideki kaynakların etkin kullanımını sağlamak	2-Net İç Varlıklardaki artış bir önceki üç aylık dönemin sonundaki para tabanı büyüklüğünün (+/-) %5'i olarak açıklandı. 3-1 ABD doları + 0,77 Euro'dan oluşan kur sepetindeki artışın yıl sonu itibarıyla TEFE'de öngörülen %20'lik artış doğrultusunda olacağı açıklanmıştır. 4-Kasım ayının ortalarında finansal piyasalarda meydana gelen dalgalanmalar nedeniyle Merkez Bankası piyasaya yüklü miktarda döviz satmış ve MB rezervleri 17 Kasım'daki 11.06 milyar ABD doları seviyesinden 4.3 milyar ABD doları seviyesine gerilemiştir. Aralık ayında IMF ile imzalanan Ek Rezerv kolaylığı anlaşması ile toplam 10,4 milyar dolarlık fonun taksitlerle Türkiye'ye aktarılacağı açıklanmıştır. 5-Kasım krizinden sonra Net İç Varlıklar revize edilmiş ve hedef büyüklük yeniden belirlenmiştir.
31 Mart		12.000 milyon dolar	16.657 milyon dolar		
30 Haziran	Net Uluslararası Rezervler ⁶	12.750 milyon dolar	17.339 milyon dolar		
30 Eylül		10.400 milyon dolar	17.874 milyon dolar		
31 Aralık		2.1	12.488 milyon dolar		
3 Aylık (%)	Döviz Kuru Sepeti	1.7	3 Aylık dönem sonları itibarıyla hedefler		
		1.3			
		1			
2001		-	5.850 trilyon TL	Ödemeler sistemindeki tukantlıkları giderme, sisteme yeniden işlerlik kazandırmak, finansal piyasalarda istikrarı sağlamak	1- Şubat ayında meydana gelen finansal kriz nedeniyle döviz kuruna dayalı istikrar programı terk edilmiş ve döviz kuru nominal çapa olma özelliğini yitirmiştir. 2-Kur dalgalanmaya bırakılırken ani ve büyük oynamalar dışında kura müdahale edilmemiştir. 3-Enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli koşulların oluşmaması nedeniyle Merkez Bankası, Mayıs sonrası dönemde parasal büyüklükleri kontrol etmeye başlamıştır. Bu amaçla, NİV ve NUR kalemleri performans kriteri olarak belirlenirken para tabanı gösterge olarak belirlenmiştir. 4-Kamu bankalarının yeniden yapılandırılması ile kamu fon bankalarının kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılmasına yönelik bankacılık operasyonlarında Merkez Bankası kilit bir rol oynamıştır. 5-5 Mayıs 2001 tarihinde çıkarılan Merkez Bankası yasayla Merkez Bankasının özerk bir yapıya kavuşturulması amaçlanmıştır
30 Nisan		5.900 trilyon TL	5.815 trilyon TL		
31 Mayıs		6.050 trilyon TL	6.247 trilyon TL		
30 Haziran	Para Tabanı	6.300 trilyon TL	6.748 trilyon TL		
31 Ağustos		6.800 trilyon TL	7.140 trilyon TL		
31 Ekim		7.300 trilyon TL	7.750 trilyon TL		
31 Aralık		-	6.739 trilyon TL		
30 Nisan		9.750 trilyon TL	7.942 trilyon TL		
31 Mayıs		13.250 trilyon TL	12.943 trilyon TL		
30 Haziran		15.850 trilyon TL	16.437 trilyon TL		
31 Ağustos	Net İç Varlıklar	19.500 trilyon TL	17.933 trilyon TL		
31 Ekim		21.000 trilyon TL	19.493 trilyon TL		
31 Aralık					

⁶ Net Uluslararası Rezervler'e yeni bir tanımlama getirilmiştir. Bu tanımlama brüt veya kullanılabilir rezerv kavramlarından farklıdır. NUR için belirlenen değerler taban değerlerdir.

	30 Nisan		-	-837 milyon dolar		
	31 Mayıs		-1.500 milyon dolar	-3.059 milyon dolar		
	30 Haziran	Net Uluslararası Rezervler ⁶	-2.900 milyon dolar	-1.370 milyon dolar		
	31 Ağustos		-2.000 milyon dolar	-304 milyon dolar		
	31 Ekim		-2.600 milyon dolar	-1.730 milyon dolar		
	31 Aralık		-600 milyon dolar			
2002	28 Şubat		8.250 trilyon TL	7.823 trilyon TL		
	30 Nisan		8.900 trilyon TL	8.680 trilyon TL		
	30 Haziran	Para Tabanı	9.089 trilyon TL	9.009 trilyon TL		
	30 Eylül		10.600 trilyon TL	10.104 trilyon TL		
	31 Aralık		10.850 trilyon TL	10.720 trilyon TL		
	28 Şubat		26.100 trilyon TL	24.318 trilyon TL		
	30 Nisan		27.700 trilyon TL	25.197 trilyon TL		
	30 Haziran	Net İç Varlıklar	28.739 trilyon TL	26.374 trilyon TL		
	30 Eylül		31.139 trilyon TL	28.551 trilyon TL		
	31 Aralık		33.139 trilyon TL	28.603 trilyon TL		
	28 Şubat	Net Uluslararası Rezervler ⁶	-6.500 milyon dolar	-4.907 milyon dolar		
	30 Nisan		-7.200 milyon dolar	-4.926 milyon dolar		
	30 Haziran		-7.800 milyon dolar	-5.755 milyon dolar		

Fiyatlarda istikrarı sağlamak, iletirye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek, fiyat istikrarını ile çelişmemek kaydıyla finansal istikrar

1-Şubat 2001 yılında yürürlüğe konulan ve 2002-2004 dönemlerini kapsayan "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" olarak adlandırılan program ile para ve kur politikasına yeni bir çerçeve çizilmiş ve gelecek dönem enflasyonuna odaklanan ve "örtük enflasyon hedeflemesi" olarak nitelendirilen bir politika izlenmeye başlanmıştır.

2-Buna göre ilk defa Merkez Bankası Para Tabanı için dönemler itibarıyla, enflasyon hedefi ile tutarlı büyüklükler belirlenmiştir.

3-MB parasal hedefler tutturulmasına rağmen olabilecek enflasyonist baskıların önüne geçebilmek amacıyla, enflasyonun gelecekte alabileceği değerleri dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidileceğini açıklamış ve öngörülen enflasyon doğrultusunda ek önlemler alınacağını belirtmektedir.

4-Önceki dönemde olduğu gibi döviz kur rejimi devam ettirilmiş ve ani ve hızlı değişimler dışında kura müdahale edilmemiştir.

5-Mayıs ve Ağustos aylarında yaşanan olumsuz politik gelişmeler ve erken seçim olasılığı ve AB'ye Uyum Yasaları konusunda çıkan anlaşmazlıklar ekonomideki olumlu havaı dağıtmışsa da Kasım ayında seçimle ilgili belirsizliğin ortadan kalkması ve yapısal reformlar ve mali disiplinin devam ettirilmesi olasılığının artması tekrar beklentileri olumluya çevirmiştir.

	30 Eylül		-8,500 milyon dolar	-5,889 milyon dolar	
	31 Aralık		-9,700 milyon dolar	-4,614 milyon dolar	
2003	30 Nisan	Para Tabanı	12,800	11,883	1-Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı bu yılda da devam ettirilmiştir. 2-Para Tabanı ve NUR ler performans kriteri olurken, NIV gösterge niteliğinde büyüklük olarak izlenmiştir. 3-MB kısa vadeli faiz oranlarını enflasyon oranını belirleyen temel politika aracı olarak kullanmaya devam etmiştir
	30 Haziran		13,200	13,039	
	30 Eylül		14,100	13,877	
	31 Aralık		14,900	14,657	
	30 Nisan		32,800	30,951	
	30 Haziran	Net iç Vartıklar	34,100	29,395	
	30 Eylül		33,800	22,968	
	31 Aralık		28,400	25,997	
	30 Nisan	Net Uluslararası Rezervler ⁶	-6,500	-5,996	
	30 Haziran		-7,000	-3,865	
	30 Eylül		-6,000	1,504	
	31 Aralık		-2,000	-536	

Fiyat istikrarı

Kaynak: BÖRÜMCEKÇİ, 2002, s.6; TCMB YILLIK RAPOR, 2001, s.75-76; 2002, s.75-77; 2003, s.75-76; KEYDER, 2002, s.127

1990-1994 dönemlerinde Merkez Bankası M1 ve M2 gibi büyüklükler yerine, daha kolay kontrol edebileceği, Toplam İç Varlıklar, Toplam İç Yükümlülükler, Bilanço Büyüklüğü ve Merkez Bankası Parası olarak belirlenen kendi bilanço büyüklükleri üzerine hedefler koymuştur.²² Tablo 10 incelendiğinde 1990 yılı hariç Merkez Bankasının belirlenen hedefleri gerçekleştiremediği görülmektedir. Hedeflerin tutturulamamasının nedeni bir önceki dönemde olduğu gibi kamu açıklarının artması ve bu açıkların kapatılması için MB kaynaklarına başvurulmasıdır. Körfez Krizi, hükümet değişiklikleri, Avrupa Para Krizi gibi şok faktörler Hazine'nin borçlanma ihtiyacını arttırmış ve bu nedenle Merkez Bankası parasal büyüklükler üzerinde kontrol sağlayamamıştır. Esas itibariyle 1990'lı yılların ilk yarısında, MB para politikası, rezervlerde büyük kayba yol açmadan aşırı likidite artışını sterilize ederek kamunun finansmanını kolaylaştırmak olmuştur. Bu dönemde yüksek faizler sonucu dış kaynak girişi aşırı arttığından MB'nın açık pozisyonları azalmıştır (BAYDUR-SÜSLÜ, 2001, s.53).

Parasal göstergelerin nominal çapa olarak kullanıldığı üçüncü dönem 1995-1999 yılları arasında uygulanmıştır. 1994 yılında uygulanan döviz kuru hedeflemesinin krizle sonuçlanmasından sonra, TCMB yeniden parasal hedeflemeye dönmüştür ve 1995 yılının ilk on ayı döviz kuru hedeflemesi politikasını sürdürmüştür. Bu dönemde hedeflenen parasal göstergelerde değişiklik olduğu görülmektedir. 1995 yılında IMF ile imzalanan stand-by anlaşması ile hedeflenen tek parasal büyüklük olarak Net İç Varlıklar seçilmiştir. Ancak NİV'e yeni bir tanımlama getirilmiştir.²² 1995 yılında NİV'de meydana gelen artışın hedef değerlerin altında kaldığı Tablo 10'da görülmektedir. 1996 yılında erken genel seçim gümrük birliği anlaşmasının imzalanması, hükümet değişiklikleri ve IMF ile yapılan anlaşmanın sona ermesi ile artan belirsizlik nedeniyle MB öncelikli amacı finansal piyasalarda istikrarı sağlamak olmuş, Rezerv Para çapa olarak seçilmiştir. 1996 yılından itibaren iç borçların emisyonla finanse edilmesi fiilen ön plana çıkmıştır. 1997'de hükümet değişikliği ile birlikte bu uygulamadan vazgeçilmiştir. 1998 yılında ise seçilen nominal çapa yine NİV kalemi olmuş ve hedef tutturulmuştur (PARASIZ, 1998a, s.394-395).

²² Bu değişikliğin nedeni; "parasal programlama çerçevesinde M1 ve M2'nin hedeflenmesinin pek anlamlı olmadığı görülmüştür. Çünkü gerçekleşen finansal serbestleşme ile birlikte, M1 ve M2 gibi parasal büyüklükler belirsiz hale getirmiştir. Bu büyüklüklerin enflasyon hedeflemesinde kullanılmasının pek anlamının kalmadığı yapılan ekonometrik çalışmalar ile de gösterilmiştir" şeklinde açıklanmıştır (BAYDUR-SÜSLÜ, 2002, s.52)

²² Net İç Varlıklar=Rezerv Para+DTH-Net Dış Varlıklar

Şubat 2001 krizi sonrasında, 2001, 2002 ve 2003 yıllarında takip edilen büyüklük Para Tabanı olmuştur. 2003 yılında Para Tabanı ile birlikte NUR'de performans kriteri olarak izlenmiştir. 2001 yılının ikinci yarısından itibaren Para Tabanı'nın hedef dışına çıktığı ancak 2002 ve 2003 yıllarında parasal göstergelerin hedefler içinde kaldığı Tablo 10'dan görülmektedir. Mayıs 2001 tarihiyle para programlarında çift nominal çapalı dönem başlamış ve enflasyon oranı örtük nominal çapa olarak belirlenmiştir.

Para politikaları, bir takım araçlar kullanılarak nihai hedeflere ulaşılmasını amaçlamakta, para programları ise bu nihai hedefe nasıl ulaşılacağı sürecini tanımlayan somut bir yöntemi açıklamak için oluşturulmaktadır (TCMB, 1997, s.62). TCMB'nin nihai amaçları incelendiğinde 1990'lı yıllar boyunca finansal istikrarı amaçladığı görülmektedir ve bunda da başarılı olduğu söylenebilir. Diğer taraftan fiyat istikrarının sağlanması amaç olarak belirlenmişse de tüm kaynaklarıyla finansal istikrarı sağlamaya yönelik bir MB'nin fiyat istikrarını sağlamada etkili olamaması sürpriz değildir (BÖRÜMCEKÇİ, 2002, s.7).

Burada tartışılması gereken bir diğer önemli nokta, parasal hedefleme politikasının enflasyonu düşürmede ne kadar etkili olduğudur. Daha öncede bahsedildiği üzere parasal hedefleme politikasının başarılı olabilmesi için parasal göstergelerle enflasyon arasında öngörülebilir bir ilişkinin olması gerekmektedir. Ancak 1980'li yıllarda yeni finansal araçların ortaya çıkması ve finans piyasalarında yaşanan gelişmeler bu ilişkiyi zayıflatmıştır.

