

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI
İKTİSAT POLİTİKASI BİLİM DALI**

**ENFLASYON HEDEFLEMESİ:
ÜLKE UYGULAMALARI VE TÜRKİYE**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**Hazırlayan
Emine ÇALIK**

**Tez Danışmanı
Prof.Dr. Arslan YİĞİDİM**

Ankara-2009

ONAY

Emine alık tarafından hazırlanan “*Enflasyon Hedeflemesi: Ülke Uygulamaları ve Türkiye*” başlıklı bu çalışma, 27 Nisan 2009 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda *oybirliğı* ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İktisat Anabilim dalı, İktisat Politikası Bilim dalında Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

[imza]

.....

[Unvanı, Adı ve Soyadı] (Başkan)

.....

[imza]

.....

[Unvanı, Adı ve Soyadı]

.....

[imza]

.....

[Unvanı, Adı ve Soyadı]

.....

ÖNSÖZ

1990 yılında Yeni Zelanda'nın uyguladığı enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyonu düşürme konusunda başarılı olması, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesine yönelmesine neden olmuştur. Çalışmada, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerden İngiltere, İsveç, Kanada, Yeni Zelanda, Brezilya, İsrail ve Şili'ye yer verilmiştir. Söz konusu ülkelerde uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin; para politikasının temel amacı olarak fiyat istikrarının seçilmesi, merkez bankalarının bağımsızlığı ve enflasyon hedeflemesi öncesi dönemde reform sürecinden geçilmesi gibi ortak özellikleri olmakla birlikte uygulamada farklılıklar bulunmaktadır.

Çalışmada, seçilen ülkelerin enflasyon hedeflemesi stratejisine uyum sürecine, uyguladıkları enflasyon hedeflemesinin özelliklerine ve elde ettikleri sonuçlara yer verilmektedir. Bu bağlamda; işbu çalışmada amaçlanan, ülkelerin enflasyon hedeflemesi stratejisi doğrultusunda uyguladıkları para politikaları ile elde ettikleri sonuçların ardından, uygulamada farklılıklar olup olmadığının belirlenmesidir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini 1990'lı yılların başından itibaren aralıksız olarak uygulayan ülkeler arasından seçilen ülkelerin yanı sıra, çalışmada Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisine de yer verilmekte ve kısa bir enflasyon hedeflemesi geçmişi olmasına rağmen Türkiye'nin enflasyon hedeflemesinden elde ettiği sonuçlar değerlendirilmektedir. Bu bağlamda, çalışmadan elde edilen sonuçların, Türkiye'de enflasyon hedeflemesi stratejisi doğrultusunda uygulanan para politikasına yardımcı olacağı düşünülmektedir.

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa</u>
ÖNSÖZ	i
İÇİNDEKİLER	ii
KISALTMALAR	vi
TABLolar	vii
GRAFİKLER	viii
GİRİŞ	1

I. BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ

A. PARA POLİTİKASININ DEĞİŞEN YÜZÜ	3
B. ENFLASYON HEDEFLEMESİ NEDİR?.....	6
C. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN TEMEL ÖZELLİKLERİ	8
D. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI	10
1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Avantajları	10
2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Dezavantajları	12
E. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN ÖN KOŞULLARI	13
1. Fiyat İstikrarı Amacına Sıkı Bir Biçimde Bağlılık	13
2. Bağımsız Bir Merkez Bankası	14
3. Para Politikası Uygulamalarında Şeffaflık ve Hesap Verebilirliğin Sağlanması	15
4. Güçlü ve Gelişmiş Piyasalar	15
5. Düşük Mali Baskınlık - Güçlü ve İstikrarlı Bir Maliye Politikası	16
6. Teknik Altyapının Sağlanması	16

II.BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNDE ÜLKE UYGULAMALARI

A. YENİ ZELANDA	18
1. Yeni Zelanda'da Enflasyon Hedeflemesine Uyum Süreci	18
a. Yasal Çerçeve	20
b. Politika Hedefleri Anlaşması (PTA)	21
2. Yeni Zelanda'nın Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi	25
B. KANADA	30
1. Kanada'nın Enflasyon Hedeflemesi Süreci	30
2. Kanada'nın Enflasyon Hedeflemesinin Özellikleri	32
3. Kanada'nın Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi	35
C. İNGİLTERE	39
1. İngiltere'nin Enflasyon Hedeflemesinin Tarihsel Süreci	39
2. İngiltere'nin Enflasyon Hedeflemesinin Özellikleri	42
3. İngiltere'nin Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi	46
D. İSVEÇ	49
1. İsveç'in Enflasyon Hedeflemesine Uyum Süreci	49
2. İsveç'in Enflasyon Hedeflemesinin Özellikleri	51
3. İsveç'in Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi	56
E. BREZİLYA	59
1. Brezilya'nın Enflasyon Hedeflemesi Süreci	59
2. Brezilya'nın Enflasyon Hedeflemesinin Özellikleri	60
3. Brezilya'nın Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi	61
F. İSRAİL	65
1. İsrail'in Enflasyon Hedeflemesi Süreci	65
2. İsrail'in Enflasyon Hedeflemesinin Özellikleri	66
3. İsrail'in Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi	68

G. ŞİLİ	72
1. Şili'nin Enflasyon Hedeflemesi Süreci	72
2. Şili'nin Enflasyon Hedeflemesinin Özellikleri	73
3. Şili'nin Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi	74

III. BÖLÜM

TÜRKİYE'NİN ENFLASYON HEDEFLEMESİ DENEYİMİ

A. TÜRKİYE'NİN ENFLASYON HEDEFLEMESİNE GEÇİŞ SÜRECİ	78
1. Enflasyon Hedeflemesi Öncesi Dönem	78
2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2002-2005)	88
3. Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2006 - ...)	93
B. TÜRKİYE'NİN ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖZELLİKLERİ	94
1. Enflasyon Hedefi ve Hedefleme Süresi	94
2. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri	95
3. Hedefin Değerlendirilmesi	96
4. Tahmin Ufku	96
5. Temel Politika Aracı	96
6. Hedeften Sapma ve Hesap Verme	97
7. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik	98
8. Orta Vadeli Bakışın Yaygınlaşması.....	100
9. Hedeflerin Değiştirilme Koşulları	100
10. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Kamu Kesiminin Rolü	101
11. Karar Alma Süreci	102
C. TÜRKİYE'NİN ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ	103

IV. BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİNDE FARKLI UYGULAMALAR

A. İMKANSIZ ÜÇLEME PROBLEMİ.....	106
B. DAHA ESNEK ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ	108

C. REKABET GÜCÜNE SAHİP İSTİKRARLI DÖVİZ KURU	110
D. MALİ BASKINLIK DURUMU	111
SONUÇ	112
KAYNAKÇA	117
EKLER	124
ÖZET	141
ABSTRACT	142

KISALTMALAR

a.g.e.	: Adı geçen eser
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
API	: Açık piyasa işlemleri
BCB	: Brezilya Merkez Bankası
BOC	: Kanada Merkez Bankası
BOI	: İsrail Merkez Bankası
BRL	: Brezilya Reali
CBC	: Şili Merkez Bankası
CMN	: Brezilya'nın Milli Para Kurulu
CPI	: Tüketici Fiyat Endeksi
CPIX	: Yeni Zelanda'nın Çekirdek Enflasyon Oranı
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
ECU	: Avrupa Para Birimi
EPB	: Ekonomik ve Parasal Birlik
GSYİH	: Gayri safi yurtiçi hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
MPC	: İngiltere Para Politikası Kurulu
OECD	: Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü
OPEC	: Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü
ÖKGT.....	: Özel kapsamlı TÜFE göstergeleri
RBNZ.....	: Yeni Zelanda Merkez Bankası
RPIX.....	: Perakende Fiyat Endeksi
PTA.....	: Politika Hedefleri Anlaşması
s.....	: Sayfa
SS	: Sermaye Hareketlerinde Ani Durma
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEFE	: Toptan Eşya Fiyatları Endeksi
TL	: Türk Lirası
TÜFE.....	: Tüketici Fiyatları Endeksi
UNDIX.....	: İngiltere'de çekirdek enflasyon oranı

TABLolarSayfa

Tablo 1: Enflasyon Hedeflemesi İle İlgili Bazı Tanımlar	7
Tablo 2: Enflasyon Hedeflemesi İçin Gerekli Ön Koşullar	17
Tablo 3: Yeni Zelanda'da Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler	28
Tablo 4: Kanada'da Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler	37
Tablo 5: İngiltere'de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler	47
Tablo 6: İsveç'te Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler	57
Tablo 7: Brezilya'da Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler	63
Tablo 8: İsrail'de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler	70
Tablo 9: Şili'de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler	76
Tablo 10: Türkiye'de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler	104

GRAFİKLER

Sayfa

Grafik 1: Yeni Zelanda’da Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (1990-2008).....	29
Grafik 2: Yeni Zelanda’da Enflasyon, İşsizlik ve Büyüme Oranları (%)	29
Grafik 3: Kanada’da Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (1991-2008) ...	37
Grafik 4: Kanada’da Enflasyon, İşsizlik ve Büyüme Oranları (%)	38
Grafik 5: İngiltere’de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (1992-2008) ...	48
Grafik 6: İngiltere’de Büyüme, Enflasyon ve İşsizlik Oranları (%)	48
Grafik 7: İsveç’te Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (1993-2008)	58
Grafik 8: İsveç’in Büyüme, Enflasyon ve İşsizlik Oranları (%)	58
Grafik 9: Brezilya’nın Enflasyon Hedef ve Gerçekleşmeleri (1999-2008)	64
Grafik 10: Brezilya’nın Enflasyon Oranları (1980-2008)	64
Grafik 11: İsrail’de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (1992-2008)	71
Grafik 12: İsrail’de Enflasyon Oranları (1980-2008)	71
Grafik 13: Şili’de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2000-2008)	76
Grafik 14: Şili’nin Enflasyon Oranları (1980-2008)	77
Grafik 15: Mali Baskınlık	87
Grafik 16: Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2002-2005)	90
Grafik 17: Faiz Dışı Fazla/GSMH	91
Grafik 18: Kamu Kesimi Toplam Borç Stoku Gelişmeleri (2002-2005)	91
Grafik 19: Enflasyon Hedefi ve Beklentiler (2002-2005)	92
Grafik 20: Büyüme Oranları (%) (2002-2005)	92
Grafik 21: Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2006-2008)	94

GİRİŞ

Uluslararası para sisteminin tarihi boyunca farklı politikalar izlenmiştir. Uygulanan politikaların sonuçlarında ortaya çıkan büyük krizler politika uygulamalarında köklü değişikliklere gidilmesine yol açmıştır. Para politikasının bir değişim içerisine girmesi ve 1980'li yılların başlarından itibaren artan enflasyon maliyetleri nedeniyle enflasyon sorununu çözmeye yönelik politikaların hız kazanması, enflasyon hedeflemesi adı altında yeni bir para politikası stratejisinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Enflasyon hedeflemesi, para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik olarak kurumsallaştığı bir para politikası stratejisidir. Bu bağlamda, Yeni Zelanda ile ortaya çıkan ve temel amacı fiyat istikrarının sağlanması olan enflasyon hedeflemesi süreci, 1990'lı yılların başlarından itibaren Merkez Bankalarının ilgi odağı olmuştur.