Nitekim, TCMB Nisan (2002) Para Politikası Raporu'nda, Türkiye verilerinin, para ve enflasyon arasındaki bağıntının(korelasyonun), kısa dönemde paranın enflasyonu belirlediği bir nedensellik savını desteklemediği sonucuna ulaşıncaya yaklaşık 20 yıldır devam eden bir yanlış kabul edilmiştir. Yine aynı raporda, senyorej/gelir oranının on yıllardır çok düşük düzeylerde durağan seyretmesine ve, bütçe açıklarının 1980'li yılların ortalarından beri temelde Merkez Bankası kaynaklarından karşılanmamasına rağmen, enflasyonun yüksek düzeylerde dalgalanması durumu ile de tutarlı olduğu belirtilmektedir (http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar_BSB/BSBgegp.doc).

Eksik bilginin, bozuklukların ve rijitliklerin olduğu gelişmekte olan bir ekonomide, döviz kuru hedefi parasal hedeflerden daha etkin olmaktadır. Reel para talebinin aşırı

değişken ve tahmin edilemez olduğu durumlarda, bir parasal büyüklüğü hedeflemek; hem esnekliği azalttığı için hem de fiyatların ve döviz kurunun geleceğini belirsiz bıraktığı için, hem de reel faiz oranlarının artışı yoluyla üretimi düşüreceği için artık önerilmemektedir (YAY, 2001, s.74).

4102. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kurunun sabitleştirilmesi ya da diğer bir deyişle nominal çapa olarak kullanılması, fiyatlama kararlarını doğrudan etkileyen temel değişkenlerden birini önceden saptayarak belirsizliği azaltıp enflasyon bekleyişlerini düşürmektedir. Ayrıca sabit ya da öngörülebilir bir kurun açık bir ekonomide dış ticarete konu olan mallar enflasyonuna sınır getirmesi beklenmektedir (YAY, 2001, s.74).

Kurlar, parasal büyüklüklere karşı mali yeniliklerden doğrudan etkilenmeyen değişkenlerdir. Bu durumda merkez bankasının yapması gereken, kısa dönem faizlerini kur hedefine ulaşmak için uygun seviyede tutmaktır. Burada önemli olan unsur merkez bankasının bağımsızlığının sağlanmış olmasıdır. Çünkü faizler politik müdahaleye açık değişkenlerdir ve merkez bankası bu konuda rahat bırakılmazsa kurlarda daha büyük dalgalanmalara yol açılabilecektir (ERÇEL, 1996, s.1).

Türkiye’de için sabit ya da öngörülebilir kur rejiminin istenmesinin nedeni ise, ekonomide dolarizasyonun artmasıdır. Yıllardır giderek bozulan iktisadi temeller, ekonomik birimleri döviz cinsinden işlemlere yönelmiş ve dolayısıyla döviz kuru, para politikasına ilişkin kararlar alınırken önemli bir değişken haline gelmiştir. Ücretlerin ve fiyatların yabancı para birimlerine endekslendiği hatta kimi zaman yabancı para birimleri cinsinden belirlendiği, tasarrufların önemli bir kısmının yabancı para birimi cinsinden tutulduğu, bilançoların varlık ya da yükümlülük tarafında yabancı para birimi cinsinden kalemlerin önemli bir paya sahip olduğu bir ekonomik yapı karşısında döviz kuru hedeflemesi enflasyonun önlenmesi amacıyla en etkili nominal çapa olarak düşünülmektedir (www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html)

Döviz kurunun çapa olarak kullanılması 1980’li yıllarda parasal hedeflemenin terk edilmesiyle ortaya çıkmıştır. Parasal hedefleme politikasını terk eden ülkelerden bazıları,

örneğin 1986 yılında İngiltere, döviz kuru hedeflemesine geçmiştir. İsviçre, İspanya, Finlandiya ve İspanya gibi bazı ülkeler, sabit kur sistemi yerine döviz kuru hedeflemesini uygulamaya başlamışlardır. Sözü edilen bu dört ülkenin hepsi de 1992’de döviz krizi ve daha geniş anlamda finansal kriz yaşamışlardır. 1981 yılı sonunda enflasyonu düşürmek amacıyla döviz kuru hedeflemesine geçen Şili 1982’de döviz krizi ile birlikte finansal kriz yaşamıştır. 1990’lı yıllarda kur hedeflemesini deneyip krizle karşılaşan gelişmekte olan ülkeler arasında Meksika, Tayland, Kore ve Brezilya sayılabilir (UYGUR, 2001a s.17-18).

1990’lı yıllardaki görüşler şu noktalarda birleşmektedir: 1-Döviz kurunu çapa yapan programlar, para kurulu benzeri bir düzenleme ile desteklense de, genel olarak başarılı değildir. 2-.Sorunlu bir bankacılık kesimi ve yüksek açıklarla üzerinde politika yapılan bir kamu kesimi olan ülkelerde bu tür programların krizle bitme olasılığı çok yüksek bulunmaktadır (UYGUR, 2001b, s.24).

Türkiye’de ise 1994 ve 2000 yıllarında enflasyonu kontrol altına almak amacıyla döviz kuruna dayalı politikalar uygulanmıştır. Ancak dünya örneklerinde olduğu gibi her iki girişimde krizle sonuçlanmıştır. Ülkeler arasında bir kıyaslama yapıldığında ise; Türkiye döviz kuruna dayalı diğer enflasyonu düşürme programlarıyla karşılaştırıldığında daha başarılı gözükmektedir. İsrail (1985), Arjantin (1985), Brezilya (1986) ve Meksika’da (1995) uygulanan programların ilk aşamalarında gerçekleşen enflasyon oranları ve kurun reel değer artışı açısından Türkiye daha iyi sonuçlar almıştır. Fakat Türkiye’de ödemeler dengesinin cari işlemler açığı daha yüksek gerçekleşmiştir. Söz konusu artış, petrol şoku ve yurt içi faiz oranlarındaki düşüşün bileşik etkisi ile birlikte, ithalat talebini canlandıran özel tüketim ve yatırımların hızlanmasını yansıtmaktadır (www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/OCAK2003/istikrar.htm)

5 Nisan 1994 tarihinde uygulamaya konulan istikrar programında yüksek oranlı bir devalüasyondan sonra kur artışı, fiyat artışının altında kalacak şekilde kontrol edilmeye çalışılmıştır. Bu nedenle, 5 Nisan İstikrar Programı kura dayalı istikrar programına benzer özellikler taşımaktadır (www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/OCAK2003/istikrar.htm).

5 Nisan Kararları değerlendirildiğinde kısa vadeli amaçlarına ulaşırken uzun vadeli amaçları açısından başarılı olduğunu söylemek güçtür. Programın uygulandığı ilk aylarda

para ve döviz piyasaları istikrara kavuşmuştur, kur kontrol altına alınmış, cari işlemler açığı fazlaya dönüşmüş, bunun sonucunda uluslararası döviz rezervleri rekor seviyeye ulaşmış ve kamu açıkları önemli ölçüde azalmıştır (BAHÇECİ, 1997, s.99).

1994 yılında konsolide bütçe gelirleri %110,3, giderleri ise %84 oranında artmıştır. 1993 yılında 133,1 trilyon konsolide bütçe açığı, %13.3 oranında büyüyerek 150,8 trilyon olmuştur. 1993 yılında %6.7 olan konsolide bütçe açığının GSMH'ya oranı, 1994'te %3.9'a düşürülmüştür. Kamu Kesimi Borçlanma Gereği (KKBG)'nin GSMH'ya oranı 1993'te %12.2 iken 1994'te %8.1'e gerilemiştir. Cari işlemler dengesi ise 2,6 milyar fazla vermiştir (KARLUK, 2002, s.466).

Kısa dönemde gerçekleşen bu olumlu sonuçlara karşılık, orta ve uzun dönem amaçları başarısız olmuştur. 5 Nisan Kararları ile uzun dönem büyüme trendine girilememiştir. Üretim istihdam ve ücretler üzerindeki daraltıcı etkiler ilk aylarda ortaya çıkmıştır. Krizin reel ekonomi üzerindeki etkileri derin ve yüksek maliyetli olmuştur. Ekonomide imalat sanayii hızla düşmüş, ortalama maaş ve ücretler, fiyat artışlarının gerisinde kalarak reel olarak azalmıştır. İç talebin daralması sonucunda GSMH %6 oranında gerilerken, kişi başına düşen GSMH 1993'de 3000 ABD doları iken, 1994'te 2100 ABD dolarına gerilemiştir (YILDIRIM, 2003, s.93).

Diğer taraftan özelleştirme, kamu idaresinin yeniden yapılanması gibi yapısal reformlar yapılamamıştır. Bütün bu gelişmeler sonucunda, 1994 yılında enflasyon Cumhuriyet tarihinin rekorlarını alt üst ederek TEFE %149.6 olurken TÜFE %125.5'e yükseldi ve bu oran 1995 ve 1996'da %80 olmuştur (ŞAHİN, 2002, s.237-238).

5 Nisan Kararları değerlendirildiğinde, sıkı maliye politikasının yeterince sürdürülemediği, ödünler verildiği görülmektedir. Bütçe açığının artışı da kontrol edilememiştir. Yapısal reformlar, yürütmeye dayalı bazı aksaklıklar ve hukuki alt yapının eksikliği nedeniyle kısa sürede gerçekleştirilememiş, bu nedenle reformlardan beklenen başarı sağlanamamıştır.

Dönem boyunca net dış borç ödeyici konumunda olunması, istikrar süreci olumsuz etkilenmiştir. Yeterli dış kaynağın programın hemen başında sağlanamaması ve sağlanan dış

kaynağın da çok sınırlı olması kamu maliyesiyle ilgili hedeflerin gerçekleştirilmesini olumsuz yönde etkilemiştir.

Kur artış hızı fiyat artışlarının altında olmasına rağmen, Ağustos 1994 tarihinde TCMB'nin yeniden bir düzenlemeye gitmesi ve kurlarda yaklaşık %7 oranında yüksek bir artışın gerçekleşmesi, kur hedefinin sürdürülebilirliği ile ilgili endişeleri arttırmış ve programa duyulan güveni azaltmıştır. Enflasyonda kalıcı bir düşüş sağlamaması nedeniyle yüksek enflasyona yönelik beklentiler kırılmamıştır (BAHÇECİ, 1997, s.102-103). Tablo 10 incelendiğinde 1994 yılında döviz kuru dışında parasal göstergelere koyulan hedeflerin tutturulduğu görülmektedir.

İkinci döviz kuru çapası denemesi ise 1999 yılı sonunda hazırlanan "Enflasyonu Düşürme Programı" ile olmuştur. Ancak ilgili bölümde de ayrıntılı bir şekilde açıklandığı gibi bu deneme de krizle sonuçlanmıştır. 2000 yılı programının diğer ülkelerde uygulanan benzer programlarda dikkate alınarak genel bir değerlendirme yapıldığında, döviz çapasına dayalı kur rejimlerinin spekülasyon ataklarına karşı sürdürülmesinin oldukça zor olduğu görülmektedir. Faiz oranlarını devamlı yükselterek döviz talebini bastırma politikalarının finansal sisteme çok büyük zararlar verdiği ve krize neden olduğu, izlenen krizlerden çıkarılması gereken önemli bir derstir (GÜLOĞLU, 2001, s.9).

Sabit döviz kuru rejimlerinin uygulanmasını zorlaştıran bir diğer etkende uluslararası finansal piyasaların bütünleşmesidir. Son yıllarda bir çok gelişmekte olan ülke sabit döviz kuru rejimini terk ederek dalgalı kur sistemine geçmiştir. 1990 yılında gelişen piyasalar tanımına dahil olan ülkelerin sadece %22'si dalgalı kur rejimi uygularken, bu oran 2001 yılında %50'ye ulaşmıştır (TBMM, 2001a, s.5-4).

4103. Enflasyon Hedeflemesi

Para politikasının temel işlevlerinden biri de bekleyişlerin şekillenmesine yardımcı olmaktır. Bekleyişlerin şekillendirilmesinde kullanılan araçlar ise nominal çapalardır. Şubat 2001'de yaşanan kriz sonrası hazırlanan "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" ile yeni bir nominal çapa denemesine gidildiği görülmektedir. 2002 yılında bu amaçla

kullanılabilecek üç alternatif karşımıza çıkmaktadır: Döviz kuru çapası, parasal hedefleme, ve enflasyon hedeflemesi.

2002 ve daha sonrasında döviz kuru çapasının uygulanmayacağı Merkez Bankası tarafından yapılan açıklamalarda belirtilmiştir. Bunun iki nedeni vardır: İlki, 2000 yılında da bu tür bir kur rejimi uygulanmaya çalışılmış ve Şubat 2001’de çökmüştür. Çöken bir rejimin yerine kısa sürede aynısını ya da benzerini koymaya çalışmak, bu rejimlerin “inandırıcılık ve kredibilite” gibi unsurlara temelden bağlı oldukları dikkate alındığında hiçte gerçekçi değildir. Üstelik son yıllarda pek çok ülke bu tür kur rejimlerini terk etmiş ve dalgalı kur rejimine geçmiştir.

İkinci asıl neden ise, bu tür bir rejimin mevcut koşullarda Türkiye ekonomisi için yararlı görülmemesidir (www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html). Nitekim, Şubat 2001 krizi bunu en iyi göstergesidir. Bu durumda geriye iki tür nominal çapa kalmaktadır: Parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi. Döviz çapası uygulamasından sonra kriz yaşayan Brezilya, Meksika ve Tayland gibi ülkelerde de para politikası ve enflasyonu indirme politikası olarak “enflasyon hedeflemesi” uygulanmıştır.

Türkiye açısından bakıldığında ise Merkez Bankası Başkanı’nın yaptığı bir açıklamasında belirttiği gibi enflasyon hedeflemesini uygulamaktan başka çare kalmamıştır. Şöyle ki, Türkiye, 1990’lı yılların başında para çapasını denemiştir, fakat bir çok ülke gibi başarılı olamamıştır. Döviz kuru çapasının ise 1994 istikrar programı ile denemiş ve yine başarılı olamamıştır. Ayrıca, 2000 yılı başından itibaren denen döviz kuru çapası da krizle sonuçlanmıştır (UYGUR, 2001b s.33).

2002 yılı istikrar programı ile hedeflenen temel parasal büyüklük Para Tabanı olarak belirlenirken, bu büyüklükteki artışın nominal milli gelir büyüme hızı kadar olması amaçlanmıştır. Para tabanı gösterge niteliğindeki performans kriteri olarak seçilmekle birlikte enflasyonda ortaya çıkabilecek hedeften sapmaların olması durumunda parasal büyüklüklere ilişkin hedefler revize edilebilecektir. Yani “örtük enflasyon hedeflemesi” söz konusudur.

Merkez Bankası tarafından yapılan açıklamada enflasyon hedeflemesine ilişkin koşulların henüz oluşmadığı, bu nedenle uygun şartlar oluştuğunda ancak enflasyon hedeflemesine geçilebileceği belirtilmiştir. Merkez Bankası'nın bu konudaki çekinceleri üç noktada toplanmaktadır: 1- İç borçların sürdürülebilirliği hakkındaki şüpheler(bu şüphelerin yaygınlaşması kısa vadeli faiz oranlarının enflasyona karşı kullanılmasını zorlaştırmaktadır), 2-Geçmiş enflasyona dayalı fiyatlama alışkanlığı, 3-Döviz kuru artış hızı ile enflasyon arasındaki ilişkinin hala çok kuvvetli olması (dalgalı kur rejiminin diğer ülkelerde olduğu gibi bu ilişkiyi zayıflatacağı düşünülmektedir) (www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html).

Burada sorulması gereken soru, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi için gerekli olan mali piyasaların derinliği, mali baskınlığın olmaması ve merkez bankasının bağımsızlığı gibi ön şartları sağlayıp sağlamadığıdır.

41030. Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının ön koşullarından birisi olan merkez bankasının bağımsızlığının olması koşulunun ülkemizde sağlandığı söylenebilir. Burada sözü edilen bağımsızlık araç bağımsızlığıdır. TCMB'nin amaç bağımsızlığı yoktur. Hedef enflasyon oranı hükümetle birlikte belirlenmektedir.

1994 yılından önce MB kaynakları tamamen kamu kesimi borçlanmasına yönelik olarak kullanılmaktaydı. Yıllar itibariyle Hazine'nin kısa vadeli avans kullanımı oranları değişiklik göstermiştir. Zaman içinde %5'e²³ indirilen daha sonra ise %10'a çıkarılan kısa vadeli avans kullanımı 1994 yılına kadar %15 düzeyinde idi. Hazine'nin kısa vadeli avans kullanımı 14 Ocak 1970 tarihli 1211 sayılı TCMB Kanunu'ndan beri mevcuttur (EĞİLMEZ, 2001, s.98). Özellikle 1990'lı yıllarda Hazine'nin kısa vadeli avans kullanımı önemli ölçüde artmıştır.

1994 yılında yapılan düzenlemeyle, MB'nin Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına açmış olduğu avans miktarı sınırlandırılmıştır. MB'nin Hazine'ye açmış olduğu avans

²³ Bu oran her yıl cari bütçe ödenekleri toplamının bir önceki mali yıl genel bütçe ödenekleri toplamını aşan tutarın yüzdesi olarak hesaplanmaktadır.

oranı, 1994 yılı için %12 ile sınırlandırılırken, bu oranın kademeli olarak azaltılması öngörülmüş ve 1998 yılı ve takip eden yıllar için %3'e düşürülmüştür (TCMB YILLIK RAPOR, 2001, s.111). Hazine'nin MB'dan avans kullanımı azaltan ikinci neden ise Hazine ile MB arasında 1997 yılında imzalanan protokoldür. Protokol çerçevesinde Hazine'nin TCMB'dan kullanacağı avans şeklindeki kredilerin TCMB'nın parasal programına uygun bir şekilde kullanılması esası getirilmiştir. Bu çerçevede Hazine'nin kullanmış olduğu krediler yıl sonuna bırakılmamış, ilgili ay sonlarında geri ödenmiştir (AKYAZI, 2004, s.239).

5 Mayıs 2001'de yürürlüğe giren 4651 sayılı Kanun'la Hazine'nin MB kaynaklarından kısa vadeli avans kullanımı tamamiyle yasaklanmıştır. Bu suretle, karşılıksız para basımı engellenmiş olmaktadır. Bununla da yetinilmeyerek, dolaylı olarak aynı sonucu doğuran, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarının birincil piyasadan satın alınması yasak kapsamına dahil edilmiştir (TCMB, 2001, s.113).

2001 yılından önce, Merkez Bankası'nın yasal bağımsızlığını sağlamaya yönelik bu düzenlemelerin yanı sıra MB'nın fiili bağımsızlığına²⁴ yardımcı olacak bir dizi düzenlemeler yapılmıştır. Nisan 1986 yılından başlayarak uygulanmaya konan İnterbank piyasası rezerv yönetimini kolaylaştırmıştır. 1986 yılında yapılan değişiklikle, MB'nın para ve kur politikasını fiyat istikrarını sağlayacak bir tarzda yürüteceği ilk kez belirtilmiştir. Mayıs 1985 tarihinde Hazine'nin ihaleli bono ve tahvil satış sistemine geçilmiştir. 1987 yılında para politikası aracı olarak açık piyasa işlemleri uygulanmaya başlanmıştır (PARASIZ, 1998a, s.380-381; KEPENEK-YENTÜRK, 2003, s.234; KESRİYELİ, 1997, s.13-14).

Bu gelişmeler Merkez Bankası'nın bağımsızlığının sağlanmasına yönelik basamaklar olarak değerlendirilebilir. 5 Mayıs 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4615 sayılı kanunla operasyonel bağımsızlık, şeffaflık ve hesap verebilirlik alanında çok önemli kararlar alınmıştır.

²⁴ Merkez Bankasının fiili bağımsızlığı ile kastedilen yasa ile sağlanan bağımsızlığın uygulamada da yerine getirilmesidir. Diğer bir deyişle merkez bankasının para politikası araçlarını serbestçe kullanabilmesidir. (AKYAZI, 2004, s.33)

25.04.2001 tarih ve 4651 sayılı kanununun 4. maddesine göre Banka'nın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Aynı maddede Banka'nın fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı araçları doğrudan kendisinin belirleyeceği hükme bağlanmıştır. Bu değişiklik, bir bağımsızlık ölçütü olarak, Bankanın temel amacının fiyat istikrarının sağlanması olduğu ve Banka'nın para politikasının belirlenmesinde ve uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır

Şeffaflık ve hesap verebilirliğin sağlanmasına yönelik olarak; Merkez Bankası Başkanı tarafından, banka faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikaları hakkında her yıl Nisan ve Ekim aylarında Bakanlar Kurulu'na rapor sunulması öngörülmüştür. Ayrıca, yılda iki kez TBMM Plan Bütçe Komisyonunun para politikaları uygulamaları ile ilgili olarak bilgilendirilmesi benimsenmiştir.

Şeffaflığın gerçekleştirilmesi ve kamuoyu denetiminin artırılması için, Banka'nın para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporlar hazırlayarak kamuoyuna duyurulması, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşılamaması ya da ulaşılamama olasılığı ortaya çıkması hallerinde nedenlerinin ve alınması gereken önlemlerin Hükümet'e yazılı olarak bildirilmesi ve kamuoyuna açıklanması hükmü eklenmiştir.

Banka'nın işlem ve hesaplarının bağımsız denetim kuruluşları tarafından denetlenmesi yeni Kanunla kararlaştırılmıştır. Bu yeniliklerle birlikte TCMB şeffaf ve hesap verebilir duruma gelmiştir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsemiş ülkelerdeki uygulamalar göz önüne alınarak, fiyat istikrarının gerçekleştirilmesinde etkinlik sağlanması amacıyla Para Politikası Kurulu oluşturulmuştur. Para Politikası Kurulu, Başkanın başkanlığı altında, Başkan Yardımcıları, Banka Meclisince üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkan'ın önerisi üzerine müşterek kararlar atanacak bir üyeden oluşmaktadır. Kurul'un bir üyesinin müşterek kararlar atanması öngörülerek, Hükümet politikalarıyla bağlantı sağlanmıştır. Hazine Müsteşarı veya belirleyeceği bir kişi oy hakkı olmaksızın katılabilmektir (TCMB, 2001, s.111-113).

Bu düzenlemelerin yanı sıra MB'nın son borç verici merci olma fonksiyonuna düzenlemeler getirilmiş, finansal sistem ve ödemeler sistemini gözetme yetkisi tanınmış, Başkanın görev süresine paralel olarak Başkan Yardımcıları'nın görev süreleri de 3 yıldan 5 yıla çıkarılmıştır.

Aynı kanunla Merkez Bankası'nın enflasyon hedeflemesi kapsamında kullanacağı istatistiki yöntemler için gerekli verilerin toplanması amacıyla yönelik olarak Hazine, DİE ve diğer istatistiki bilgi toplamaya yetkili kuruluşlar ile işbirliği yapması ve gerekli görülürse diğer istatistiki bilgilerin toplanması yetkisi tanınmıştır.

41031. Mali Baskınlığın Olmaması

Para politikasının sadece fiyat istikrarı amacına yönelik olarak uygulanabilmesi için gerekli olan ikinci koşul ise mali baskınlığın olmamasıdır. Parasalcılık görüşüne göre, para tabanı ve enflasyon arasındaki sıkı ilişkinin varlığı, para politikasının enflasyonun kontrolüne odaklanmasının başlıca nedenidir. Ancak para politikası ile enflasyon arasında yakın bir ilişki olsa da bazı koşullarda para politikası enflasyonun kontrolünde sınırlı kalabilmektedir. Bu sınır bütçe açığının finansmanı için gerekli olan kaynakların bileşiminin, borçlanma ve senyoraaj gelirleri açısından ne şekilde oluştuğuna bağlıdır (SERDENGECİ, 2003a, s.7). Para politikasının tamamen veya önemli ölçüde mali şartlar tarafından sınırlandırılması ya da yönlendirilmesine "mali baskınlık" denmektedir ve mali baskınlık kamu kesiminin gelir harcama dengesizliğinin bir sonucu olarak ortaya çıkmaktadır. Diğer bir deyişle mali baskınlık maliye politikasının para politikasına göre daha baskın olmasıdır.

Mali baskınlık halinde enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanamamaktadır. Bunun nedenini şu şekilde açıklamak mümkündür. Kamu açıklarının finansmanı için hükümet, öncelikle senyoraaj(kamu açıklarının para ile kapatılması) yapma ya da iç piyasadan borçlanma yolunu tercih edecektir. Şüphesiz ki her iki yaklaşım da bazı olumsuz sonuçlara neden olacaktır. Örneğin, senyoraaj yapma yoluna gidilmesi halinde, siyasi otoritenin merkez bankası üzerindeki baskısı artacaktır. Bu nedenle merkez bankasının bağımsız bir para politikasını uygulaması mümkün olmayacaktır. Dolayısıyla merkez bankasının

enflasyonu kontrol edebilme gücü önemli ölçüde zayıflayacaktır (AKYAZI, 2004, s.219-222).

Kamu açıklarının iç ve dış borçlanma ile kapatılması durumunda mali piyasaların derinliğine bağlı olarak çeşitli sonuçlar ortaya çıkabilecektir. İç borçlanmanın Türkiye’de olduğu gibi süreklilik arz etmesi durumunda GSMH’nın daha fazla bir kısmı iç borçlanmaya ayrılacaktır. Bu hem borcun katlanarak artmasına hem de özel kesimin yatırım kararlarının olumsuz yönde etkilenmesine neden olacaktır. Bu da reel faiz oranlarının yükselmesi dolayısıyla maliyetlerin artmasına neden olacak ve büyüme olumsuz yönde etkilenecektir. Bunun yanı sıra devletin sürekli borçlanma amacıyla piyasaya müdahale etmesi, piyasaların gelişmesi ve serbestleşmesine de engel teşkil edecektir (ÖZTÜRK, 2003, s.194). Son olarak, dış borçlanmaya gidilmesi durumunda döviz kurundaki dalgalanmalar hem borç miktarı hem de diğer ekonomik göstergeler üzerinde etkilidir (AKYAZI, 2004, s.223).

Mali baskınlığın fazla olması durumunda mali piyasaların derinliği ya da diğer bir deyişle gelişmişlik düzeyi önem kazanmaktadır. Mali derinlik, finans sektöründe yaratılan fonların, reel kesime aktarılma oranıdır. Mali piyasaların derinliği kamunun ihtiyacı olan fonların mali piyasalardan ne derece rahatlıkla temin edilebileceğini ve dolayısıyla faiz oranları üzerinde derece baskı yaratacağının anlaşılması için bir ölçüttür (MALATYALI, 1998, s.54; OKSAY, s.2).

Mali baskınlığın ölçümünde en yaygın olarak kullanılan oranlar BA/GSYİH, KKBG/GSYİH, KKBG/M (M, geniş tanımlı para arzını temsil etmektedir), TAHVİL+BONO/GSYİH gibi oranlardır. Bu oranların artması mali baskınlığın arttığını göstermektedir. Mali derinliğin ölçülmesinde ise M2/GSYİH ve M2Y/GSYİH temel olarak kullanılan oranlardır. Bu oranlarda meydana gelen artış ise mali derinliğin arttığını göstermektedir. Türkiye’de mali baskınlık ve mali derinlik oranları ise Tablo 14’de gösterilmiştir.