Bu çalışma ile amaçlanan; enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülke örneklerinden yola çıkarak, ülkelerin enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başladıkları dönemden itibaren nasıl bir politika izlediklerinin tespit edilmesiyle birlikte uygulamada farklılıkların olup olmadığının ortaya konulmasıdır. Bu doğrultuda, enflasyon hedeflemesi stratejisini 1990'ların başından itibaren kesintisiz olarak sürdürmeleri ve diğer ülkeler açısından referans ülke konumunda olmaları nedeniyle Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere ve İsveç'in deneyimlerinin yanında; stratejinin elde ettiği sonuçların daha iyi ortaya konulması açısından gelişmekte olan ülkelere Brezilya, İsrail ve Şili'nin tecrübelerine de yer verilecektir.

Çalışmanın birinci bölümünde, enflasyon hedeflemesi stratejisi detaylı olarak ele alınacaktır. Ardından enflasyon hedeflemesi sürecinde ülke uygulamalarının ortaya konulması amacıyla; ikinci bölümde seçilmiş ülkelerin enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş süreçlerine, uyguladıkları stratejinin genel özelliklerine ve elde ettikleri sonuçlara yer verilecektir. Ülkelerin enflasyon hedeflemesi stratejileri, belirledikleri hedefleri ne ölçüde gerçekleştirdiklerine bağlı olarak değerlendirilecektir. Ülkelerin, enflasyon

hedeflemesi stratejisi konusunda değerlendirme yapılırken, söz konusu politikaya geçişi hızlandıran koşulların ağırlaştığı 1980’li yılların başlarından, 2008 yılının son çeyreğine kadar olan süreçteki ekonomik, yapısal ve yasal düzenlemeler ile söz konusu dönemdeki istatistiki verilerden (Her ÷lke için 2000 yılı öncesi verilerin tamamına ulaşmak mümkün olmadığı için, bazı veriler ulaşılabilindiği ölçüde kullanılmıştır) yararlanılacaktır.

Çalışmanın üçüncü bölümünde; para politikası stratejisi olarak 2002-2005 döneminde örtük enflasyon hedeflemesini, 2006 yılından itibaren ise açık enflasyon hedeflemesini seçen Türkiye örneğine yer verilecektir. Diğer ÷lke örnekleriyle benzer şekilde, öncelikle enflasyon hedeflemesine geçişi sürecine, ardından Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesinin genel özelliklerine yer verilecek ve son olarak da uygulanan stratejisi ile elde edilen sonuçlar değerlendirilecektir.

Son bölümde ise; çalışma konusu ÷lkelerin elde ettikleri sonuçlar ve değişen dünya koşulları da dikkate alınarak, her ÷lkenin aynı özelliklere sahip olmadıkları düşüncesinden hareketle, uygulanan enflasyon hedeflemesindeki farklılıklar ortaya konulacaktır.

I. BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ

A. PARA POLİTİKASININ DEĞİŞEN YÜZÜ

Para sisteminde ortaya çıkan önemli gelişmeler oluşturulan para politikalarının değiştirilmesine neden olurken, para politikası kurumlarının da yeniden yapılandırılmasını gerekli kılmıştır.

1950 ve 1960'larda, Büyük Bunalımın kötü sonuçlarının ve Keynes'in Büyük Bunalımın kaynağı olarak toplam talep yetersizliğini gösterdiği ve bunalımdan kurtulmanın çaresinin maliye politikalarında olduğunu belirttiği "İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi" adlı eserinin ardından makroekonomistlerin çoğu parasal faktörleri önemsiz gibi gösteren görüşler üzerinde birleşmiştir. Ancak; bu görüşlerin tam tersine, Milton Friedman ve diğerleri tarafından yapılan ve monetarist gelenek olarak bilinen araştırmalar, bunalımın kaynağı olarak zayıf para politikasını göstermiş ve genellikle para arzındaki artışın genel ekonomik aktivitelerin özellikle de enflasyonun temel belirleyicisi olduğunu öne sürmüştür. Zamanla, bu araştırmaların yanında Friedman'nın 1960'lardaki genişleyici para politikasının yüksek enflasyon ve faiz oranlarına neden olacağına dair tahminleri ekonomi alanında büyük bir ilgi uyandırmış ve neredeyse bütün ekonomistler, enflasyonu açıklamakta parasal büyümeyi en iyi açıklayıcı olarak düşünmeseler de, Friedman'ın "Enflasyon her zaman ve her yerde parasal bir olgudur" şeklindeki ünlü değişini kabul etmiştir.¹

Petrol İhraç Eden Ülkeler Örgütü (Organization of Petroleum Exporting Countries, OPEC)'nin 1973 yılında petrol fiyatlarını artırması, enflasyonist süreci güçlendirirken görece fiyat düzeylerinde de önemli farklılıkların ortaya

¹ Frederic S. Mishkin, "Will Monetary Policy Become More of a Science?" **Finance and Economic Discussion Series Division of Research & Statistics and Monetary Affairs**, Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2007-44, s. 3.

ıkmasına neden olmuştur. Sabit kuru temel alan Bretton Woods Sisteminin* ökmesi, yüksek enflasyon oranlarının dünya ölçeğine yayılmasına katkıda bulunmuştur. Çoğunluğunu Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD)'ne üye ülkelerin oluşturduğu birçok ülkede enflasyon oranlarının çift haneli rakamlara yükselmesi “büyük enflasyon” (The Great Inflation) olarak ifade edilen olgunun ortaya çıkmasına neden olmuştur.² Bunlara ek olarak, petrol fiyatlarındaki artışlar, petrol ithalatçısı ülkelere ödeme zorlukları yaşamasına neden olmuştur.

Yüksek düzeylere ulaşan enflasyon oranları, ekonomik aktörlerin enflasyonun sebep olduğu maliyetlere odaklanmasına ve enflasyonun yıpratıcı etkisinden korunmak amacıyla finansal yatırımlara yönelmesine neden olmuştur. Enflasyonun yüksek olması, nakit varlıklar üzerinde vergi benzeri etki yaratarak paranın değışim aracı olma özelliğini zayıflatırken, düşük ve istikrarlı enflasyonun ekonomide kullanılan kaynakların verimliliğini artıracığına yönelik görüşün yaygınlaşmasını sağlamıştır.

Yüksek enflasyonun maliyetinin giderek artması ekonomi politikasının temel amacı olarak tam istihdamı ortadan kaldırırken, ekonomik büyüme hedefi göreceli olarak önemini yitirmiştir. Artık, ekonomi politikalarının yeni amacı, fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesinin yanında önemli boyutlara ulaşan ödemeler dengesi açıklarının kapatılması olmuştur. Bu doğrultuda, anti-enflasyonist politikalar hız kazanmıştır.

Para politikasının istihdam artışı konusunda uzun dönemde başarısız olması, beklentilerin önemli hale gelmesi, fiyat istikrarının öneminin

* II. Dünya Savaşı'nın ardından dünya ticaretindeki kısıtlamaları kaldırmak ve savaş sonrası ekonomilerde oluşan hasarları onarmak amacıyla, savaşın bitmesini beklemeden, Temmuz 1944'te ABD'nin Bretton Woods kasabasında toplanan Birleşmiş Milletler Para ve Finans Konferansında imzalanan "Uluslararası Para Anlaşması" ile yeni bir parasal sistem kurulmuştur. Sisteme dahil olan 44 ülkenin paraları için sabit kur esası benimsenmiş ve anlaşmaya katılan her ülke parasının değerinin, dolar esas alınarak saptanması kabul edilmiştir.

² Mishkin, **a.g.e.** , s.5.

anlaşılması ve zaman tutarsızlığı* probleminin ortaya çıkması; başarılı bir para politikası için, nominal bir çapa hedeflemesini gerekli kılmıştır.³ Nominal bir çapanın taahhüt edilmesiyle birlikte, zaman tutarsızlığı problemi önemini yitirmiştir. Çünkü; Merkez Bankası nominal bir çapa belirlediğinde, kısa dönemli genişleyici politika uygulamalarından uzak duracak ve uzun dönemdeki hedefine yönelik politikalar uygulayacaktır. Fiyat istikrarını destekleyen nominal çapaların belirlenmesi ekonomik verimliliğin ve büyümenin de artmasını sağlamıştır. Beklentileri yönetmekte başarılı bir nominal çapa belirlemek para politikası için çok önemli hale gelmiştir.⁴ Bu doğrultuda, Merkez Bankalarının nominal bir çapa şeklinde belirledikleri taahhütleri artmıştır. Nominal çapa uygulamalarının maliye politikalarından ziyade, para politikasının baskın olduğu ekonomi politikalarının bir parçası olmasının da etkisiyle, ekonomi politikalarında para politikalarının ağırlığının arttığı bir dönem başlamıştır.⁵ Fiyat istikrarının yararlarının ve zaman tutarsızlığı probleminin öneminin anlaşılması, Merkez Bankalarının bağımsızlığının artması ve Merkez Bankalarının nominal bir çapa belirlemesi para politikasının şekillenmesinde önemli yere sahiptir. Bu gelişmeler ışığında, “enflasyon hedeflemesi” adı altında yeni bir para politikası stratejisi ortaya çıkmıştır.

* Para politikası uygulayıcılarının herhangi bir taahhüt mekanizması olmaksızın, zamanla değişiklik gösteren politikalar uygulaması sonucunda uzun dönemde elde edilen sonuçların daha da kötüleşmesiyle zaman tutarsızlığı problemi ortaya çıkmaktadır. Örneğin, politikacılar kısa dönemde, Philips eğrisinin ortaya koyduğu işsizlik ve istihdam arasındaki değiş tokuştan yararlanmak isteyebilir. Bu durumda, hanehalkı ve firmalar hükümetin işsizliği azaltmak amacıyla enflasyonu artıracağını bildiği için bekleyişlerini de buna göre şekillendirecektir. Sonuçta, düşük enflasyonun para politikasının temel amacı olduğu önceden ilan edilse dahi, politikaya olan güven sarsılacaktır ve kısa dönemde istihdam düzeyinde herhangi bir artış sağlanmazken enflasyon artacaktır. Sonuç olarak; zaman tutarsızlığı problemi; genişletici para politikası uygulaması yönünde Merkez Bankasına yönelik politik baskıdan dolayı ortaya çıktığı için; enflasyon hedeflemesinin, Merkez Bankasının uzun dönemde ulaşamayacağı amaçlardan çok ulaşabileceği amaçlara odaklanmasına yardımcı olması önemli bir avantaj olarak değerlendirilmektedir.