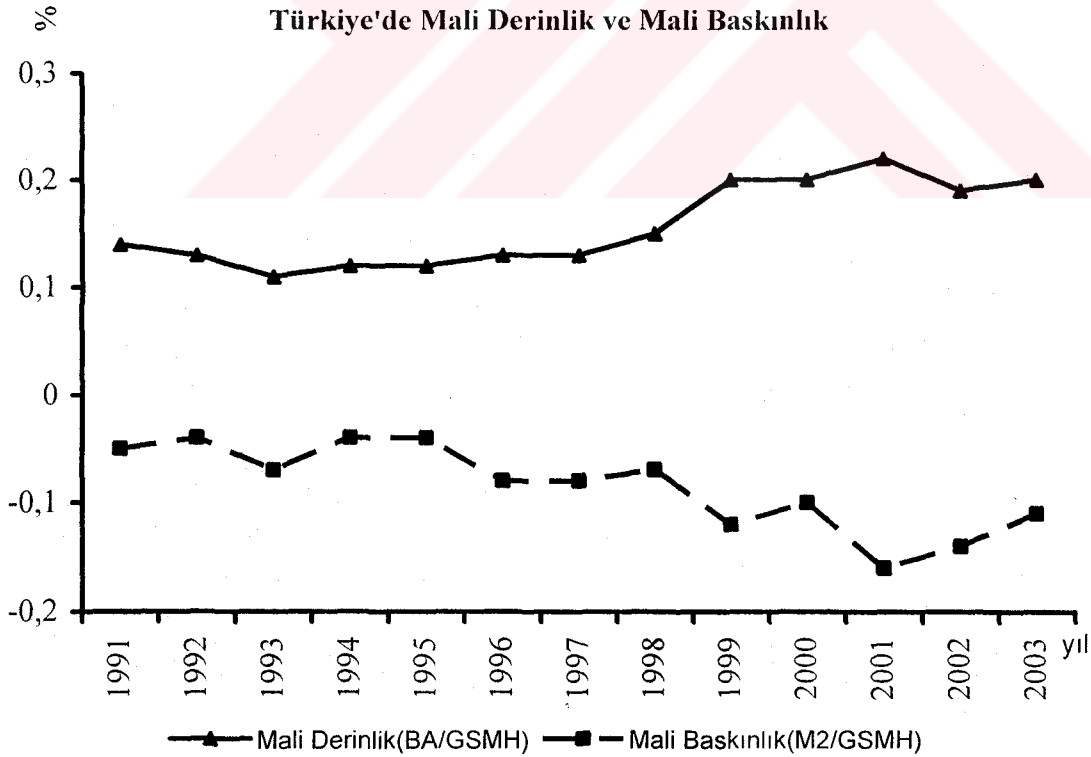
Tablo: 14 Türkiye’de Mali Derinlik ve Mali Baskınlık Göstergeleri(%)

Yıl	M2/GSYİH	M2/GSMH	BA/GSYİH	KKBG/GSYİH
1991	0,14	0,14	-0,05	10,2
1992	0,14	0,13	-0,04	10,6
1993	0,12	0,11	-0,07	12,0
1994	0,12	0,12	-0,04	7,9
1995	0,12	0,12	-0,04	5,2
1996	0,13	0,13	-0,08	8,7
1997	0,14	0,13	-0,08	7,8
1998	0,15	0,15	-0,07	9,6
1999	0,21	0,20	-0,12	15,6
2000	0,20	0,20	-0,10	11,8
2001	0,22	0,22	-0,16	16,2
2002	0,19	0,19	-0,14	12,6
2003	0,19	0,20	-0,11	8,7

Kaynak: AKYAZI, 2004, s.224, Maliye Bakanlığı İstatistik sayfaları ve TCMB EVDS verilerinden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Tablo 14 incelendiğinde mali baskınlığı gösteren BA/GSYİH oranının 1991 yılında %5 olduğu buna karşılık 2001 yılında bu oranın %16 olduğu görülmektedir. Bu durumun ortaya çıkmasının en büyük sebebi mali disiplinin sağlanamamasıdır.

Grafik 12:
Türkiye’de Mali Derinlik ve Mali Baskınlık



Kaynak: Grafik Tablo 14’deki verilerden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Mali derinlik düzeyini gösteren M2/GSYİH oranı incelendiğinde ise, oran 1991 yılında %0.14 iken, 2001 yılında %0.22'a çıktığı görülmektedir. Kendi içinde bir kıyaslama yapmak gerekirse mali baskınlık yaklaşık üç kat artarken, mali derinliğin daha yavaş arttığı gözlenmektedir (AKYAZI, 2004, s.234). Grafik 12 incelendiğinde 1999 yılından sonra mali derinliğin (M2/GSYİH) azaldığı buna karşın mali baskınlığın (BA/GSYİH) arttığı görülmektedir. Bu yıldan sonra mali derinlik ve mali baskınlık arasındaki farkın arttığı fakat 2002 ve 2003 yıllarında uygulanan sıkı maliye politikası ile farkın azaldığı görülmektedir. Ancak bu iyileşmenin de yeterli olmadığı söylenebilir.

Tablo: 15 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Bütçe Açıklarının GSYİH'ya Oranı(%)

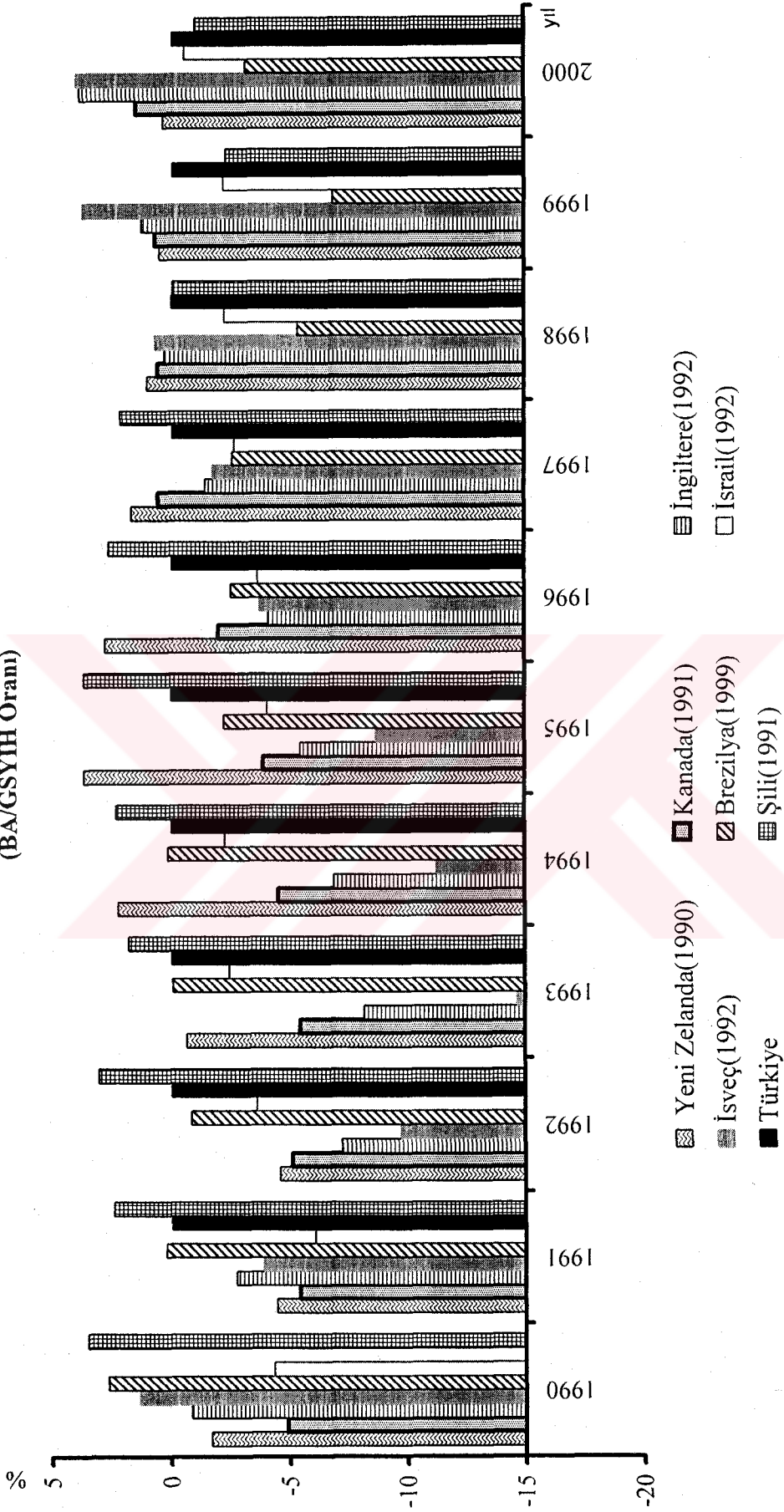
Yıllar	Yeni Zelanda	Kanada	İngiltere	İsveç	Şili	Brezilya	İsrail	Türkiye
1990	-1,68	-4,91	-0,84	1,33	3,48	2,64	-4,35	-
1991	-4,48	-5,45	-2,78	-3,93	2,38	0,19	-6,08	-0,05
1992	-4,61	-5,12	-7,24	-9,76	3,02	-0,87	-3,65	-0,04
1993	-0,69	-5,48	-8,18	-14,66	1,75	-0,10	-2,50	-0,07
1994	2,20	-4,57	-6,91	-11,27	2,26	0,10	-2,30	-0,04
1995	3,61	-3,93	-5,48	-8,72	3,63	-2,27	-4,10	-0,04
1996	2,72	-2,04	-4,16	-3,77	2,58	-2,57	-3,70	-0,08
1997	1,64	0,50	-1,48	-1,79	2,10	-2,63	-2,70	-0,08
1998	0,97	0,52	0,25	0,64	-0,11	-5,40	-2,30	-0,07
1999	0,43	0,62	1,18	3,66	-2,37	-6,89	-2,25	-0,12
2000	0,30	1,43	3,80	3,92	-1,06	-3,20	-0,61	-0,10

Not: Koyu olarak yazılmış oranlar ülkelerin enflasyon hedeflemesine başladığı yılları göstermektedir.

Kaynak: DEMİRHAN, 2001, 163

Türkiye'nin mali üstünlük ve mali baskınlık rakamlarını enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer ülkelerle karşılaştırmak durumun daha iyi anlaşılmasına yardımcı olacaktır. Tablo 15'te enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelere bazılarının ilişkin BA/GSYİH rasyosuyla hesaplanan mali baskınlık rakamları verilmiştir. Tablo 15 incelendiğinde, enflasyon hedeflemesine başladıkları tarih itibariyle, sadece Şili'nin bütçe fazlasına sahip olduğu diğer ülkelerin ise bütçe açığı olduğu görülmektedir. En yüksek mali baskınlık oranının %14.66 İsveç'de olduğu görülmektedir. Şili'den sonra en düşük oran %1.68 ile Yeni Zelanda'dadır. Tablo 14'den 2001 yılı itibariyle Türkiye'de bu oran %16 olduğu görülmektedir. Mali baskınlık oranı 2002 yılı itibariyle %14 olmuştur. Ancak hala çok yüksektir. Enflasyon hedeflemesine başladığında en yüksek mali baskınlığa sahip olan İsveç (%9.76)'den bile yaklaşık 4 puan daha yüksektir.

Grafik 13:
Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Mali Baskınlık
(BA/GSYİH Oranı)



Kaynak: Grafik Tablo 15'deki verilerden yararlanılarak hazırlanmıştır.

Grafik 13 incelendiğinde bu ülkelerin enflasyon hedeflemesine başladıkları yıllarda mali baskınlık oranının Türkiye'den daha düşük olduğu daha net bir biçimde görülmektedir.

Ülkelerin gelişmişlik düzeyleri açısından bakıldığında ise durum daha da vahim bir hal almaktadır. Tablo 16'e bakıldığında düşük gelirli ülkelerde bile mali baskınlık oranının %4.1 olduğu görülmektedir.

Tablo: 16 Ülke Grupları Açısından Mali Baskınlık ve Mali Derinlik Oranları(1995)(%)

	GOÜ-1	GOÜ-2	GOÜ-3	GÜ
M/GSYİH	25,4	40,1	70,0	71,2
BA/GSYİH	-4,1	-1,8	-2,2	-2,6

Not: GOÜ-1; Çin ve Hindistan haricindeki düşük gelirli ülkeler, GOÜ-2; düşük orta gelir düzeyli ülkeler, GOÜ-3; yüksek orta gelir düzeyli ülkeler

Kaynak: MALATYALI, 1998, s.55

Mali derinlik oranı diğer ülkelerle karşılaştırıldığında ise benzer sonuçlar ortaya çıkmaktadır. Tablo 17'den görüleceği üzere Türkiye'de mali derinlik 2001 yılı itibariyle %26 iken bu oran 1990'lı yıllarda enflasyon hedeflemesini uygulayan İngiltere ve İsveç'te %98, Şili'de %39'dur.

Tablo: 17 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Mali Derinlik(%)

	Yeni Zelanda	Kanada	İngiltere	İsveç	Şili	Brezilya	İsrail
Yıl	1990	1991	1992	1993	1991	1999	1992
M2/GSYİH	65	51	98	98	39	26	69

Kaynak: AKYAZI, 2004, s.226

Bu sonuçlar ışığında Türkiye'de mali derinliğin düşük, buna karşılık mali baskınlığın yüksek olduğu söylenebilir. Enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli olan bu koşulun Türkiye'de sağlanmadığı gözlenmektedir.

41032. Enflasyon Hedeflemesi İçin Diğer Koşullar

Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş için gerekli ön koşullardan biri enflasyon oranının yeterince düşük bir düzeyde olmasıdır. Mishkin bu oranın %15 olduğunu belirtmiştir. Türkiye'de 2001 yılında %68.5 olan enflasyon oranının son yıllarda önemli ölçüde düştüğünü gözlemlemekteyiz. Nitekim, örtük enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle

birlikte 2002 yılında TÜFE %29.7 ve 2003 yılında %18.4 olmuştur. 2004 yılı itibariyle %12 oranında TÜFE artışı hedeflenmiştir. Ancak Ekim ayı itibariyle 10 aylık TÜFE'nin %15 olduğu açıklanmıştır.

Türkiye'de enflasyon hedeflemesi stratejisinin ertelenmesine yol açan en önemli etkenlerden biri enflasyonda atalet oluşmasıdır. Geçmiş enflasyon yerine gelecekteki enflasyona endekslenen fiyatlama biçiminin giderek yaygınlaşması, enflasyon hedeflemesinin uygulanmasını kolaylaştıracaktır (www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html). Ancak Türkiye gibi uzun yıllar yüksek enflasyonla yaşamış bir ülke için bunun sağlanmasının kolay olmadığı açıktır. MB politikalarına duyulan güven bu ataletin kırılmasında en önemli etken olacaktır.

Gerekli veri tabanının oluşturulması ve ileri istatistiksel modellerin kullanılması enflasyon hedeflemesinde bir diğer ön şarttır. 2001 yılında hazırlanan kanunla verilerin toplanması konusunda tanınan yetki daha önce açıklanmıştır. MB Başkanı tarafından yapılan açıklamada istatistiksel yöntemlere ilişkin hazırlıkların tamamlandığı bildirilmiştir.