³ Mishkin, **a.g.e.** , s.12.

⁴ Mishkin, **a.g.e.** , s.13.

⁵ Nissan Liviatan, **Fiscal Dominance and Monetary Dominance in the Israeli Monetary Experience**, Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper No.2003.17, November 2003, s.1. (Erişim) <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/mehkar/papers/dp0317e.pdf>, 05.11.2008.

B. ENFLASYON HEDEFLEMESİ NEDİR?

Enflasyon hedeflemesi, para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya ve sürdürmeye yönelik olarak kurumsallaştığı bir para politikası stratejisidir. Merkez Bankaları söz konusu stratejide belirlenen ve ilan edilen enflasyon hedefine belirli bir süre sonra ulaşacaklarını taahhüt etmekte, para politikası araçlarını sadece belirlenen hedefe ulaşmaya yönelik olarak kullanmaktadır.⁶

Merkez Bankaları için fiyat istikrarını sağlamak temel amaç durumundayken, diğer ekonomik amaçlar (büyüme, istihdam vb.) tali amaç olarak değerlendirilmektedir.⁷ Orta vadede belirlenmiş katı enflasyon hedeflemesi aracılığıyla doğrudan politika oluşturmak, ara hedef aracılığıyla dolaylı politika oluşturmaya tercih edilmekte ve böylece herhangi bir ara hedef kullanılmaksızın, doğrudan enflasyonun düşürülmesi hedeflenerek, fiyat istikrarının sağlanması amaçlanmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçebilmek için ülkelerin bazı şartları yerine getirmesi gerekmektedir. Bu açıdan bakıldığında; enflasyon hedeflemesi, enflasyon oranını düşürmek için kullanılan bir yöntem olmamakla birlikte, dezenflasyon sürecinin ardından ekonomide fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesine yönelik bir stratejidir.⁸

Fiyat istikrarı, ekonomik aktörlerin tüketim, yatırım ve tasarruf gibi ekonomik faaliyetlerini yürütürken, genel fiyat seviyesindeki değişiklikleri dikkate almalarını gerektirmeyecek ölçüde düşük seviyelerde seyreden enflasyon oranını ifade etmektedir.⁹ Bu bağlamda, fiyat istikrarı enflasyon oranlarının genel olarak, tek haneli ve düşük olması ve böylece enflasyonun

⁶ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Ankara, 2008.

⁷ Erdal Demirhan, **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 2002, s. 21.

⁸ Ufuk Hazirolan, **Inflation Targeting: Japanese Case and Prospects for Turkey**, Ankara, Hazine Müsteşarlığı Yayınları, 1999.

⁹ Alan Greenspan, "Opening Remarks", **Achieving Price Stability: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Canada**, Books for Business, 1996, s.1-5.

ekonomik aktörler için bir risk faktörü olmaktan çıkması anlamına gelmektedir.¹⁰ Diğer bir ifadeyle, ekonomik aktörlerin karar verirken fiyatlar genel seviyesindeki değişimleri göz önüne almadıkları durumda fiyat istikrarı geçerli olmaktadır.¹¹

Tablo 1: Enflasyon Hedeflemesi İle İlgili Bazı Tanımlar

Çalışma	Tanım
Mervyn KING (1999)	Enflasyon hedeflemesi; ekonomide herhangi bir şok olmaması durumunda Merkez Bankasının ulaşmaya çalıştığı enflasyon oranıdır.
Murray SHERWIN (2000)	Enflasyon hedeflemesi; belirli bir yıl veya daha fazla yılı kapsayan bir dönem için enflasyon oranının ne olacağının kamuoyuna resmi olarak ilan edildiği ve para politikasının uzun dönemdeki öncelikli amacının düşük ve istikrarlı enflasyon olduğunun açık bir şekilde tanımlandığı bir para politikası çatısıdır.
Javier R.ALTAMIRANO (2000)	Enflasyon hedeflemesi; Merkez Bankasının belirli bir tarih veya bazı dönemler için enflasyon oranı hedefini önceden kamuoyuna açıkladığı, Merkez Bankasının gücü oranında bu hedefi gerçekleştirmek için gerekli her şeyi yapmayı taahhüt ettiği bir para politikası programıdır.
Edward M. GRAMLICH (2000)	Enflasyon hedeflemesi stratejisi; en sade tanımı ile "açık sözlülük" olarak tanımlanabilir. Burada bir ülke veya onun Merkez Bankası, açık bir enflasyon oranını tolere edilen bir aralıkta gerçekleştirmeyi ve kontrol etmeyi taahhüt etmektedir.
Frederic S. MISHKIN (2000)	Enflasyon hedeflemesi; enflasyon için orta vadeli sayısal bir hedefin konulduğu, para politikasının temel hedefinin fiyat istikrarını sağlamak olduğu, bunun dışında başka parasal hedeflerin bulunmadığı ve Merkez Bankasının şeffaflığının ve hesap verebilirliğinin sağlanmış olduğu bir para politikası stratejisidir.
Norman LOAYZA, Raimundo SOTO (2002)	Enflasyon hedeflemesi, şeffaf ve araçsal bağımsızlığa sahip olan Merkez Bankasının olduğu, birbirleri ile çatışan amaçların bulunmadığı, mali üstünlüğün olmadığı, Merkez Bankasının öncelikli hedefi olan ve sayısal hedef olarak ilan edilmiş fiyat istikrarına dayalı bir parasal stratejidir.

*Kaynak: Haydar Akyazı, **Enflasyon Hedeflemesi Ülke Deneyimleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, 1. baskı, Ankara, Seçkin, 2004, s.21.*

¹⁰ Hakan Kara, Musa Orak, **Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul, Ekonomik Tartışmalar Konferansı, Ekim 2008, s.3.

¹¹ Greenspan, **a.g.e.** s:1-5.

C. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN TEMEL ÖZELLİKLERİ

Yeni Zelanda ile başlayan enflasyon hedeflemesi süreci fiyat istikrarının sağlanmasına ve sürdürülmesine dayanan yeni bir para politikası stratejisidir.¹² Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamada ülkeler arasında farklılıklar gösterse de bu uygulamaların ortak birtakım özellikleri bulunmaktadır¹³:

- Orta vadede rakamsal bir enflasyon hedefi kamuoyuna ilan edilmekte ve Merkez Bankaları bu hedefe ulaşma konusunda güçlü bir taahhütte bulunmaktadır.
- Merkez Bankasının oluşturduğu ve uyguladığı para politikasının öncelikli hedefi fiyat istikrarının sağlanmasıdır. Fiyat istikrarının sağlanması aynı zamanda enflasyon tahmininin ilan edilen hedefler doğrultusunda gerçekleştirilmesi anlamına geldiği için, enflasyon tahmininin beklenen yönde gerçekleştirilmesi para politikasının temel amacı haline dönüşmektedir. Merkez Bankaları, fiyat istikrarı dışında herhangi bir hedef gözetmemektedir. Ancak, Merkez Bankaları fiyat istikrarı temel hedefinin yanında yan hedefler (büyüme, istihdam gibi) de belirleyebilmektedir.
- Merkez Bankaları enflasyon hedefine ulaşmak amacıyla kullanılacak para politikası araçlarını seçebilmekte; diğer bir ifadeyle, araç bağımsızlığına sahip olmaktadır.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisinde enflasyon hedefinin yanında herhangi bir çapa kullanılmamaktadır.

¹² Haydar Akyazı, **Enflasyon Hedeflemesi Ülke Deneyimleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, 1. baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık San. ve Tic. A.Ş., 2004, 22-39.

¹³ Mishkin Frederic S., “Inflation Targetting in Emerging Market Countries”, **National Bureau of Economic Research Working Paper**, No: 7618, 2000, s. 2-3. (Erişim) <http://www.nber.org/paper/w7618>.

- Enflasyon hedeflemesinin büyük ölçüde tahminlere dayanması nedeniyle, ekonomiyle ilgili bütün bilgi ve veriler büyük önem taşımaktadır.
- Merkez Bankalarının uyguladığı para politikası hakkında toplumun bilgilendirilerek, şeffaflığın sağlanmasına büyük önem verilmektedir. Enflasyon tahminleri, açık ve şeffaf bir şekilde yapılmaktadır. Merkez Bankaları, oluşturdukları ve uyguladıkları para politikaları hakkında toplumu sürekli bilgilendirmektedir.
- Merkez Bankalarının enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesine yönelik uyguladığı politikaların sonuçlarına ilişkin hesap verme sorumluluğu üst düzeydedir.
- Uygulanan enflasyon stratejileri genellikle esnek bir yapıya sahiptir. Diğer bir ifadeyle; iç ve dış piyasalarda oluşan, Merkez Bankalarının kontrolü dışındaki şoklardan dolayı hedeften sapmaların ortaya çıkması halinde, Merkez Bankalarının yeni koşullara göre yeni hedefler belirlemesine izin verilebilmektedir. Böyle bir durumun söz konusu olması halinde Merkez Bankaları mevcut durumu ve nedenlerini kamuoyuna açıklamak zorundadır.¹⁴
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi belli bir gelişim sıralamasına ihtiyaç duymaktadır. Bu gelişim sırası; bir referans fiyat endeksinin seçimi, rakamsal hedeflerin ve hedef dönemlerinin belirlenmesi, tahmin dönemlerinin oluşturulması, Merkez Bankasının operasyonel bağımsızlığı, hesap verebilirlik ve para politikasının şeffaflığı ile ilgili kurumsal yapının oluşturulması şeklindedir.¹⁵

¹⁴ Akyazı, **a.g.e.**, s. 23.

¹⁵ Demirhan, **a.g.e.** s. 23.

D. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN AVANTAJLARI VE DEZAVANTAJLARI

1. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Avantajları

Enflasyon hedeflemesinin sağladığı avantajlar ana hatlarıyla aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Enflasyon hedeflemesi stratejisi ile birlikte Merkez Bankalarının bağımsızlığına zemin hazırlanmıştır. Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler incelendiğinde, Merkez Bankalarının bağımsızlığı enflasyon hedeflemesinin olmazsa olmaz koşulları arasında yer almaktadır.¹⁶
- Enflasyon hedeflemesinde şeffaflığa büyük önem verilmesi, para politikası uygulamalarının daha kolay anlaşılmasını sağlamaktadır. Merkez Bankasının uyguladığı politikalar ve kullandığı yöntemler hakkında, diğer para politikası stratejilerinden farklı olarak, piyasalar doğrudan bilgi sahibi olmaktadır.
- Enflasyon hedeflemesinde uygulanan para politikasının ekonomik aktörler tarafından anlaşılması önemlidir. Bu sağlandığı zaman, uygulanan politikayla uyumlu olarak şekillenen davranışlar sayesinde hedeflerin tutturulma olasılığı artmaktadır. Böylece, zaman ilerledikçe açıklanan hedeflerin anlamını yitirme ihtimalinin ortaya çıkma olasılığı azalmaktadır. Bu durum şeffaflık ilkesinin bir sonucudur.
- Enflasyon hedeflemesinde şeffaflığın yanında hesap verebilirliğin de önemi artmaktadır. Merkez Bankaları, enflasyon hedefini açıklamakla birlikte bir taahhüt altına girmekte ve böylece para politikası

¹⁶ Akyazı, **a.g.e.**, s.30.

uygulamalarını söz konusu hedefe ulaşmaya yönelik olarak gerçekleştirmektedir. Merkez Bankalarının hedeften sapmalardan sorumlu olması nedeniyle; temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan Merkez Bankaları, bağımsız olarak uyguladığı para politikalarını siyasal baskılar sonucunda hedeften sapmaya yol açacak şekilde kullanmaktan kaçınmaktadır. Bu doğrultuda, belirlenen enflasyon oranına ulaşma olasılığı artmakta ve Merkez Bankalarının zaman tutarsızlığı tuzağına düşme olasılığı azalmaktadır.

- Enflasyon hedeflemesinde şeffaflık ve hesap verilebilirliğin artması Merkez Bankasının uyguladığı politikalara olan güvenin de artmasını sağlamaktadır.
- Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak ekonomideki bütün gelişmelerin yakından izlenmesi, para politikası için en iyi düzenlemelerin yapılmasını olanaklı hale getirmektedir. Politika yapıcıları enflasyon hedeflerini tahmin ederken çok geniş bir veri seti kullanmaktadır.
- Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerde para otoritesinin politikalarında bağımsız olması, yurtiçi şoklarla başa çıkma gücünü artırırken, dış şoklardan korunmaya yardımcı olmaktadır.
- Enflasyon hedeflemesinde, para-enflasyon ilişkisi kuvvetli değildir. Bu nedenle, para politikası için dolaşım hızı şeklinde adlandırılacak herhangi bir sorun mevcut değildir.
- Enflasyon hedefini tutturmak amacıyla Merkez Bankasının ekonomideki bütün gelişmeleri dikkate alması, enflasyonun nedeni olarak sadece para arzının düşünülmesinin önüne geçmektedir.
- Merkez Bankalarının uyguladığı para politikası enflasyon hedefinin tutturulması için tek başına yeterli olmayıp, mali politikalar ile

desteklenmelidir. Bu durum; enflasyon hedeflemesinde Merkez Bankaları ile mali otorite arasında sıkı bir iş birliğini gerektirmektedir. Ayrıca; hem Merkez Bankaları hem de hükümetler enflasyon hedeflemesi konusunda müştereken sorumludur. Böylelikle maliye ve para politikaları enflasyon hedefi doğrultusunda uyumlu bir şekilde yürütülmektedir.

2. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Dezavantajları

Her para politikası stratejisinde olduğu gibi enflasyon hedeflemesinin de bazı dezavantajları bulunmaktadır.

- Enflasyonun, genellikle enerji ve gıda gibi fiyat gelişmelerinde Merkez Bankasının etkili olamadığı mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişimlerden kaynaklanması nedeniyle, para otoriteleri enflasyonu kontrol etmekte zorlanabilmektedir.
- Para politikası uygulamalarına ait sonuçların ortaya çıkmasının zaman alması, para politikasının enflasyon hedefine ulaşmadaki başarısının değerlendirilmesinde geç kalınmasına yol açabilmektedir.
- Merkez Bankalarının sadece enflasyon hedefi doğrultusunda hareket etmesi sonucunda, öngörülmeyen şoklara karşı para politikasının yeterince esnek davranamama sorunu ortaya çıkabilmektedir. Bu durumda üretimde önemli ölçüde dalgalanmalar meydana gelebilecektir.^{17*}
- Enflasyon hedeflemesi tahmin üzerine kurulmuştur. Enflasyon hedeflerin tutturulamaması durumunda Merkez Bankasının ve

¹⁷ Akyazı, **a.g.e.**, s.31.

* Örneğin; negatif arz şoku bir yandan üretimi azaltırken diğer yandan da enflasyonu artırarak, enflasyon hedefine ulaşmak amacıyla sıkı para politikası uygulanmasına ve sonucunda da üretimde daha fazla azalmaya neden olacaktır.

uyguladığı para politikasının kredibilitesi düşecektir.

- Mali baskınlığın önlenmesinde enflasyon hedeflemesi tam olarak etkili olamamaktadır. Genişletici mali politikalar sonucunda, enflasyon oranlarını kontrol altına almak zorlaşabilecektir.
- Enflasyon hedeflemesiyle birlikte dalgalı döviz kuru uygulaması finansal istikrarsızlıklara yol açabilmektedir. Döviz piyasalarında çıkabilecek spekülatif saldırılar, özellikle de gelişmekte olan ülkelerde, önemli ekonomik sorunlara yol açabilecektir. Böyle bir durum söz konusu olduğunda uygulanan enflasyon hedeflemesi de tehlikeye girecektir.

E. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNİN ÖN KOŞULLARI

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi ve başarılı olabilmesi için ekonomide bazı ön koşulların sağlanmış olması gerekmektedir. Bu ön koşullar:

1. Fiyat İstikrarı Amacına Sıkı Bir Biçimde Bağlılık

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan bir Merkez Bankasının uzun vadede birincil amacı enflasyon hedefine ulaşmak olmalıdır.¹⁸ Enflasyon hedeflemesi dışındaki amaçlar, fiyat istikrarı hedefi ile çatışmadığı sürece Merkez Bankası tarafından ikincil amaç olarak gözetilebilir.

¹⁸ **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları, Ankara, 2006.

2. Bağımsız Bir Merkez Bankası

Merkez Bankasının bağımsızlığı, kavramsal olarak Merkez Bankalarının kararlarında dış faktörlerden (çoğunlukla politik) etkilenmeden, kendi öngördükleri para politikası araçlarını serbestçe kullanabilmelerini ifade eder. Enflasyonla Merkez Bankası bağımsızlığı arasında gözlemlenen yakın ilişki bu kavramın önemini artırmıştır. Bağımsızlık kavramının içeriği ve kapsamı son derece geniş olup, tanımlanması zor olmakla birlikte, Merkez Bankası bağımsızlığının amaç bağımsızlığı, hedef bağımsızlığı, araç bağımsızlığı ve finansal bağımsızlık olmak üzere çeşitli unsurları vardır.¹⁹

Amaç Bağımsızlığı: Merkez Bankasının, tam istihdam, fiyat istikrarı, büyüme gibi seçenekler arasından hedefleyeceği amacı kendisinin belirleme yetkisine sahip olmasıdır.

Hedef Bağımsızlığı: Merkez Bankasının temel amacı doğrultusunda amacına yönelik rakamsal hedefini kendisinin belirleyebilmesidir.

Araç Bağımsızlığı: Merkez Bankasının uygulayacağı para politikası doğrultusunda kullanacağı politika araçlarını serbestçe belirleyebilmesidir.

Finansal Bağımsızlık: Merkez Bankasının görevlerini yerine getirebilmek için yeterli mali kaynağa sahip olmasıdır.

Günümüzde Merkez Bankalarının bağımsızlığından, tam bağımsızlıktan çok, araç bağımsızlığı anlaşılmaktadır.²⁰ Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan bir Merkez Bankasının, sahip olduğu araç bağımsızlığının yanında, kamuya avans vermek ya da kredi açmak şeklinde fiyat istikrarı ile çelişen görevlerinin olmaması gerekir. Böylelikle, Merkez Bankası siyasi ve mali baskılardan kurtulurken, sahip olduğu bağımsızlık sayesinde uyguladığı politikalara güven artacaktır.

¹⁹ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, Ankara, 2006.

²⁰ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, Ankara, 2006,

Merkez Bankaları hükümetin etkisinden tamamen bağımsız değildir. Bunun temel sebebi, hükümetlerin uygun gördükleri hedefler doğrultusunda Merkez Bankalarının para politikalarını uygulamasıdır. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi stratejisinde para ve maliye politikası otoritelerinin görevleri açıkça belirlenmelidir. Hükümet ve Merkez Bankası, belirlenen enflasyon hedefine ulaşmak amacıyla uyumlu bir şekilde çalışmalıdır.

3. Para Politikası Uygulamalarında Şeffaflık ve Hesap Verebilirliğin Sağlanması

Enflasyon hedeflemesinin bir diğer ön koşulu da para politikası uygulamalarında şeffaflığın ve hesap verebilirliğin sağlanmasıdır. Bağımsızlığının bir gereği olarak, Merkez Bankası uyguladığı politikalar ve sonuçları hakkında toplumun her kesimine karşı sorumludur. Bu bağlamda, hesap verebilirlik ilkesi Merkez Bankasının bağımsızlığını tamamlamaktadır.

Para politikası uygulamalarının şeffaf olması, güvenilirliğin artmasını ve politika sonuçlarının iyileştirilmesini sağlamaktadır. Merkez Bankaları, şeffaflık ilkesi doğrultusunda oluşturdukları ve uyguladıkları para politikasını topluma duyurmakta ve böylece beklentiler Merkez Bankasının faaliyetlerine daha duyarlı hale gelmektedir. Ayrıca, politika hakkında toplumun bilgilendirilmesi para politikası hakkındaki belirsizliklerin ortadan kalkmasına yardımcı olmaktadır. Bunların yanında şeffaflığın sağlanması, Merkez Bankasının politika uygulamalarında doğru kararlar alıp almadığı konusunda doğru değerlendirme yapılmasına imkan vermektedir.

4. Güçlü ve Gelişmiş Piyasalar

Merkez Bankasının verdiği faiz kararlarının enflasyon üzerindeki etkisinin olumlu düzeyde olabilmesi için finansal sistemin temellerinin güçlü olması; sağlam bir bankacılık sektörü ile gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının bulunması gerekmektedir.