MB'nın 2002 yılı para ve kur politikasına ilişkin olarak hazırlanan metinde enflasyon hedeflemesine geçilmesinin ertelenmesinin nedenlerinden biri olarak döviz kuru artış hızı ile enflasyon arasındaki ilişkinin hala çok yüksek olması gösterilmektedir. Ancak dalgalı döviz kurunun bu ilişkiyi zayıflatacağı düşünülmektedir (www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html).

5. SONUÇ VE ÖNERİLER

Enflasyonun dünyada sorun haline gelmesi 1970'li yıllarda meydana gelen I. ve II. petrol şoklarıyla olmuştur. Enflasyon oranında meydana gelen hızlı artışların ekonomik ve sosyal alanda yarattığı yıkıcı etkiler çok geçmeden ortaya çıkmıştır. Hayat standardının yükselmesi, paranın fonksiyonlarının yerine getirebilmesi, fiyat sisteminin işler hale gelmesi, finansal disiplinin sağlanması, yatırımcıların, tüketicilerin kısaca tüm ekonomik birimlerin geleceği görebilmeleri, işgücü piyasasının etkin çalışması gibi fiyat istikrarının sağlanmasıyla elde edilebilecek kazanımların farkına varılması, fiyat istikrarını birincil amaç konumuna getirmiştir.

Fiyat istikrarı denildiğinde sıfır enflasyon, fiyat seviyesi hedeflemesi ve pozitif bir enflasyon oranı olarak anlaşılabilir. Ancak, nominal ücretlerin aşağıya doğru rijit olması, nominal faiz oranlarının negatif olamaması, senyoraj geliri ve enflasyon ölçümünde yapılan hatalar nedeniyle enflasyonun olduğundan daha yüksek hesaplanması gibi nedenlerle fiyat istikrarı denildiğinde pozitif ama düşük bir enflasyon oranının anlaşılması gerektiği hususunda genel bir konsensüs oluşmuştur.

Son yıllarda yaşanan önemli bir diğer gelişme de, para politikası teorisi, uygulamalar, tarihsel sürecinden elde edilen bilgiler ışığında düşük enflasyonun etkili bir para politikasının sonucu oluşabileceği konusunda ekonomistler arasında bir fikir birliğinin oluşmasıdır. Öte yandan bir diğer önemli uzlaşma, merkez bankasının öncelikli amacının fiyat istikrarının sağlanması olması ve bu hususun kanunla düzenlenmesi gerekliliği konusudur.

Merkez bankalarının fiyat istikrarını sağlamak amacıyla uygulayacağı politikaların kurala bağlı ya da kural benzeri politikalar olmasının gerekliliği, isteğe bağlı politikalar nedeniyle siyasi iktidarın para basma yetkisini keyfi bir şekilde kullanabileceği riskine bağlanmaktadır. Kurala bağlı politikalar olarak gösterilebilecek parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi ile kural benzeri politika olarak kabul edilen enflasyon hedeflemesi gibi

nominal çapalar, merkez bankalarının uygulayacakları politikalara sınırlamalar getirmekte ve keyfiliği ortadan kaldırmaktadır.

Parasal hedefleme stratejisi, M1, M2 gibi büyüklükler ile rezerv para ve para tabanı gibi merkez bankalarının kendi bilançolarında yer alan bykllerdeki hareketlerin hedeflenmesidir. Bu strateji, merkez bankasının para politikasını uygulayabilmesi, hedefin gerçekleştirilip gerçekleştirilmediğine ilişkin sonuçları hemen vermesi, para politikası uygulayıcılarının hesap verilebilirliğini arttırması gibi avantajlara sahiptir. Buna karşın yeni ödeme araçları, liberalizasyon ve sermaye hareketleri nedeniyle paranın dolaşım hızında meydana gelen değişmeler, parasal hedeflemenin uygulanması için gerekli olan paranın dolaşım hızının istikrarlı olması ve parasal göstergelerle enflasyon arasındaki ilişkinin yüksek olması şartlarının sağlanmaması sonucunu doğurmaktadır. Bu nedenle parasal hedefleme politikasını nominal çapa olarak kullanan ülke sayısında önemli bir azalma görülmektedir.

Örneğin, ABD, İngiltere ve Kanada'da uygulanan parasal hedefleme politikaları, 1974, 1979 ve 1990 yıllarında meydana gelen krizlerden başarıyla çıkamamıştır. Kanada 1982, ABD ve İngiltere'de 1990'lı yıllarda bu stratejiyi terk etmişlerdir. Almanya ise para talebinin istikrarlı olması ve parasal göstergelerin yanı sıra enflasyon oranını da gözetmesi nedeniyle bu stratejiyi hala başarıyla uygulamaktadır. Burada vurgulanması gereken nokta, Almanya'daki parasal hedefleme stratejisinin saf olmadığıdır. şöyle ki, Almanya'daki parasal hedefleme stratejisini diğer parasal hedefleme stratejilerinden ayıran bazı özelliklere söz konusudur: Sayısal bir enflasyon hedefi, uygulama bakımından çok esnek bir politika olması, pozitif enflasyon oranı, merkez bankası tarafından yapılan güçlü açıklamalar ve şeffaflık bunlar arasındadır. Bu zellikler Almanya parasal hedefleme stratejisini enflasyon hedeflemesine yaklaştırmaktadır.

Fiyat istikrarını sağlamada parasal hedefleme stratejisinin yanı sıra döviz kuru hedeflemesi de kullanılmıştır. Temelde döviz kurunun sabitlenmesi yoluyla enflasyon oranına ilişkin beklentilerin çapalanması mantığına dayanan döviz kuru hedeflemesi, yerli paranın ABD dibi düşük enflasyona sahip olan bir ya da daha fazla ülkenin parasına sabitlenmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Döviz kuru hedeflemesi; para talebi ve paranın dolaşım hızı gibi bilgilere gerek duyulmaması, ekonomik birimlere parasal hedeflemeden daha net sinyaller vermesi, yurt içi finansal disiplini güçlendirmesi gibi avantajlara sahiptir. Buna karşılık döviz kuru hedeflemesi; para politikasının kullanılmaması, para politikasının işleyişi hakkında sinyal işlevi gören döviz kurunun bu özelliğini kaybetmesi, ülkeleri spekülâtif saldırılara açık hale getirmesi ve finansal krizlerin ortaya çıkmasına ortam hazırlayan finansal kırılganlığı artırması gibi dezavantajları mevcuttur. Uygulamaya bakıldığında döviz kuru hedeflemesinin genellikle krizle sona eren bir politika olduğu görülmektedir. Bu krizlerin yaşandığı ülkelere örnek olarak Meksika, Brezilya, İngiltere ve Türkiye gösterilebilir

Parasal hedefleme stratejisinde olduğu gibi döviz kuru hedeflemesinde de olumsuz sonuçlarının ortaya çıkması, ülkeleri yeni bir nominal çapa arayışına itmiştir. Bu arayışların enflasyon oranının nominal çapa olarak kullanıldığı enflasyon hedeflemesi stratejisi ile son bulduğu görülmektedir. İlk defa Yeni Zelanda'da olmak üzere günümüzde yirmiye aşkın ülke tarafından uygulanan enflasyon hedeflemesinin oldukça popüler olduğu söylenebilir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulama fazlalığının nedeni, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin elde ettikleri başarıya bağlanabileceği gibi parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi stratejilerine alternatif olarak uygulanacak başka bir nominal çapanın olmayışına da bağlanabilir.

Yeni Zelanda'daki enflasyon hedeflemesi stratejisi performansının oldukça başarılı olduğu söylenebilir. Ancak aynı şeyi Brezilya için söylemek pek mümkün değildir. Çünkü, ülkenin kendi dinamikleri ve dış şoklar enflasyon oranının hedeflerin dışına çıkmasına neden olmuştur. Bir geçiş ekonomisi olan Polonya'daki enflasyon hedeflemesi uygulamasının da başarılı olduğunu söylemek mümkün değildir. Polonya'da uygulanan programa güvenin sağlanmaması, bazı yöntemsel yetersizlikler ve enflasyon hedeflemesinin gerektirdiği ön koşullara uyulmaması bu başarısızlığın nedeni olarak gösterilmektedir. Burada vurgulanması gereken nokta, enflasyon hedeflemesi ile bu iki ülkede enflasyon oranında önemli düşüşler yaşanmış olmasıdır. Ancak bu ülkelerde enflasyon oranları belirlenen hedeflerin üzerinde kalmıştır. Bu nedenle başarısız sayılmaktadırlar.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin incelenmesinden elde edilen sonuçlar belli başlıklar halinde sıralanabilir. Buna göre;

-Enflasyon hedeflemesi stratejisinin, hedeflenen orta vadeli bir enflasyon oranının kamuoyuna açıklanması, uzun dönem para politikasının tek amacının fiyat istikrarı olması, her türlü bilgidan yararlanılması, merkez bankasının şeffaflığının ve hesap verebilirliğinin olması, merkez bankasının para politikasının yönetiminde tam bağımsızlığa sahip olması ve para politikası için bir çapa sağlaması gibi özelliklerinin mevcut olduğu görülmektedir.

-Enflasyon hedeflemesi stratejisi; kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilmesi, merkez bankasının hesap verebilirliğini ve şeffaflığını arttırması, enflasyonla parasal büyüklükler gibi değişkenler arasında istikrarlı bir ilişkiyi gerektirmemesi gibi avantajlara sahiptir.

-Buna karşılık; enflasyonun kolaylıkla kontrol edilememesi, çok fazla rijit bir politika olması nedeniyle herhangi bir şok durumunda politikacıların gerekli önlemleri alamaması, mali baskınlığı önleyememesi, hedefe ulaşmada açıkça bir ara hedef konmaması, üretim istikrarsızlığını arttırma potansiyelinin olması gibi dezavantajları da bulunmaktadır.

-Enflasyon hedeflemesi stratejisi diğer nominal çapalar gibi bazı ön koşulların varlığı halinde başarıyla uygulanabilmektedir. Bunlar; tam bağımsız bir merkez bankasının olması, mali baskınlığın olmaması ve buna bağlı olarak mali derinliğin olması, ileri düzeyde ekonometrik modellerin kullanılması, makul bir enflasyon oranının olması, başka bir nominal çapanın kullanılmaması şeklinde sıralanabilir.

Türkiye'de uygulanan para politikalarına genel olarak bakıldığında tam anlamıyla başarılı olduğunu söylemek mümkün değildir. Ancak bu başarısızlık tamamen para politikalarının başarısızlığı değildir. Şöyle ki; Türkiye 1970'li yıllardan bu yana petrol krizleri(1974-1979), Kıbrıs Barış Harekatı(1974), Körfez Krizi(1994), Rusya Krizi(1998), yüksek kamu açıkları ve bu açıkların Merkez Bankası kaynaklarından karşılanması, siyasal istikrarın olmaması gibi iç ve dış nedenler ve uygulanan para politikasının fiyat istikrarı dışındaki amaçlara yönelmesine neden olmuştur.

Dünya genelinde para politikası uygulamalarına bakıldığında, 1980'li yıllarda parasal hedefleme politikasının terk edildiği görülmektedir. Buna karşın Türkiye'de 1994 ve 1999-2000 dönemi hariç parasal hedefleme stratejisi uygulanmaya devam ettiği gözlenmektedir.

Türkiye'de de yaygın olarak uygulama alanı bulan diğer nominal çapa ise döviz kuru hedeflemesidir. Döviz kuru hedeflemesi 1994 ve 1999 istikrar programlarıyla birlikte uygulanmış ancak diğer ülkelerde olduğu gibi başarılı olamamıştır. Döviz kuru hedeflemesinin uygulanabilmesi için bazı ön koşullar gerekmektedir. Bütçe disiplininin sağlanması, merkez bankası gerekli rezervlere sahip olması ve güçlü bir bankacılık sisteminin varlığı bunlardan bazılarıdır. Türkiye'nin bu şartları oluşturulamadığı söylenebilir. 2000 ve 2001 yıllarında meydana gelen krizler bunun en iyi göstergesidir.

Hangi nominal çapa kullanılarak para politikası uygulanırsa uygulansın, politikalara duyulan güvenin zayıf olması başarısızlığa davetiye çıkaran en önemli etkidir. Nitekim Türkiye'de de sürekli olarak yeni istikrar programları yürürlüğe konulmaktadır. Ancak bu programların hiçbirinin başarılı olamadığı görülmektedir. Bunun sonucunda Türkiye'nin neredeyse bütün nominal çapaları tükettiğini söylemek mümkündür. Son olarak uygulanacak olan bir nominal çapa *enflasyon hedeflemesi* kalmıştır. 2002 tarihinde uygulamaya konulan ekonomik programla birlikte şartların sağlanması durumunda enflasyon hedeflemesine geçileceği açıklanmıştır. Sözü geçen programda parasal hedefleme politikasının uygulanacağı ancak örtük olarak enflasyon oranının da takip edileceği belirtilmiştir.

Burada tartışılan konu enflasyon hedeflemesi stratejisinin Türkiye için uygun olup olmadığıdır. Bu kapsamda merkez bankasının bağımsız olması, mali baskınlığın olmaması, uygulanan politikaya güven duyulması, ileri ekonometrik modellerin kullanılması, enflasyon oranının makul bir seviyede olması ve merkez bankasının tek amacının fiyat istikrarı olması koşullarının sağlanıp sağlanmadığı tartışılmaktadır.

Merkez Bankası'nın tam bağımsızlığının 2001 yılında çıkarılan yasayla sağlandığı söylenebilir. Aynı yasayla Merkez Bankasının tek amacının fiyat istikrarının sağlanması olduğu belirtilmiştir. Merkez Bankası'nın istatistiksel bilgi toplama ve ileri ekonometrik modellerin kullanılması yönünde önemli aşama kaydettiği söylenebilir. Diğer önemli unsur

ise enflasyon oranının makul bir seviyede olmasıdır. 2004 Ekim ayı itibariyle %15 olarak açıklanan TÜFE'nin bu koşulu sağlamaya yöneldiği görülmektedir. Önceki yıllar itibariyle de TÜFE açıklanan hedeflerin altında kalmıştır. Ancak mali baskınlık hala çok yüksek düzeydedir. Gelişmiş ülkeler ve enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerle karşılaştırıldığında bu koşulun sağlanamadığı görülmektedir. Buna mukabil, mali derinliğin de yeterli olmadığı görülmektedir.