5. Düşük Mali Baskınlık – Güçlü ve İstikrarlı Bir Maliye Politikası

Mali disiplinin sağlanması ve mali baskınlığın düşük olması enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi için gereken ön koşullardan biridir. Aksi takdirde, Merkez Bankasının bağımsızlığının anlamı ve enflasyon hedeflemesinin başarı şansı kalmayacaktır. Mali baskınlık; yüksek düzeydeki kamu borcunun, Merkez Bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak aktarım mekanizmasının* istenildiği gibi çalışmasını engellemesi ve böylece para politikasının etkinliğini azaltması anlamına gelmektedir. Hükümetler, bütçe açıklarını finansal piyasalardan borçlanarak karşılamaya çalıştıklarından; bu durum, kamu borç yükünün çok yüksek olduğu ülkelerde finans piyasalarındaki borç verilebilir kaynakların çoğunun kamuya aktarılmasına ve özel sektöre verilebilecek kredi miktarının önemli ölçüde azalmasına neden olmaktadır. Böyle bir durumda aktarım mekanizması, faizler ve kredi piyasasındaki gelişmeler nedeniyle doğrudan, beklentilerdeki gelişmeler nedeniyle ise dolaylı olarak etkinliğini kaybetmektedir. Bunun sonucunda; talep ve enflasyon üzerinde para politikası yeterince etkili olamamaktadır. Güçlü bir maliye politikasına sahip olunması, mali üstünlüğün ortadan kalkmasını sağlayacaktır.

6. Teknik Altyapının Sağlanması

Gelecekteki enflasyonun başarılı bir şekilde öngörülebilmesi için geniş bir bilgi seti oluşturulmalı ve güçlü tahmin modelleri geliştirilmelidir.

* Para politikası araçlarına yönelik alınan kararların çeşitli kanallarla toplam talebi ve bu şekilde üretim, tüketim ve istihdam gibi reel ekonomik aktiviteleri etkilemesini sağlayan mekanizmadır. Kısa vadeli faiz oranlarını para politikası aracı olarak kullanan Merkez Bankalarının faiz kararları ekonomiyi temel olarak dört kanal aracılığıyla etkilemektedir. Kısa vadeli faiz oranına ilişkin alınan kararlar; beklentiler, faiz, varlık fiyatları ve döviz kuru yoluyla tüketici ve üreticilerin harcama, tasarruf ve yatırım kararlarını şekillendirmekte ve bu süreç toplam talebi, dolayısıyla da ekonomik aktiviteyi ve enflasyonu etkilemektedir.

Tablo 2: Enflasyon Hedeflemesi İçin Gerekli Ön Koşullar

Önkoşullar	Gerekçeler
<i><u>Kurumsal Önkoşullar</u></i>	
Bağımsızlık	Merkez Bankası, enflasyon amacını gerçekleştirmede serbestliğe ihtiyaç duyar.
Etkili Para Politikası Araçları	Merkez Bankası piyasaları bilgilendirmede ve özellikle enflasyon beklentilerini şekillendirmede çok etkili bir para politikası aracına sahip olmalıdır.
Hesapverebilirlik	Merkez Bankasının fiyat istikrarını sağlama konusunda belirlenmiş sorumluluğuna ihtiyaç vardır.
Şeffaflık	Merkez Bankasının hükümet, piyasa veya kamuoyu ile şeffaflık içerisinde sıklıkla iletişim kurması zorunluluğu vardır.
Dalgalı Kur	Enflasyon hedefine ulaşabilmek için, belirlenmiş olan para politikasının uygulanmasına imkan sağlayacak döviz kuru rejiminin olması gerekir.
Ortak Sorumluluk	İlan edilmiş olan enflasyon oranına ulaşabilmek için, Merkez Bankasının hükümetle birlikte hareket edeceği kamuoyuna duyurulmalıdır.
Maliye Politikası İle Uyum	Para ve maliye politikaları, enflasyon hedefi doğrultusunda uyumlu bir şekilde hazırlanmalı ve uygulanmalıdır.
Kamuoyu Desteği	Uygulanan stratejiler, kamuoyu tarafından takip edilmelidir.
Gelişmiş Finansal Sistem	Olumlu enflasyon beklentisini oluşturmak ve fiyat istikrarını sağlamak için, finansal piyasalar deneyimli ve yeterli likiditeyi sağlayabilir olmalıdır.
<i><u>Ekonomik Önkoşullar</u></i>	
Uygun Fiyat Endeksinin Seçimi	Paranın satın alma gücündeki gelişmeleri gösteren ve kolayca anlaşılabilen bir fiyat endeksinin seçilmesi zorunludur.
Enflasyon Hedefi İçin Aralık ve Zaman Seçimi	Enflasyon hedeflemesi güvenilir ve esnek bir para politikası olabilir. Ancak, esnekliğin derecesinin ne olacağı hususu ilan edilmelidir. Ayrıca Merkez Bankasının ortalama nokta hedefi de bilinmelidir.
Para Politikası Aktarım Mekanizması İçin Yeterli Bilgi	Politika uygulayıcıları, temel ekonomik büyüklüklerin para politikası araçları ile hangi hızda ve ne ölçüde etkileyebilecekleri konusunda bilgi sahibi olmalıdır.
Enflasyon Tahmini İçin Hazırlık	Enflasyon hedeflemesi, öncelikle hedef için belirlenen bant içerisinde beklentileri yönlendirmeyi sağlamaya çalışır. Bu nedenle Merkez Bankası enflasyon tahmini için ileriye yönelik projeksiyonlar geliştirilmelidir.
Ekonomi Hakkındaki Bilgilerin Doğru Ölçülmesi ve Zamanında Sağlanması	Finansal piyasalar, üretim için Merkez Bankasının kararlarından olumlu sinyallere ihtiyaç duyarlar. Bunun için makul derecede hata payına sahip ekonomik bilgilerin oluşturulması gerekir.

Kaynak: Akyazı, a.g.e., s.41

II. BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNDE ÜLKE UYGULAMALARI

Enflasyon hedeflemesi stratejisini 1990'ların başından itibaren kesintisiz olarak sürdürmeleri ve diğer ülkeler açısından referans ülke konumunda olmaları nedeniyle, çalışmamızda Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere ve İsveç gibi gelişmiş ülke deneyimlerine ve enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanarak elde edilen sonuçların daha iyi anlaşılması amacıyla Brezilya, Şili ve İsrail gibi gelişmekte olan ülkelerin deneyimlerine de yer verilecektir. Söz konusu ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçiş süreci ve nedenleri, uygulamada ortaya çıkan özellikleri ve enflasyon hedeflemesi sonucunda elde ettikleri sonuçlara değinilecektir.

A. YENİ ZELANDA

Dünyada enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ilk ülke olması nedeniyle, çalışmanın bu bölümünde öncelikle Yeni Zelanda'da uygulanan enflasyon hedeflemesi ele alınmıştır.

1. Yeni Zelanda'da Enflasyon Hedeflemesine Uyum Süreci

Yeni Zelanda'da para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin seçilmesinden önce uygulanan para politikaları sonucunda kötü deneyimlerle dolu birçok yıl yaşanmıştır. Yüksek enflasyon/düşük çıktı artışı ve kısa dönem nominal ve reel amaçlar arasındaki uyumsuzluğun getirdiği önemli makroekonomik dengesizlikler ortaya çıkmıştır. Döviz kuru hedeflemesi Yeni Zelanda'nın üretiminin azalmasına neden olmuş, miktar ilişkileri oldukça dengesizleşmiştir.²¹

²¹ David J. Archer, **Inflation Targeting in New Zealand**, (Erişim) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/archer.htm>, 24.07.2007, s.3.

Yeni Zelanda'da kamu harcamalarının GSYİH'ye oranı 1980'li yılların başlarında aşırı derecede yükselmiş ve açıklar büyük boyutlara ulaşmıştır. Ayrıca bu dönemde ekonomi kamu kesimi ağırlıklıdır ve yoğunlaşmanın daha çok kamu sektöründe toplandığı görülmektedir.²² OECD ülkeleriyle karşılaştırıldığında 1970-1980'li yıllar, enflasyon oranının yüksek seyrettiği yıllar olmuştur.²³ Bu nedenlerle Yeni Zelanda'daki enflasyon hedeflemesi, çok geniş kapsamlı bir reform paketinin bir bölümü ve maliye, kamu ve dış ticaret gibi diğer alanlardaki reformların tamamlayıcısı olarak uygulamaya konmuştur. Reform paketi ile birlikte meydana gelen gelişmeler aşağıdaki gibi özetlenebilir.²⁴

- Kapsamlı bir endüstriyel liberalleşme,
- Devlet teşekküllerinin özelleştirilmesi,
- Gümrük tarifelerine dair reformlar,
- Kapsamlı vergi reformları,
- Emek piyasası reformları,
- Endüstri sübvansiyonlarının kaldırılması,
- Tüm sermaye kontrollerinin kaldırılması,
- Yeni Zelanda Merkez Bankası (The Reserve Bank of New Zealand, RBNZ)'nin döviz piyasasına müdahalede bulunmaması,
- Kapsamlı bir mali reform.

1984 yılından itibaren yapılan reformlar enflasyonun hedeflenen düzeylere indirilmesinde etkili olmuştur. Mart 1985'te Yeni Zelanda Doları dalgalanmaya bırakılmış, kamu kesiminin fon ihtiyacının tamamının özel piyasalardan karşılanması gerektiği kabul edilmiştir. Bunun yanında ülkede yaşanan yüksek enflasyonun yarattığı olumsuz etkiler, reform hareketlerinin yapılmasını kolaylaştıran kamuoyu desteğini sağlamıştır. Söz konusu reform süreci 1989 yılında Merkez Bankasına bağımsızlık verilmesiyle devam etmiştir. Yeni Zelanda Merkez Bankası Kanunu 1990 yılında yürürlüğe

²² Demirhan, a.g.e., s.68

²³ Suat Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenirliği ve Fiyat İstikrarı**, 1. baskı,, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1998, s.75.

²⁴ Demirhan, a.g.e., s.68

girmiştir. RBNZ, bağımsızlığa kavuşmasıyla birlikte siyasi otoritenin baskılarından kurtulma fırsatını yakalarken, yeni yasayla birlikte Bankanın görevleri ve yetkileri açıkça ortaya konmuştur. Özetle, Banka reformu kamu sektörü reformu içinde yer almış ve Bankaya yetki verilirken sorumlulukları da artırılmıştır.

a. Yasal Çerçeve

Merkez Bankası Kanunu ve Kanun doğrultusunda oluşturulan kurumsal yapının anahtar özelliklerini dikkate aldığımızda yasal çerçevenin getirdikleri ana hatlarıyla aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- Para politikasının öncelikli hedefi fiyatlar genel düzeyindeki istikrarın sağlanmasıdır (Daha önceki kanunların amaç bölümünde para politikasının hedefi, büyümenin, tam istihdamın ve ödemeler dengesinin sağlanması olarak belirlenirken fiyat istikrarı listenin en sonunda yer almıştır.²⁵).
- Maliye Bakanı (Bakan) ve Merkez Bankası Başkanı (Başkan) enflasyon hedefleri ile bu hedeflerin içeriklerinin belirtildiği Politika Hedefleri Anlaşması (Policy Targets Agreement, PTA) imzalamaktadır.
- Başkanın görev süresi içerisinde, Başkan ve Bakanının ortak kararıyla PTA'da değişiklik yapılabilir. Bunun yanı sıra, Kanun bir yıldan kısa bir süre için Hükümete tek tarafı olarak PTA'yı ihlal edebilme yetkisini vererek para politikasının nihai kontrolünü hükümetin eline bırakmıştır.
- Başkan para politikasını belirlerken ve uygularken araç bağımsızlığına sahiptir; ancak, amaç bağımsızlığı yoktur.

²⁵ Archer, **a.g.e.** , s.1.

- Yeni Zelanda'da enflasyon hedeflerinin tutturulmasında sorumluluk Merkez bankasından çok RBNZ Başkanındadır ve Başkanın para politikası uygulamalarındaki sorumluluğu bireyseldir. Bu nedenle, Başkan hedefleri gerçekleştirme konusunda başarısız bulunursa RBNZ Kanunu'na göre Başkanın görevine son verilebilmektedir.

- Arzu edilen hesap verebilirliğe ulaşmak için;

a) Altı ayda bir Para Politikası Raporunun yayınlanması gerekmektedir. RBNZ uyguladığı politikanın sonuçlarını ve son durumu, hedef dönemle ilgili tahminlerini kamuoyuna açıklamaktadır. Maliye Bakanı ve Merkez Bankası Başkanı arasında periyodik görüşmeler sonucunda belirlenen enflasyon hedefi kamuoyuna açıklanmakta ve sonucunda RBNZ Başkanı kamuoyu önünde bir taahhüt altına girmektedir.

b) Parlamente'ya Para Politikası Raporu sunulmalı ve yürütülen para politikası hakkında açıkça bilgi verilmelidir.

c) Banka yönetiminde yer almayan yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun oluşturduğu bir oluşum RBNZ Başkanının PTA ile ilgili performansını gözden geçirmekte ve görüşlerini Banka'ya rapor etmektedir. Eğer Başkanın performansından memnun kalınmazsa Başkanın istifası önerilebilir.

b) Politika Hedefleri Anlaşması (PTA)

Fiyat istikrarı hedefine büyük önem veren RBNZ Kanunu'na göre, Merkez Bankası Başkanı ve Maliye Bakanının görüşmeleri sonucunda, özel ve kamusal bir niteliğe sahip Politika Hedefleri Anlaşmasının yapılması

gerekmektedir.²⁶ Maliye Bakanı ve RBNZ Başkanının imzaladığı ve enflasyon hedefleri ile bu hedeflerin içeriklerinin belirtildiği anlaşmaya Politika Hedefleri Anlaşması denilmektedir. Birinci PTA'nın imzalanmasıyla birlikte, Merkez Bankası Başkanı para politikasını hükümetten bağımsız olarak yürütmekte özgür hale gelmiş ve bütün para politikası kararlarını alma yetkisine sahip olmuştur. Bu doğrultuda Merkez Bankası, hükümetin genel ekonomi politikasına ters düşmemek kaydıyla, para politikasının tek elden belirleyicisi ve uygulayıcısı konumundadır.

Yeni RBNZ Başkanı atandığında veya aynı kişi tekrar göreve geldiğinde yeni bir PTA'nın oluşturulması gerekmektedir. Ancak, bu durum yeni bir Maliye Bakanı göreve geldiğinde söz konusu değildir. Kanuna göre her PTA fiyat istikrarı için özel hedeflerden oluşmalıdır ve bu hedeflerdeki herhangi bir değişiklik ilan edilmelidir. PTA ancak Merkez Bankası Başkanı ve Maliye Bakanı arasında yapılacak bir anlaşmayla değiştirilebilir.* Sonuç olarak anlaşmanın taraflarından hiçbirisi kendi başına anlaşmada herhangi bir değişiklik yapamaz. Yine de RBNZ Kanunu Hükümete PTA'yı ihlal eme yetkisi vermiştir.** Bu ihlal, on iki aylık bir dönem için Merkez Bankasına farklı bir ekonomik hedefe ulaşmak amacıyla para politikasını kullandırtmak şeklinde yapılmaktadır. Her ihlal dönemini sonlandırmak için veya ihlal döneminin bitmesinden sonra yeni bir PTA yapılmalıdır. Eğer yeni bir PTA görüşülmezse RBNZ Başkanı görevinden alınabilir. Şimdiye kadar böyle bir ihlal olayı hiç yaşanmamıştır.²⁷

PTA'nın en önemli özelliği kamuya ilan edilmiş olmasıdır. Böylelikle; Hükümetler, yeniden seçilebilme kaygısıyla oluşturulmuş hedeflere ulaşmak için para politikasını kullanarak, ekonomik aktivitelerde geçici bir dalgalanmaya neden olabilecek herhangi bir girişimde bulunamayacaklardır.

²⁶ The Reserve Bank of New Zealand, **Monetary Policy**, (Erişim) <http://www.rbnz.govt.nz/monpol>, 23.07.2008.

* **The Reserve Bank of New Zealand Act 1989**, 9. Bölüm, 4. Madde. (Erişim). <http://www.rbnz.govt.nz/about/acct.pdf>

** **The Reserve Bank of New Zealand Act 1989**, 12. Bölüm.

²⁷ The Reserve Bank of New Zealand, **Policy Targets Agreement**, (Erişim) <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/pta/3027620.html>, 23.07.2008.

Her PTA'da beş yıllık bir perspektif çizilmiş ve beş yıl içinde uygulanacak politikaların formüle edilmesi ve ayrıca her yıl için ayrı bir plan oluşturulması gerektiği belirtilmiştir. Enflasyon hedeflemesinde Maliye Bakanı ve RBNZ Başkanı tarafından imzalanan PTA'ların önemi büyüktür. İlki Mart 1990'da ve sonuncusu Mayıs 2007'de olmak üzere Merkez Bankası Başkanı ve Maliye Bakanı arasında sekiz adet Politika Hedefleri Anlaşması imzalanmıştır. Söz konusu Politika Hedefleri Anlaşmaları ile uygulanan para politikalarında da önemli değişiklikler yapılmıştır. Bunlar:

- 2 Mart 1990 tarihinde imzalanan birinci anlaşmayla birlikte dünyadaki enflasyon hedeflemesi yaklaşımı fiilen başlamıştır. Enflasyon oranı nokta hedef yerine bir aralık olarak belirlenmiştir. Hedeflenen enflasyon aralığı Tüketici Fiyat Endeksi (Consumer Price Index, TÜFE)'nde yüzde 0-2'dir. Enflasyon hedefi belirlenirken +1 puan hata payı bırakılmıştır.
- Birinci Politika Hedefleri Anlaşması doğrultusunda oluşturulan para politikası uygulamalarına rağmen başlangıçta belirlenen enflasyon hedefi, dışsal şoklar, hükümetin vergi politikasından ve değişen faiz oranlarından dolayı tutturulamamıştır. Yaşanan gelişmelerin ışığında, taraflar yeni bir PTA için anlaşmış ve 19 Aralık 1990 tarihinde ikinci PTA imzalanmıştır. Bu kez, enflasyonun ölçülmesinde Merkez Bankası'nın kontrolü dışında kalan fiyatların yer almadığı Tüketici Fiyat Endeksi tercih edilmiştir.²⁸ İkinci PTA ile birlikte; Merkez Bankası, şoklardan kaynaklanan enflasyonist fiyat değişikliklerinden ve yüzde 0-2'lik bandın dışında gerçekleşecek enflasyon oranlarından tamamen sorumlu hale getirilmiştir. Bunlara ek olarak, Bankanın para politikasını uygularken tutarlı, istikrarlı ve şeffaf olması gerektiğinin altı çizilmiştir.
- 10 Aralık 1996'da imzalanan dördüncü PTA'da, önceki PTA'lardan farklı olarak, istikrarlı bir fiyat düzeyinin ekonomik büyümeye, istihdam

²⁸ Oktar, a.g.e., s.77.

düzeyine ve ülke ekonomisinin gelişimine olumlu katkıda bulunacağına yer verilmiş ve böylece istikrarlı bir fiyat düzeyi hedefinin yanında diğer hedefler de gündeme getirilmeye başlanmıştır. Diğer bir önemli değişiklik ise, yıllık TÜFE enflasyon hedef aralığının yüzde 0-3 şeklinde genişletilmesi olmuştur.

- Beşinci PTA (15 Aralık 1997) ile TÜFE enflasyon ölçümü yerine, faiz oranları hariç tutularak hesaplanan TÜFE (CPIX)* kabul edilmiştir. Endekste ki yıllık artışların yüzde 0-3 aralığında gerçekleşmesi öngörülmüştür.
- 16 Aralık 1999'da imzalanan altıncı Politika Hedefleri Anlaşmasıyla birlikte enflasyon hedefinin belirlenmesinde tekrar TÜFE kullanılmış ve hedef aralığı TÜFE'de yıllık 0-3 aralığı olarak korunmuştur. Daha önceki PTA'lardan farklı olarak RBNZ'nin, çıktı düzeyinde, faiz oranlarında ve döviz kurlarında meydana gelebilecek istenmeyen dengesizliklerden kaçınmanın yollarını araması gerektiği belirtilmiştir. Bu önemli değişiklikle birlikte, Bankanın tek hedefi olan istikrarlı fiyat düzeyinin yanına yeni hedeflerin de eklendiğini söylemek hiç de zor değildir.
- 7 Eylül 2002 tarihli yedinci PTA ile yıllık enflasyon hedefinin alt sınırı TÜFE'de yüzde 1'e yükseltilmiştir. Böylelikle hedeflenen enflasyon düzeyi yüzde 1-3 olarak belirlenmiş ve hedeflenen enflasyon aralığı daraltılmıştır.
- Sekizinci PTA, yürürlükteki Politika Hedefleri Anlaşmasıdır ve 24 Mayıs 2007 tarihinde imzalanmıştır²⁹. Enflasyon hedefi TÜFE'de yüzde 1-3 aralığı olarak korunmuştur.

* CPIX'in tercih edilmesinin nedeni, RBNZ'nin enflasyonist baskıları önlemek için faiz oranlarını yükselttiğinde, TÜFE enflasyonunun yükselmesidir. Yeni endeksin kullanılmasıyla birlikte, RBNZ'nin enflasyonist baskıları azaltmak için artırdığı faiz oranlarının TÜFE üzerindeki etkisi ortadan kaldırılmış olacaktır. (Demirhan, **a.g.e.**, s.72.)

²⁹ The Reserve Bank of New Zealand, **Policy Targets Agreement**, 2007, (Erişim) <http://www.rbnz.govt.nz/monopol/pta/3027620.html>, 23.07.2008.