Bu stratejide önemli olan bir diğer öge politikaya güvenin sağlanmasıdır. Uzun yıllar yüksek enflasyonla yaşayan ve uygulanan tüm istikrar programları başarıya ulaşmayan bir ülkede bu güvenin sağlanması kolay değildir. Ancak Merkez Bankası tarafından açıklanan enflasyon hedefleriyle, beklenen enflasyon arasındaki farkın giderek azalması bu koşulun yerine getirilebileceğini göstermektedir.

Netice olarak, Türkiye'de enflasyon hedeflemesi için gerekli ön koşulların tamamen sağlanamadığı söylenebilir. 2002 yılından itibaren hedeflenen bütçe fazlası rakamlarına ulaşılması umut verici bir gelişmedir. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesine yakın bir zamanda geçilebileceğini söylemek güçtür. Petrol fiyatlarında meydana gelen artış 2004 Ekim ayı enflasyonun beklenenin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur. Bu gelişmesinin 2004 yılı enflasyon hedefinde bir sapmaya neden olmayacağı, ancak 2005 yılı için hedeflenen enflasyon oranında revizyona gidilmesini gerektirebileceği belirtilmiştir.

Gelinen aşamada örtük enflasyon hedeflemesinin devam etmesinin daha uygun olacağı düşünülebilir. Çünkü örtük enflasyon hedeflemesiyle bir takım başarıların elde edildiği görülmektedir. Ancak bu başarı sadece para politikasının başarısı olarak görülmemelidir. Türkiye'de yıllardır devam eden enflasyonun en önemli nedenleri olarak gösterilen siyasal istikrarsızlık ve bütçe açıklarında sağlanan iyileşmeler bu sonuca ulaşılmasında etkili olan önemli unsurlardır. Bütün bu gelişmeler sonucunda enflasyon oranının düşürülmesinde önemli bir mesafe kat edilmiştir. Diğer taraftan, örtük enflasyon hedeflemesine benzer bir politika Almanya tarafından uygulanmaktadır. Bu örneği dikkate alan AB'de Almanya modelini uygulamaya koymuştur.

Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesine geçilmesi için gerekli önkoşulların henüz sağlanamamış olması ve yakın bir zamanda da sağlanacağını güç olmasının düşünülmesi

nedeniyle açık enflasyon hedeflemesinden ziyade parasal göstergelerle enflasyon oranının birlikte hedeflendiği *ikili nominal çapanın*, Türkiye için uygun bir para politikası stratejisi olacağı düşünülmektedir.



YARARLANILAN KAYNAKLAR

a.Kitaplar

AKTAN, Coşkun Can

UTKULU, Utku

TOGAY, Selahattin : **Nasıl Bir Para Sistemi?**, 1.Baskı, İMKB, İstanbul, 1998.

AKYAZI, Haydar : **“Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Merkez Bankasına Alternatif Bir Yaklaşım Olarak Para Kurulu ve Türkiye’de Uygulanabilirliği Üzerine Bir Araştırma”**,
Yayınlanmamış Doktora Tezi, KTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü, Trabzon,1998.

AKYAZI, Haydar : **Enflasyon Hedeflemesi**, 1.Baskı, Seçkin Yayınları, İstanbul, 2004.

ARAT, Kürşat : **Türkiye’de Optimum Döviz Kuru Rejimi Seçimi ve Döviz Kurlarından Fiyatlara Geçiş Etkisinin İncelenmesi, Uzmanlık Yeterlilik Tezi**, TCMB, (Temmuz-2003).

<http://tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/KursadArad.pdf>

ÇAĞLAR, Ünal : **Döviz Kurları, Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar**, 1.Baskı, ALFA Basın Yayın Dağıtım, No:1307, İstanbul, 2003.

DEMİRHAN, Erdal : **Para Politikasının Değişen Yüzü ve Enflasyon Hedeflemesi**, Türkiye Bankalar Birliği Yayını, Yayın No:231, İstanbul, 2002.

DORNBUSCH, Rudiger

FISCHER, Stanley : **Makro Ekonomi**, Çevirenler: Salih AK, Mahir FİSUNOĞLU, Erhan YILDIRIM, Refia YILDIRIM, 1.Basım, McGraw-Hill–Akademi Ortak Yayını, İstanbul, 1998.

ERÇEL, Gazi : **Konuşmalar 1996-1998**, TCMB, Ankara, 1999a

EĞİLMEZ, Mahfi : **Hazine**, 3. Basım, Creative Yayıncılık, İstanbul, 2001.

EROĞLU, Ömer

ALBENİ, Mesut : **Küreselleşme Ekonomik Kriz ve Türkiye**, Bilim Kitabevi Yayınları, Isparta, 2002.

ERTÜRK, Emin

: **Makro İktisat Küresel Ekonomide Makro Ekonomik Analize Giriş**, 1.Baskı, Alfa Yayınları, Yayın No:530, İstanbul, 1999.

GÜLTEKİN, Bülent N.

YILMAZ, Kamil : **Para Kurulu: Nedir, Ne Zaman Gerekir?**, TESEV Vakfı Yayını, İstanbul, 1996.

GÜNAL, Mehmet

: **Merkez Bankasının Değişen Rolü Ve Para Politikası Uygulamaları**, 1.Baskı, İMKB, 2001.

HAZİROLAN, Ufuk

: **Inflation Targeting: Japanese Case and Prospects for Turkey**, T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, Araştırma ve İnceleme Dizisi, No:24, Ankara, 1999.

- İMER, Evrim : **Genel Kabul Gören Gözlemler Açısından Türkiye Ekonomisindeki Krizler ve Krizlerin Bulaşıcılığı Üzerine Bir Uygulama**, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Uzmanlık Yeterlilik Tezi, Ankara, Eylül 2003.
- İNAN, Emre A. : **Kur Rejimi Tercih ve Türkiye**, Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu, 2002.
- KARLUK, Rıdvan : **Türkiye Ekonomisi**, 7.Baskı, Beta Yayınları, Yayın No:1295, İstanbul, 2002.
- KEPENEK Yakup
YENTÜRK Nurhan : **Türkiye Ekonomisi**, 14. Basım, Remzi Kitabevi, İstanbul, 2003.
- KEYDER, Nur : **Para, Teori-Politika-Uygulama**, 6.Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 1998.
- _____ : **Para, Teori-Politika-Uygulama**, 8. Baskı, Seçkin Yayıncılık, Ankara, 2002.
- MISHKIN, Frederic S : **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Sixth Edition Update, International Edition, Addison Wesley Wold Student Edition, USA, 2003.
- OKTAR, Suat : **Kuramda ve Uygulamada Para Kurulu**, 1.Basım, Bilim Teknik Yayınevi, İstanbul, 1998a.
- _____ : **Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenirliliği ve Fiyat İstikrarı**, 1.Baskı, Bilim Teknik ;Yayınevi, İstanbul, 1998b.
- ÖZTÜRK, Serdar : **Enflasyon Hedeflemesi**, 1.Baskı, Derin Yayınları, Yayın No:33, İstanbul, 2003.

- ÖZYURT, Hasan : **Para Teorisi ve Politikası**, 1.Baskı, Derya Kitabevi, Trabzon, 2003.
- PARASIZ, İlker : **Para Politikası**, Gözden Geçirilmiş Genişletilmiş 6.Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2003.
- _____ : **Enflasyon Kriz ve Ayarlamalar**, 2.Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2002.
- _____ : **Para Politikası Türkiye Uygulaması**, 5.Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1998a.
- _____ : **Türkiye Ekonomisi 1923'den Günümüze İktisat ve İstikrar Politikaları**, 1.Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 1998b.
- PAYA, Merih : **Para Teorisi ve Politikası**, Filiz Kitabevi, İstanbul, 1994.
- SEYİDOĞLU, Halil : **Uluslararası İktisat Teori Politika ve Uygulama**, Geliştirilmiş 13. Baskı, İstanbul, 1999.
- SÖNMEZ, Sinan : **Dünya Ekonomisinde Dönüşüm Sömürgecilikten Küreselleşmeye**, 1. Baskı, İmge Kitabevi, Ankara, 1998.
- ŞAHİN, Hüseyin : **Türkiye Ekonomisi**, 7. Baskı, Ezgi Kitabevi, Bursa, 2002.
- USTA, Bülent : **Enflasyon Hedeflemesi; Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği**, TCMB Uzmanlık Tezi, 2003. <http://tcmb.gov.tr/kutuphane/TURKCE/tezler/BulentUsta.pdf>
- YILDIRIM, Oğuz : **Kura Dayalı İstikrar Politikalarının Etkinliği 1990-2000 Türkiye Örneği**, T.C. Anadolu Üniversitesi Açık Öğretim Fakültesi Yayınları, No:770, Eskişehir, 2003a

b.Makale ve Bildiriler

AIYAGARI, Rao S : “Deflating the Case for Zero Inflation”, **Federal Reserve Bank of Mineapolis Quarterly Review**, Vol:14, No:3 (Summer 1990). <http://minneapolisfed.org/research/qr/qr1431.pdf>

_____ : “Response to a Defense of Zero Inflation”, **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Vol:15, No:2 (Spring 1991).
<http://minneapolisfed.org/research/qr/qr1523.pdf>

AKTAN, Coşkun Can

DİLEYİCİ, Dilek : “Parasal Düzen ve Parasal Anayasa”, **Kamu Tercih ve Anayasal İktisat Dergisi**, Cilt:1, Sayı:2, (2001).
http://www.canaktan.org/canaktan_personal/personal-turkce/bilimsel-yayinlar-tamliste.htm

AKYAZI, Haydar

: “Alternatif Parasal Rejimlerde Fiyat İstikrarı: Enflasyon Hedeflemesi ve Para Kurulu Örnekleri”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:17, Sayı:190 (Ocak 2002), ss.72-100.

ALLEN, William A.

: “Inflation Targeting: The British Experience”, **Hand Books in Central Banking Lecture Series**, No.1, Bank of England, London, (January 1999).
<http://bankofengland.co.uk/ccbs/-publication/Ishb01.pdf>

ALPARSLAN, Melike

ERDÖNMEZ A., Pelin : “Enflasyon Hedeflemesi”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:35 (2000), ss.14-40.

- ASLAN, Hanefi M. : “Para Politikasında Friedman Kuralı, Optimal Senyoraç Teorisi ve Sıfır Enflasyon Üzerine Teorik Bir İnceleme”, **Liberal Düşünce Dergisi**, Sayı:30-31(Bahar-Yaz 2003), ss.203-226.
- BAHÇECİ, Sema : “Ortodoks ve Heterdoks İstikrar Programları: Seçilmiş Ülke Örnekleri ve 1994 Türkiye Deneyimi”, **DPT Ekonomik Modeller ve Stratejik Araştırmalar Genel Müdürlüğü Ekonomik Modeller Dairesi Başkanlığı Çalışma Raporları**, (Temmuz 1997).
<http://ekutup.dpt.gov.tr/ekonomi/politika/bahcecis/istikrar.html>
- BALAYLAR, Nilgün A.
DUYGULU, Aylin A. : “Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Para Kurulu Uygulamasının Değerlendirilmesi”, **Maliye İktisat Hukuk Yazıları**, Sayı:59(Nisan-Haziran-1998), ss.52-65.
- BALE, Malcolm
DALE, Tony : “Public Sector Reform in New Zealand and Its Relevance to Developing Countries”, **The World Bank Research Observer**, Vol:13, No:1, (February 1998), pp.103-121.
- BALINO, Tomas J. T.
ENOCH, Charles : “Currency Board Arrangements Issues and Experiences”, **IMF Occasional Papers**, Vol:151, August 1997.
- BARIŞIK, Salih : “Para Kurulu Sistemi Üstünlükleri ve Zayıf Yönleri”, **Gazi Üniversitesi İİBF Dergisi**, Cilt:3, Sayı:2(Güz-2001), ss.51-68.