2. Yeni Zelanda'nın Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi

Yeni Zelanda'da enflasyon hedeflemesi, başarılı bir dezenflasyon sürecinin ardından yürürlüğe giren RBNZ Kanunu ile ortaya çıkmıştır. Yeni Zelanda'da uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel olarak dört özelliği bulunmaktadır. Bu özelliklerin tamamı olmamakla birlikte bazıları bütün enflasyon hedeflemesi rejimlerinde yer almaktadır³⁰. Bunlar;

- Para politikası uygulamalarında, enflasyon oranı veya fiyat düzeyi gibi nominal değişkenler, tek başlarına orta vadeli hedef olarak görülmektedir.
- Orta vadede katı enflasyon hedeflemesi belirlenerek doğrudan politika oluşturmak, ara hedef kullanarak dolaylı politika oluşturmaya tercih edilmektedir.
- Kurumsal yapı, kilit rol oynayan aktörlerin (Merkez Bankası ve hükümet) sorumluluklarını ve ayrı ayrı rollerini açıkça göstermektedir.
- Düzenlemeyi güçlendirmek ve kurumsal yapıdaki zayıf noktaları desteklemek için şeffaflığa büyük önem verilmektedir.

Bu dört özelliğin birlikte var olması, enflasyon hedeflemesi ve enflasyonun kaynaklarının tanımlanmasıyla birlikte Yeni Zelanda'da enflasyon hedeflerinin varlığı ortaya çıkmıştır. Yeni Zelanda'nın enflasyon hedeflemesi sürecine dair bazı tespitlerde bulunmak mümkündür:

- Yeni Zelanda'da enflasyon hedefi, bir nokta hedef yerine aralık hedef olarak ilan edilmiştir. İlk PTA'da enflasyon hedef aralığı yüzde 0-2 olarak belirlenirken, dördüncü PTA ile yüzde 0-3 olarak genişletilmiş ve yedinci PTA ile birlikte yüzde 1-3 olarak daraltılmıştır. Yürürlükteki

³⁰ Archer, **a.g.e.**, s.1.

PTA'ya göre, enflasyon hedeflemesinde TÜFE baz alınmaktadır ve hedeflenen enflasyon aralığı ise yüzde 1-3'tür.

- Yeni Zelanda'da enflasyon hedeflemesinin başarılı olmasında Merkez Bankası'nın yanı sıra Hükümete de büyük görev düşmektedir.
- Uygulanan para politikasının şeffaf olması ve RBNZ'nin hesap verebilirlik ilkesi doğrultusunda davranması Yeni Zelanda'da uygulanan enflasyon hedeflemesinin en önemli özelliklerindendir.
- RBNZ'nin, para politikasını kullanarak fiyat istikrarının sürdürülmesini sağlamak, finansal sistemin kredibilitésine ve etkinliğinin devamına katkıda bulunmak ve kamunun para ihtiyacını karşılamak üzere üç temel görevi vardır. Buradan, Yeni Zelanda'da uygulanan enflasyon hedeflemesinin esnek olduğu şeklinde bir çıkarımda bulunmak mümkündür.
- Hedeflenen enflasyon oranından sapmalara yol açan durumların gerçekleşmesi halinde, Bankanın enflasyonist etkilerin ortaya çıkmasını engelleyecek önlemler alacağı açıktır.
- Yeni Zelanda'da para politikası aracı olarak Merkez Bankası'nın belirlediği resmi faiz oranı (Official Cash Rate, OCR) kullanılmaktadır. OCR, altı haftalık periodlarda kontrol edilmektedir. Sadece olağandışı durumlarda program dışına çıkılmaktadır.³¹

Yeni Zelanda'da yapılan reformlar ve uygulanan para politikasının sonuçlarına baktığımızda Yeni Zelanda'nın enflasyon hedeflemesinin çok başarılı bir örneğini oluşturduğunu söyleyebiliriz. Enflasyon hedeflemesi öncesi dönemde yüksek bir seyir izleyen enflasyon oranları enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte önemli oranda düşmüş ve tek haneli

³¹ Demirhan, **a.g.e.**, s.75.

rakamlara gerilemiştir.

Enflasyon hedeflemesine geçildikten iki yıl sonra, 1992 yılında enflasyon oranı hedef aralık düzeyi olan yüzde 0-2 aralığına gerilemiştir. Enflasyon trendindeki olumlu gelişmelere rağmen ekonomi daralmış ve işsizlik oranını yükselmiştir. 1991 yılında ve 1992 yılının başlarında gerçekleşen resesyonun* ardından büyüme oranı hızlı bir şekilde artışa geçmiş ve 1994 yılında en yüksek seviyesine (yüzde 5,86) ulaşmıştır. 1992 yılından sonra enflasyon oranı tekrar artış yönünde bir ivme kazanmış ve enflasyon hedeflemesine geçildikten sonraki dönemdeki tepe noktasını (yüzde 3,75) 1995 yılında yapmıştır. Enflasyon oranındaki artışa yüksek büyüme hızları ve daha düşük seviyelere inen işsizlik oranı eşlik etmiştir. 1996 yılında da enflasyon oranı yüzde 2,29 gerçekleşme düzeyiyle hedeflenen aralığın az da olsa üzerine çıkmıştır.

Daha önce de belirttiğimiz gibi Aralık 1996'da dördüncü PTA anlaşması ile hedeflenen enflasyon aralığının yüzde 0-3 olarak genişletilmesi şeklinde bir değişikliğe gidilmiştir. Bu dönemde Yeni Zelanda'da sıkı para politikası uygulanmış ve kısa dönem faiz oranları ve nominal ve reel döviz kurları hızlı bir artış göstermiştir.³² Bu dönemdeki diğer bir ekonomik gelişme ise, büyüme hızında bir gerilemenin yaşanması ve 1994 yılında yaklaşık yüzde 6 dolayında gerçekleşen büyüme oranının 1996 yılı itibarıyla yüzde 4'e düşmüş olmasıdır. Ekonomideki daralma 1997 ve 1998 yıllarında da devam etmiş ve ekonomi 1998'de resesyona girmiştir. 1994 yılından itibaren bir düşüş trendi yakalayan işsizlik oranı 1997 ve 1998 yıllarında tekrar yükselişe geçmiştir.

Resesyon döneminin ardından, 2002 yılına kadar enflasyon oranları yüzde 0-3 aralığında hedefle uyumlu bir şekilde gerçekleşmiştir. Eylül 2002'de yedinci PTA ile birlikte hedeflenen enflasyon aralığı yüzde 1-3 olarak

* Resesyon, makroekonomide geleneksel olarak reel gayri safi yurtiçi hasılanın (GSYİH) iki veya daha fazla çeyrek yıllık periyotta arka arkaya negatif büyüme göstermesi durumudur. Ekonomide durgunluk olarak da adlandırılabilir.

³² Demirhan, **a.g.e.** s.76.

daraltılmıştır. 2005 yılına kadar enflasyon oranları yüzde 1-3 hedefiyle uyumlu bir şekilde gerçekleşirken 2005 ve 2006 yıllarında enflasyon hedefi biraz aşılmış ve 2007 yılında tekrar hedeflenen aralık içine gerilemiştir.

Tablo 3: Yeni Zelanda'da Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler

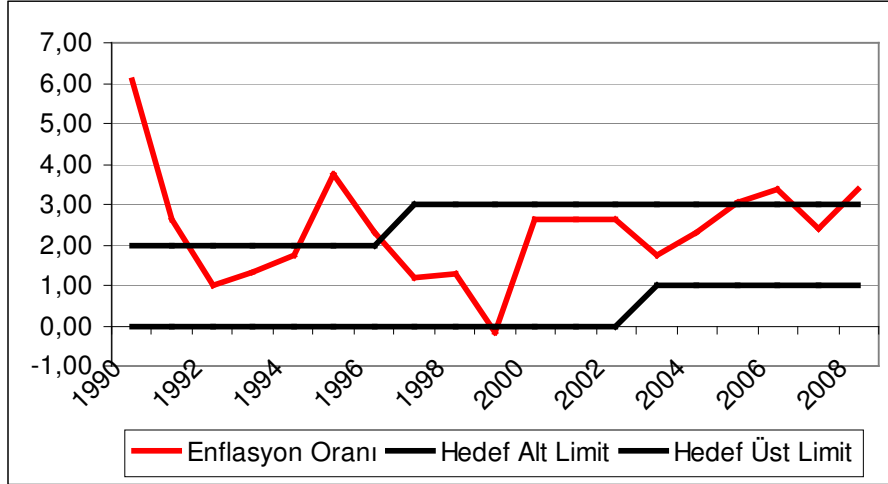
Yıl	PTA	PTA Tarih	Hedef (TÜFE %)	Gerçekleşme (TÜFE %)	Sapma (En Yakın Limitten,%)
1990	1	02.03.1990	0-2	6,09	+205
	2	10.12.1990	0-2		
1991	2	10.12.1990	0-2	2,61	+31
1992	2	10.12.1990	0-2	0,98	✓
	3	16.12.1992	0-2		
1993	3	16.12.1992	0-2	1,31	✓
1994	3	16.12.1992	0-2	1,76	✓
1995	3	16.12.1992	0-2	3,75	+88
1996	3	16.12.1992	0-2	2,29	✓
1997	4	10.12.1996	0-3	1,20	✓
1998	5	15.12.1997	0-3	1,27	✓
1999	5	15.12.1997	0-3	-0,15	-15
2000	6	16.12.1999	0-3	2,64	✓
2001	6	16.12.1999	0-3	2,63	✓
2002	6	16.12.1999	0-3	2,65	✓
2003	7	17.09.2002	1-3	1,75	✓
2004	7	17.09.2002	1-3	2,32	✓
2005	7	17.09.2002	1-3	3,04	+1
2006	7	17.09.2002	1-3	3,36	+12
2007	7	17.09.2002	1-3	2,38	✓
	8	24.05.2007	1-3		
2008*	8	24.05.2007	1-3	3,39	+13

* Ekim 2008

Kaynak: IMF ve The Reserve Bank of New Zealand

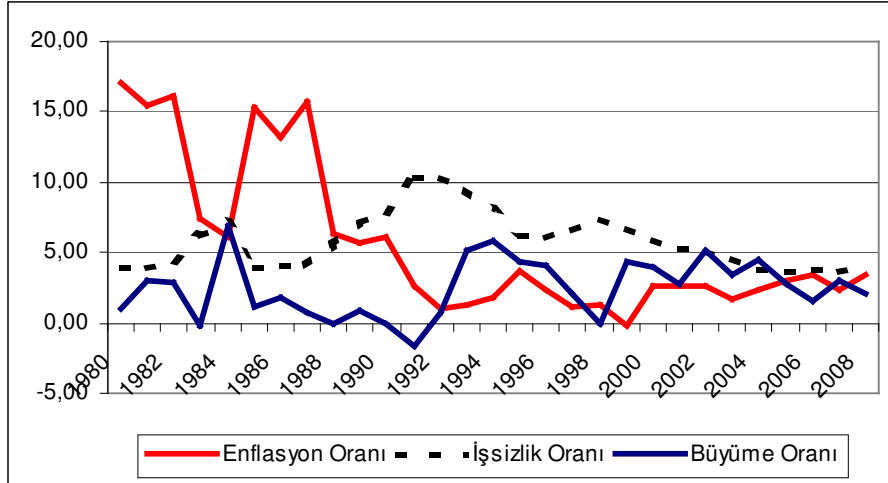
Grafik 1'de Yeni Zelanda'da hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon oranlarının gösterilmektedir. 1980 yılında yüzde 17,08 olan enflasyon oranı, başarılı bir şekilde uygulanan enflasyon hedeflemesinden ardından 2007 yılı sonu itibariyle yüzde 2,38 oranına gerilemiştir. Ekim 2008 dönemi itibariyle de enflasyon oranı yüzde 3,39 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon oranının tek haneli rakamlara inmesinin yanı sıra reel ekonomik büyüme de sağlanmıştır. Enflasyon hedeflemesine geçildikten sonraki ilk birkaç yılda yüzde 11 dolayında gerçekleşen işsizlik oranı, giderek azalmış ve 2007 yılı itibariyle yüze 3,64 olarak gerçekleşmiştir.