- BARNETT, Richard
ENGINEER, Merwan : “When Is Price-Level Targeting a Good Idea” Issues in the Design of Explicit Targets for Price Stability, **Proceedings of a Conference Held by the Bank of Canada**, pp.101-143. <http://bankofcanada.ca/-publications/workingpapers/2000/barnett-final.pdf>
- BAYDUR, Cem Mehmet
SÜSLÜ, Bora : “1990’lı Yıllarda Türkiye’de Para Politikası Uygulamasında Çapalar”, **İMKB Dergisi**, Cilt:6 Sayı:21 (Ocak-Mart 2002), ss.37-85.
- BERNANKE, Ben S. : “A perspective on Inflation Targeting”, **BIS Review 15/2003**, 2003, pp.1-8. www.bis.org/review/r030325d.pdf (11.07.2004)
- BERNANKE, Ben S.
MISHKIN, Frederic S. : “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy”, **Journal of Economic Perspectives**, Vol:11, No:2 (Spring 1997), pp.97-116.
- BILLMEIER, Andreas : “The Early Years of Inflation Targeting”, **BERG Working Paper**, Review and Outlook, No. 31(August 1999).<http://www.uni-bamberg.de/sowi/economics/wenzel/forschung/publikationen/pberg31.pdf>
- BLEJER, Mario I.
LEONE, Alfredo M. : “Introduction and Overview”, Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies, **IMF Working Paper**, Seminar Held in Rio de Janeiro, Brazil, (May 3-5 1999), pp.1-7. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/strach1.pdf>

- BÖRÜMCEKÇİ, Haluk : “Para Politikasını Bekleyen Zorluklar”, **Dış Bank Ekonomik Araştırmalar, Makrodak**, Sayı:6 (2002.1), ss.7-24.
- BOGDANSKI, Joel
- TOMBINI, Alexandre A.
- WERLANG, Sergio R. : “Implementing Inflation Targeting in Brazil”, **IMF Seminar Paper**, pp.1-8. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/Werland.pdf> (07.07.2004)
- BRASH, Donald : “Inflation Targeting 14 Years On”, **Speech by Donald Brash at the American Economics Association Conference, Atlanta, 5 January 2002**, (11.06.2004)
<http://www.bis.org/review/r020121b.pdf>
- _____ : “Inflation Targeting in New Zealand: Experience and Practice”, **Institute for International Economic Studies, Stockholm University**, Seminar Paper, No:641, (July 1998), <http://www.iies.su.se/publications/seminarpapers/641.pdf>
- CARARE, Alina
- STONE, Mark R. : “Inflation Targeting Regimes”, **IMF Working Papers 2003/9**, pp.1-36.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0309.pdf> (01.01.2004)
- CARARE, Alina ve Diğ. : “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”, **IMF Working Paper**, (June 2002), pp.1-38.
- CARLSTROM, Charles T.
- FUERST, Timothy S. : “Monetary Policy Rules and Stability: Inflation Targeting versus Price-Level Targeting”, **Federal Reserve Bank of Cleveland**. <http://www.clevelandfed.org/research/com2002/0215.pdf> (10.01.2004)

- CHAN, Kenneth S.
 NGIAM, Kee-Jin : “Currency Crises And The Modified Currency Board System In Singapore”, **Pacific Economic Review**, (1998), pp.243-263.
- CHOI, Kyongwook
 JUNG, Chulho
 SHAMBORA, William : “Macroeconomics Effects on Inflation Targeting Policy in New Zealand”, **Economic Bulletin**, (November 2003).
<http://www.economicbulletin.uiuc.edu/2003/volume5/EB-03E50003A.pdf> (02.01.2004)
- CHRISTOFFERSEN, Peter
 SLOK, Torsten
 WESCOTT, Robert : “Is Inflation Targeting Feasible in Poland”, **Blacwell, Economic of Transition**, Vol:9, No:1 (March 2001).
<http://www.intranet.management.mcgill.ca/homepage/profs/christop/research/csweotfinal.pdf>
- CORBO, Vittorio
 HEBBEL-SCHMIDT, Klaus : “Inflation Targeting in Latin America”, **Center for Research on Economic Development and Policy Reform Working Paper**, No:80 (December 2000), pp.1-66,
<http://credpr.stanford.edu/pdf/credpr80.pdf>
- CUTİ, Florin V. : “Review of the Literature on the Comparison of Price Level Targeting end Inflation Targeting”, **Reserve Bank of New Zealand**, The Policy Targets Arregement: Reserve Bank Briefing Note and Related Papers, (September 2002), pp.67-71. http://www.rbnz.govt.nz/monpol/pta/2002ptab_full.pdf
- ÇAĞLAR, Ünal : “İstikrar Politikalarında Nominal Çapa Seçimi ve Para İkamesi”, **Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı:11 (Kasım 1997), ss.33-38

- ÇELEBİCAN, Gürhan : “Para Kurulu Sistemi”, **ASOMEDYA**, (Temmuz 1998), ss.30-44.
- ÇELEN, Serap : “İmalat Sanayi 1993-1998, Avrupa Ülkeleri, Japonya, Amerika ve Türkiye Karşılaştırması”, **TCMB İstatistik Genel Müdürlüğü Sektörel Değerlendirme Müdürlüğü**, (Ekim 2000), ss.1-52, <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/bach-int.pdf> (11.09.2004).
- DEBELLE, Guy : “Inflation Targeting in Practice”, **IMF Working Paper**, Asia and Pasific Research Department, (March 1997).
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp9735.pdf>
- _____ : “The Viability of Inflation Targeting for Emerging Market Economies”, **Reserve Bank of Australia Economic analysis Department**, (September 2000), pp.1-25.
<http://www.adelaide.edu.au/-econ/itemerging.pdf>
- DEMİR, Osman : “2000 Yılı Sonunda Yaşanan Finansal Kriz ve Uygulanan İstikrar Programı Üzerine Düşünceler”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:184 (Temmuz 2001), ss.54-64.
- DODGE, David : “Canada’s Monetary Policy Approach: It Works for Canadas”, **Speeches of Governor of the Bank of Canada**, (26 June 2001),pp.1-5.
<http://www.bankofcanada.ca/en/speeches/sp01-6.htm>
(15.08.2004)
- DOWN, Kevin : “A Rule to Stabilize the Price Level”, **The Cato Journal**, Vol. 15, No.1 (Spring/Summer-1995).
<http://www.cato.org/pubs/journal/cj15n1-3.html>

ERÇEL, Gazi : “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı:Kur ve Para Politikası Uygulaması”, TCMB, 9 Aralık 1999b.

FARES, Jean

LEMIEUX, Thomas : “Downward Nominal Wage Rigidity: A Critical Assesment and Some New Evidence for Canada”, Price Stability and Long-Run Target for Monetary Policy, Downward Nominal-Wage Rigidity and the Phillips Curve at Low Inflation, **Proceeding of a Conference Held By the Bank of Canada**, (June2000). <http://www.bank-banque-canada.ca/publications/working.papers/2000/fares-final.pdf>

FISCHER, Stanley

: “Why Are Central Banks Prusuing Long-Run Price Stability?”, Achieving Price Stability, **A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City**, (1996a), pp.7-34. <http://www.kc.frb.org/Publicat/sympos/1996/pdf/s96fisch.pdf> (21.01.2003)

_____ : “Maintaining Price Stability”,(1996b), Finance and Developmet, Vol:33, No:4 pp.34-37. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/12/pdf/fischer.pdf> (10.12.2003)

FLOOD, Robert

MUSSA, Michael : “Issues Concerning Nominal Anchors For Monetary Policy”, **NBER Working Paper Series**, No:4850(September 1994), pp.1-32.

FRAGA, Arminio

GOLDFAJN, Han

MINELLA, Andre

: “Inflation Targeting in Emerging Market Economies”, **NBER Macroeconomics Annual 2003**, Vol:18, pp.1-50. <http://www.nber.org/books/-macro18/fraga-et-al6-9-03.pdf>

- FRENKEL, Roberto : “Arjantin: On-yıllık Bir Konvertibilite Rejiminin Hikayesi”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:195 (Haziran 2002), ss.13-28.
- GHOSH, Atish R.
GULDE, Anne-Marie
WOLF Holger C. : “Currency Boards More Than a Quick Fix”, **Economic Policy**, Vol:15, Issue:31 (October 2003), pp.269-335.
<http://www.blackwell-synergy.com>
-
- _____ : “Currency Boards: The Ultimate Fix”, **IMF Working Paper**, (January 1998), pp.1-22.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9808.pdf>
(07.07.2004)
- GOODFRIEND, Marvin : “Monetary Policy Comes of Age: A 20th Century Odyssey”, **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, Vol:83, No:1(Winter 1997), pp.1-22.
- GRAMLICH, Edward M. : “Inflation Targeting”, **The Federal Reserve Board Speech**, pp.1-9. <http://federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2000/20000113.htm>
- GULDE, Anne-Marie : “The Role of the Currency Board in Bulgaria’s Stabilization”, **IMF Policy Discussion Paper**, (April 1999), pp.1-21. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/pdp/1999/pdp03.pdf>
- GURTNER, François J. : “Currency Board and Debt Trap: Evidence From Argentina and Relevance for Estonia”, **Centre for Economic Reform and Transformation(CERT)**, Discussion Paper 2002/4, (February 2002), pp.1-24.
<http://www.sml.hw.ac.uk/cert/wpa/2002/dp0204.pdf>

- GÜLOĞLU, Bülent : “İstikrar Programında İstikrarsızlığa(Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizleri)”, **Yeni Türkiye Dergisi**, Kriz Özel Sayısı 1, (Eylül-Ekim 2001). [http://www.econturk.org/Turkiye ekonomisi/bulent1.pdf](http://www.econturk.org/Turkiye_ekonomisi/bulent1.pdf) (21.12.2003)
- HANKE, Steve H. : “How to Establish Monetary Stability in Asia”, **The Cato Journal**, Vol:17, No:3 (Winter 1998), <http://www.cato.org/pubs/journal/cj17n3.html>
- HANKE, Steve
SCHULER, Kurt : “A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dolarization”, **Cato Journal**, Vol:18, No:3 (Winter 1999) pp.405-419. <http://www.cato.org/pubs/journal/cj18n3/cj18n3-11.pdf>
- _____ : “Currency Boards For Developing Countries: A Handbook”, 2000, <http://users.erols.com/kurrency/icegrev.htm> (22.05.2003)
- HORSKA, Helena : “Inflation Targeting in Poland –A comparison with the Czech Republic”, **The Advanced Studies Program at the Kiel Institute of World Economics University of Economics, Prague**, Final Version 28.05.2001. (http://www.cse.cz/soubory/mlady-ekonom/2001/horska_me-2001.pdf 11.08.2004),
- HOPKINS, Lee H. : “Defending Zero Inflation: All for Naught”, **Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review**, Vol:15, No:2 (Spring 1991). <http://minneapolisfed.org/research/qr/qr1522.pdf>

- HRISTOV, Kalin
ZAIMOV, Martin : “Shadowing The Euro: Bulgaria’s Monetary Policy Five Years On”, **BIS Papers**, pp.61-78. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap17f.pdf> (10.06.2004)
- ISSING, Otmar : “Why Price Stability?”, **First ECB Central Bank Conference, Frankfurt, Germany**, (November 2000), pp.179-202. <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/whypricestabilityen.pdf>.
- JONAS, Jiri
- MISHKIN, Frederic S. : “Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects”, **NBER Working Paper Series Working Paper 9667**, pp.1-61. <http://papers.nber.org/-papers/w9667.pdf> (05.12.2003)
- KADIOĞLU, Ferya
ÖZDEMİR, Nilüfer
YILMAZ, Gökhan : “Inflation Targeting in Developing Countries”, **The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Discussion Paper 50**, (September 2000), pp.1-52. <http://www.tcmb.gov.tr/~research/discus/dpaper50.pdf>
- KADIOĞLU, Ferya
KOTAN, Zelal
ŞAHİNBEYOĞLU, Gülbin : “Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri: Türkiye 2000”, **TCMB**, Temmuz 2001. www.tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper51.pdf (11.08.2004)
- KAHN, George A. : “Achieving Price Stability: A 1993 Report Card”, **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, First Quarter 1994, pp.5-19, <http://www.kc.frb.org/PUBLICAT/ECONREV/pdf/1q94kahn.pdf>. (03.05.2003)

- _____ : "Current Issues in the Design and Conduct Of Monetary Policy", **Paper Prepared for the RBI/IGIDR Fifth Annual Conference**, (January 2003), pp.1-12. http://imf.org/external/np/-speeches/2003/01_3003.htm (25.04.2004)
- KAHN, George A.
- PARRISH, Klara : "Conducting Monetary Policy with Inflation Targets", **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Third Quarter, 1998, pp. 5-32, <http://kc.frb.org/publicat/econrev/PDF/3q98kahn.pdf> (12.11.2003)
- KAPLAN, Hayrettin : "Para Kurulu ya da 1TL=1\$", **Active Bankacılık ve Finans Makaleleri-1**, (1999), ss.19-30.
- KARASOY, Almila
- SAYGILI, Mesut
- YALÇIN, Can : "Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri", **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği**, No:9801 (Mart 1998), ss.1-49.
- KELEHER, Robert E. : "Establishing Federal Reserve Inflation Goals", **A Joint Economic Committee Study**, (April-1997), pp.1-10. <http://www.house.gov/jec/fed/fed/response.pdf>.
- _____ : "Monetary Policy in Low Inflation/Deflation Environments", **Joint Economic Committee United States Congress**, (May-2003), pp.1-7. <http://www.house.gov/jec/fed/fed/goals.pdf>
- KESRİYELİ, Mehtap : "1980'li yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri", **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü**, Yayın No:97/4 (Mart 1997), ss.1-31.

- KEYDER, Nur : “Türkiye’de 2000-2001 Krizleri ve İstikrar Programları”, **İktisat İşletme Finans Dergisi**, Sayı:2003 (Haziran 2001), ss.37-53.
- KIM, Chong Y. : “The System of Currency Board: The Experience of Argentina”, **Le Moyne College Working Paper Series** WP2003-006, (July 2003), pp.1-16.
http://www.lemoyne.edu/library/mgmt_wp/wp2003-06.pdf
- KING, Mervyn : “The Inflation Target Ten Years On”, **BIS Review**.
<http://www.bis.org/review/r021126c.pdf>,(02.02.2004)
- LEIDERMAN, Leonardo
- BUFMAN, Gil : “Inflation Targeting Under a Crawling Band Exchange Rate Regime: Lessons from Israil”, Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies, **IMF Working Paper**, Seminar Held in Rio de Janerio, Brazil, (May 3-5 1999) pp.70-94. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/strach9.pdf>
- LONGWORTH, David : “Inflation and The Macroeconomy: Changes From The 1980s To The 1990s”, **Bank of Canada Review**, (Spring/2002), pp.3-18. <http://www.bankofcanada.ca/publications/review/longworthe.pdf>
- MALATYALI, Kamuran : “Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **DPT Yıllık Programlar ve Konjunktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları**, (1998-01), ss.1-39.
<http://ekutup.dpt.gov.tr/-para/malatyak/enflasyon.html>

MASSON, Paul R.

SAVASTANO Miguel A.

SHARMA, Sunil : “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”, **IMF Working Paper WP/97/130**, (August 1997), pp.1-53.

MEYER, Laurence H. : “Inflation Targets and Inflation Targeting”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, Vol:83, No:6 (November/December 2001), pp.1-13.

McCALLUM, Bennett T. : “Inflation Targeting In Canada, New Zealand, Sweden, The United Kingdom, And In General”, **NBER Working Paper Series**, Working Paper 5579 (May 1996), pp.1-17.

_____ : “Issues in Inflation Targeting”, Price Stability and Long-Run Target for Monetary Policy, **Proceeding of a Conference Held By the Bank of Canada**, (June 2000), www.bankofcanada.ca/-publications/workingpapers/2000/barnett-final.pdf, (11.12.2002)

MINELLA, Andre ve Diğ. : “Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility Under Exchange Rate Volatility”, **Banco Central Do Brasil Working Paper Series**, WP No:77(July 2003a), pp.1-32.

MISHKIN, Frederic S. : “From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons From the Industrialized Countries”, Stabilization and Monetary Policy: The International Experience, **Perpared for the Bank of Mexico Conference**, (January 2000a), pp.1-39.

<http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/00BOMEX.pdf>
(10.12.2004)

_____ : “What Should Central Banks Do?”, **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, (November/ December 2000b), pp.1-13.

_____ : “Issues in Inflation Targeting”, Price Stability and Long-Run Target Monetary Policy, **Proceedings of a Seminar Held by the Bank of Canada**, (June 2000c), pp.203-222.
<http://www.bankofcanada.ca/publications/working.papers/2000/mishkin.pdf>

_____ : “Why Price Stability?”, **First ECB Central Bank Conference, Frankfurt, Germany**, (November 2000d), pp.208-212. http://ecb.int/home/conf/cbc1/cbc_mishkin.pdf

_____ : “International Experiences With Different Monetary Regimes”, **Journal of Monetary Economics**, Vol:43, Issue:3, pp.579-605, (January 1999), (13.02.2004)

_____ : “International Experiences With Different Monetary Regimes”, **Institute for International Economic Studies, Seminar Paper No:648**, (August 1998), pp.1-45.
<http://www.iies.su.se/ftpserver/sempaper/pdf/fs648a4.pdf>

MISHKIN, Frederic S.

SCHMIDT-H. Klaus S. : “One Decade of Inflation Targeting In The World: What Do We Know And What Do We Need To Know”, **Central Bank Of Chile**, Fourth Annual Conference of the Central Bank of Chile, 10 Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges, (November 2000), pp.1-49.
http://www.bcentral.cl/eng/stdpub/conferences/annual/pdf/fmishkin_kschmidthebbel.pdf

- NICIAS, Tito : “The Brazilian Inflation Targeting Experience”, Inflation Targeting Experiences England, Finland, Poland, Mexico, Brazil, Chile, **The Central Bank of The Republic of Turkey**, 2000, pp.132-144.
www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/enf_kitap/Cover-Foreword-Contents.pdf
- OKTAR, Suat
- TOKUCU, Erkan : “Yeni Bir Para Politikası Stratejisi olarak Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği”, **Banka Mali ve Ekonomik Yorumlar Dergisi**, Sayı:4 (Nisan 2001), ss.5-28.
- ORLOWSKI, Lucjan T. : “A Dynamic Approach to Inflation Targeting in Transition Economies”, **ZEI Working Paper**, (2000), pp.1-43.
http://zei.de/download/zei_wp/B00-11.pdf (07.08.2004)
- ÖĞRETMEN, Eren : “Enflasyon Hedeflemesi-Uygulama Özellikleri” **TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü**, (Temmuz 2004),
www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/EnflasyonHedeflemesi2.pdf (10.08.2004)
- ÖZDEMİR, Alim K.
- ŞAHİNBEYOĞ., Gülbin : “Alternatif Döviz Kuru Sistemleri”, **TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği**, (Eylül 2000). <http://tcmb.gov.tr/research/discus/dpaper39.pdf> (13.12.2002)
- PAO, Jay W. : “The Currency Board Arrangement and the Macao Experience”, **AMCM Quarterly Bulletin**, Issue No:9 (October 2003), pp.35-50. http://amcm.gov.mo/publication/quarterly/Oct2003/CBA_en.pdf

- PARKIN, Michael : “What Have We Learned About Price Stability?”, Price Stability and Long-Run Target for Monetary Policy, **Proceeding of a Conference Held By the Bank of Canada**. <http://www.bank-banque-canada.ca/publications/working.papers/2000/parkin.pdf>
- POLANSKI, Zbigniew : “Poland’s Experience with Inflation Targeting”. Inflation Targeting Experiences England, Finland, Poland, Mexico, Brazil, Chile, **The Central Bank of The Republic of Turkey**, 2000, pp.85-98.
www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/kitaplar/enf_kitap/Cover-Foreword-Contents.pdf
- POOLE, William : “Is Inflation Too Low?”, **The Cato Journal**, Vol:18, No:3 (Winter 1999). <http://www.cato.org/pubs/journal/cj18n3/cj18n3-15.pdf>, (11.12.2003)
- POSEN, Adam S
- MISHKIN, Frederic S. : “Inflation Targeting: Lessons from Four Countries”, **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, Vol:3, No:3 (August 1997), pp.9-99.
<http://www.ny.frb.org/research/epr/97v03n3/9708intro.pdf>
- POU, Pedro : “Argentina’s Structural Reforms of the 1990s”, **Finance and Development**, Vol:37, No:1 (March 2000).
<http://imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/03/pou.htm>
- RICH, George : “Swiss Monetary Targeting 1974-1996: The Role of Internal Policy Analysis”, **European Central Bank Working Paper Series**, No:236 (June 2003), pp:1-50.
<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp236.pdf>

- SCHMID, Peter : "Monetary Targeting in Practice: The German Experience"
Central For Financial Studies Working Paper,
 No:1999/03 (1999). http://www.ifk-cfs.de/paper/99_03.pdf
- SHERWIN, Murray : "Strategic Choices in Inflation Targeting: The New Zealand Experience", Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies, **IMF Working Paper**, Seminar Held in Rio de Janeiro, Brazil, (May 3-5 1999) pp.15-27. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/strach3.pdf>
- SCHULER, Kurt A. : "Currency Boards", George Mason University, Ph.D., Dissertation, Virginia, 1992, <http://www.erols.com/kurrency>
- _____ : "The Case for a Russian Currency Board System", **The Cato Journal**, No:49 (October 1998). http://cato.org/pubs/fpbriefs/fbp_049es.html
- SLAVOVA, Stefka : "Money Demand During Hyperinflation and Stabilization: Bulgaria, 1991-2000", **Applied Economics**, Vol:35, Issue:11 (July 2003), pp.1303-1316.
- TAYLOR, John B. : "How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability?-Conceptual Issues", Achieving Price Stability", **A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City** pp.181-195. <http://www.kc.frb.org/Publicat/sympos/1996/pdf/s96tayl.pdf>

- TELATAR, Erdiņ : “İstikrar Programlarında Nominal ıpa Seçimi ve Uygulama Sonuçları”, **Hacettepe Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi**, Cilt:18, Sayı:2 (2000), ss.459-487.
- TOGAY, Selahattin
BARIŞIK, Salih : “Arjantin’de Para Kurulu Uygulamasının Yarattığı Sonuçlar”, **Ekonomik Yaklaşım lm Dergisi**, Gazi Üniversitesi İktisat Bölümü, Cilt No:11, Sayı:38 (Gz-2000), ss.85-111.
- TOKUCU, Erkan : “Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Ara Hedef Yaklaşımı”, **Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi**, Sayı:5 (Haziran 2001), ss.1-16.
- UYGUR, Ercan : “Enflasyon Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı:157, (Aralık 2001a), ss.7-23
- _____ : “Krizden Krize Türkiye: 2000 Kasım ve 2001 Şubat Krizleri”, **Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni**, No:2001/1 (Nisan 2001b), ss.1-40.
- VASILEVA, Elena : “Currency Board and the Bulgarian Experience”, **Agency for Economic Analysis and Forecasting Bulgaria**, (2002), pp.1-17.
<http://eaces.gelso.unitn.it/Eaces/work/Papers/Currency%20Board%20and.pdf>
- YAY, Gülsün G. : “Enflasyonu Düşürme Politikalarının Maliyetleri: Teori, Uygulama ve Türkiye”, **İktisat İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl:16, Sayı:184 (Temmuz 2001), ss.66-83.

YILDIRIM, Oğuz : “Kura Dayalı İstikrar Politikası Teori ve Ülke Uygulamaları”, TC Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı Ekonomik Araştırmalar Genel Müdürlüğü, No: 34 (Mart 2003b).

c.Diğerleri :

BANCO CENT. D. BRAZIL : Open Letter, Brasilia, (21 January 2003).
<http://www.bcb.gov.br/ingles/mPag.asp?perfil=1&cod=188&codP=172&idioma=1>

_____ : Open Letter, Brasilia, (19 February 2004).
<http://www.bcb.gov.br/ingles/mPag.asp?perfil=1&cod=188&codP=172&idioma=1>

_____ : Open Letter, Brasilia, (2002).
<http://www.bcb.gov.br/ingles/mPag.asp?perfil=1&cod=188&codP=172&idioma=1>

DPT : DPT Mali Piyasalarda Gelişmeler Raporu, 2000

ERÇEL, Gazi : Türkiye’de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri, Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi, Ankara 14 Kasım 1996. www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1996/kitap6.html

_____ : Türkiye Ekonomisinin Makro Ekonomik Özellikleri ve Beklentiler, Prag, (26 Eylül 2000).
www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konumsa/tur/2000/MAKROEKONOMIK.html.

- HONG KONG MONETA. A. : “Legal Frameworks of Currency Board Rejimes”,
Quarterly Bulletin, (August 1999), pp.50-63, (23.07.2004)
<http://www.info.gov.hk/hkma/eng/public/qb9908/fa03.pdf>
- NATIONAL B. OF POLAND : “Monetary Policy Strategy Beyond 2003”, **NBP**,
(07.08.2004), http://www.nbp.pl/en/publikacje/O_polityce_pienieznej/stratgy_beyond_2003.pdf
- POLAND M. POL. COUNCIL : “Medium-Term Strategy of Monetary Policy (1999-2003)
Warsaw, (September 1998), http://nbp.pl/en/publikacje_Pienieznej/strategia.pdf
- RESER. B. OF N. ZEALAND : Policy Target Agreement(March 1990)
Policy Target Agreement(December 1990)
Policy Target Agreement(1992, 1996, 1997)
New Policy Target Agreement(16 December 1999)
Policy Target Agreement (2002)
- SERDENGECİTİ, Süreyya : 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para
Politikası Uygulaması, 9 Aralık 1999, [www.tcmb.gov.tr/
yeni/evds/yayin/paraprog2/baskanmat5y.html](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/paraprog2/baskanmat5y.html)
- _____ : ODTÜ Ekonomi Konferansı Açılış Konuşması, 6 Eylül
2003a, [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/konusma
odtutur.php](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/konusma_odtutur.php)
- _____ : TCMB 2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi
Basın Duyurusu, Sayı:2003-2, 3 Ocak 2003b
[http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/DUY2003-
2.htm](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003/DUY2003-2.htm)

- _____ : TCMB Türk Ekonomisine Bir Bakış, Nisan 2003c,
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2003imfbahar2003.pdf>
- _____ : TCMB, 2004 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi
 Hakkında Basın Duyurusu, Sayı:2004-1, 2 Ocak 2004
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2004/DUY2004-1.php>
- TCMB : 1997-2003 Yıllık Raporları
- _____ : TCMB Para Politikası Raporu, Temmuz 2004-II
- _____ : TCMB Plan ve Bütçe Komisyonu Merkez Bankası Sunuşu,
 Kasım 2001a, [http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds /konumsa /tur/2001/tbmm/PBKsunu.html](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konumsa/tur/2001/tbmm/PBKsunu.html)
- http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/fiyat_istikrar.pdf
<http://www.boj.or.jp/en/sesisaku/00/pb/data/k001013a.pdf>
http://www.centralbanking.co.uk/publications/journalist/pdf/CB_XII_3_king.pdf
<http://www.arsiv.hurriyetim.com.tr/hur/turk/01/03/25/ekonomi/02eko.htm>
http://www.econ.ucsc.edu/grands/ralfhepp/econ130/Chapter20_LectureOverleads.pdf
[http://groups.yahoo.com/group/ueuluslararasıiktisat/files/2.uluslararası%80%AO%AO%FD%20\[Uluslrs%20%80%AO%AO%DDkt.-11\]/](http://groups.yahoo.com/group/ueuluslararasıiktisat/files/2.uluslararası%80%AO%AO%FD%20[Uluslrs%20%80%AO%AO%DDkt.-11]/)
<http://cato.org/pubs/journal/cj17n3-9.html>
<http://www.e-konomistdergi.com/makaleler/merkezbank.htm>
<http://www.users.erols.com/kurrency/intro.htm>,
http://www.tcmb.gov.tr/yeni/gen_sek/parapolitikasi_files/frame.htm
http://www.bilkent.edu.tr/~yeldane/Yeldan01_14Nisan_IMFProgrami.pdf
<http://www.dtm.gov.tr/ead/DTDERGI/OCAK2003/istikrar.htm>
<http://www.e-konomistdergi.com/makaleler/merkezbank.htm>
www.econturk.org/Turkiyeeconomisi/oksay4.pdf
www.info.gov.hk/hkma/eng/public/qp9908/fa03.pdf,s.52
<http://www.haberbilgi.com/haber/ekonomi/sta-0202/arjantin.html,s.5-6>
http://www.belgenet.com/eko/mb_020102.html
www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY2002-01.html
www.aso.org.tr/asomedyat/temmuz2001-ft.html#buyutec
<http://www.econturk.org/Turkiyeeconomisi/bayram.doc>
http://econ.ucsc.edu/grands/ralfhepp/econ130/Chapter20_LectureOverheads.pdf
<http://users.erols.com/kurrency/icegrev.htm>
http://bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_BSB/IktisatToplum-16Aralik-
<http://www.aebrazil.com/highlights/2004/jul/02/39.htm>
http://www.bilkent.edu.tr/%7Eyeldanbs/Yazilar_BSB/BSBgegp.doc
<http://ifs.abdi.net/imf/>
<http://www.org/external/pubs/ft/weo/weo0598>

Özgeçmiş

Nuran ÖZTÜRK, 1977 yılında Trabzon'un Akçaabat ilçesinde doğdu. İlk, orta ve lise öğrenimini Trabzon merkezde tamamladı. 1995 yılında K.T.Ü Tirebolu Meslek Yüksek Okulu Bilgisayarlı Muhasebe ve Vergi Uygulama Bölümünde önlisans eğitimine başladı. Bu bölümü 1997 yılında ikincilikle bitirdi. Aynı yıl K.T.Ü İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümüne dikey geçişe hak kazandı. 2000 yılında bu bölümden bölüm birincisi ve fakülte dördüncüsü olarak mezun oldu. 2000 yılında KTÜ Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalında yüksek lisans eğitimine başladı.

ÖZTÜRK, bekar olup, İngilizce bilmektedir.