Grafik 1: Yeni Zelanda'da Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (1990-2008)



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database, April 2008

Grafik 2: Yeni Zelanda'da Enflasyon, İşsizlik ve Büyüme Oranları (%)



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database, April 2008

B. KANADA

1. Kanada'nın Enflasyon Hedeflemesi Süreci

Kanada, Yeni Zelanda'dan sonra enflasyon hedeflemesini benimseyen ikinci ülke olmuştur. 1970'li yıllarda görülen yüksek enflasyonunun önüne geçmek amacıyla, Kanada Merkez Bankası (The Bank Of Canada, BOC)'nın 1975 yılının sonbaharında para politikası hedefi olarak dar parasal büyüklük olan M1'i kullanması enflasyonist baskıların giderilmesinde başarılı olmamış ve 1982 yılında söz konusu parasal hedefleme politikasından vazgeçilmiştir. Kanada'da 1980'li yılların başlarında enflasyon oranlarının iki haneli rakamlara ulaşması, beraberinde enflasyonist beklentilerdeki artışı da getirmiştir. Şubat 1991'de başlanan enflasyon hedeflemesine kadar geçen süreçte resmi bir hedef parasal büyüklük bulunamamış, bu dönemde uygulanan para politikasının genel özelliği uzun dönemde fiyat istikrarının sağlanması, kısa dönemde de enflasyonun önlemesi olarak şekillenirken, ara bir hedef ya da uzun dönemli bir amaç belirlenmemiştir.³³

Şubat 1991'de Kanada Hükümeti ve Kanada Merkez Bankası beş yıllık bir zaman aralığı için enflasyon hedefini belirlemiş ve o tarihten itibaren enflasyon hedeflemesi Kanada'da yürütülen para politikasının yapı taşı olmuştur. Enflasyon hedeflemesine geçildiği yılda TÜFE enflasyonu yüzde 5,9'dur³⁴ ve enflasyon oranının 1995 yılının sonuna kadar yüzde 1-3 aralığının orta noktası olan yüzde 2 düzeyine düşürmeye yönelik bir dizi hedef belirlenmiştir. Arzu edilen sürekli büyümeyi sağlamak amacıyla öncelikli hedef, enflasyon oranının aşamalı olarak daha düşük seviyelere çekilmesi olmuştur.

Enflasyon hedeflemesine geçildiği dönemde, Körfez Savaşı'nın

³³ Demirhan, **a.g.e.**, s.79.

³⁴ Bank of Canada, **Inflation-Control Target**, (Erişim) <http://www.bankbanquecanada.ca/en/back-grounds/bg-i3.html>, 01.08.2008.

beraberinde getirdiği petrol fiyatlarındaki yüksek artışlar ve konulan yeni vergiler dolayısıyla fiyatlar üzerinde artış yönünde baskılar olmuştur.³⁵ Ayrıca, iç talepteki artışlar enflasyonist baskılara katkıda bulunmuştur. Bu nedenlerle, uygulanan enflasyon hedeflemesi ile hem yurtiçindeki hem de yurtdışındaki gelişmelerin yol açabileceği enflasyon artışının önüne geçilmesi ve uzun dönemde de belirlenen hedefler doğrultusunda enflasyon oranının aşamalı olarak düşürülmesi amaçlanmış ve başlangıçta yüzde 3, ardından yüzde 2,5 ve daha sonra da yüzde 2 seviyelerine düşürülecek bir enflasyon hedefi belirlenmiştir.

Kasım 1993'e kadar enflasyon oranı yüzde 2 seviyesine gerilemiştir. Aralık 1993'te Hükümet ve Merkez Bankası enflasyon hedefini 1998 yılına kadar uzatmaya karar vermiştir. Hedef aralığı daha önceki dönemde olduğu gibi yüzde 1-3 olarak korunmuştur. Şubat 1998 dönemine gelindiğinde, hedef dönemin bir kez daha uzatılarak uygulanmakta olan para politikasının 2001 yılının sonuna kadar sürdürülmesi kararı alınmıştır. Mayıs 2001'de mevcut enflasyon hedefleri korunarak enflasyon hedeflemesine 2006 yılının sonuna kadar devam edilmesi kararlaştırılmıştır. Ülke ekonomisinde yaşanan olumlu gelişmeler ışığında Kasım 2006'da Kanada Hükümeti ve BOC enflasyon hedeflemesini aşağıda belirtilen koşullar altında yenilemiştir.³⁶

- Enflasyon hedefinin TÜFE'deki 12 aylık değişimler olarak tanımlanmasına devam edilecektir.
- Enflasyon hedefi yüzde 1-3 aralığının orta noktası olan yüzde 2 olarak sürdürülecektir.

Ayrıca, 2011 yılı bitmeden Hükümet ve Banka dönem boyunca yaşanan deneyimleri gözden geçirdikten sonra ileriki yıllar için hedef belirleyecektir.

³⁵ Demirhan, **a.g.e.**, s.80.

³⁶ Bank of Canada, **Inflation-Control Target**, (Erişim) <http://www.bankbanqueducanada.ca/en/back-grounds/bg-i3.html>, 01.08.2008.

2. Kanada'nın Enflasyon Hedeflemesinin Özellikleri

Kanada'da uygulanan para politikasının öncelikli hedefi, istikrarlı bir ekonomik büyümeyenin sağlanmasına, istihdam düzeyinin artırılmasına ve yaşam standartlarının iyileştirilmesine katkıda bulunarak Kanadalıların refahını artırmaktır. Para ve maliye politikası karar alıcılarına göre, bunu sağlamamanın yolu ekonomik aktörlerin paralarının değeri hakkında kendilerini güvende hissettirmekten geçmektedir. Banka, enflasyon oranını düşük ve istikrarlı bir şekilde tutarak, Kanada parasının değerini koruyacak para politikasına odaklanmaktadır. Bu durum, Kanada'da uygulanan para politikasının, ekonominin düzgün bir şekilde işlenmesinde paranın hayati role sahip olduğunun göstergesidir.

Enflasyon oranını düşük bir seviyede tutmak ve fiyat istikrarının sağlanması uzun süreli büyümenin ve yeni iş olanaklarının yaratılmasında hayati öneme sahiptir. Bankanın enflasyona odaklanması, potansiyel ve gerçekleşen çıktı arasındaki açığın mümkün olduğunca az olması anlamına gelmektedir. Bu nedenle para politikası, önemli resesyonların yaşanmasına ve de işsizlik oranında artışa neden olacak enflasyonist artış ve düşüş dönemlerinin yaşanmasından kaçınmayı amaçlamaktadır.

Enflasyon hedefi, Hükümet ve Merkez Bankası tarafından ortaklaşa belirlenmekte ve ilan edilmektedir. Enflasyon hedefi bir aralık olarak ilan edilmekte ve aralık içindeki nokta hedef ise yüzde sıfır düzeyinin üzerinde yer almaktadır.³⁷ Hedef aralık belirlenirken TÜFE'deki yıllık değişim oranları dikkate alınmaktadır. Hedeflenen enflasyon aralığı yüzde 1-3'tür ve Banka enflasyon oranını bu aralıkta tutmak için enflasyon aralığının orta noktası olan yüzde 2 nokta hedefini amaçlamaktadır.³⁸ Belirlenen yüzde 1-3'lük hedef aralığı, öngörülemeyen şokların hedeflenen enflasyon oranında yaratacağı kısa dönemli sapmaları ($\pm$ %1) yansıtmaktadır.

³⁷ Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen, "Inflation Targeting: Lessons From Countries", **FRBNY Economic Policy Review**, Vol.3, No:3, August 1997, s.51.

³⁸ Bank of Canada, **Inflation-Control Target: Definitions and Notes**, (Erişim) <http://www.bank-banque-canada.ca/en/graphs/notes-1-target-strategy.html>, 01.08.2008.

Banka, enflasyon oranlarını hedeflenen aralıkta tutmak için uygulayacağı para politikalarını belirlerken TÜFE'de gerçekleşen 12 aylık değişiklikleri dikkate almakla birlikte; para politikası uygulamaları için, operasyonel gösterge olarak çekirdek enflasyonun daha yararlı olduğu kanısındadır. Çekirdek enflasyon, TÜFE'nin bir türüdür ve TÜFE'den fiyatları en çok değişiklik gösteren sekiz bileşenin fiyatlarının çıkarılmasıyla elde edilmektedir. Bu bileşenler sebze, meyve, benzin, mazot, şehirlerarası taşımacılık ve tütün mamullerinin fiyatları ile ipotek faizidir ve toplam TÜFE'yi oluşturan mal sepetinin yüzde 16'sını oluşturmaktadır.³⁹ Ayrıca, dolaysız vergilerin diğer TÜFE bileşenleri üzerindeki etkisi de çekirdek TÜFE'de yer almamaktadır.* Fiyatları en çok değişiklik gösteren TÜFE bileşenlerinin fiyatlarındaki ve aynı şekilde dolaysız vergilerdeki gelişmeler toplam TÜFE'de önemli geçici değişikliklere neden olmaktadır. Söz konusu geçici değişikliklerin tersine dönebildiği ve de uygulanacak para politikasının etkilerinin uzun dönemde görüleceği; ayrıca, dolaylı vergilerdeki değişimlerin ilk etkilerinin düzeltilebileceği ve ikinci etkilerinin de alınacak önemlerle engellenebileceği gerekçeleriyle BOC çekirdek enflasyonu operasyonel gösterge olarak kullanmayı uygun bulmuştur. Çekirdek enflasyon oranı, enflasyon oranının orta vadedeki trendinin tespit edilmesinde kullanılmaktadır. Uzun dönemde TÜFE ile çekirdek enflasyonun benzer bir seyir izleyeceği kabul edilmiştir. Banka, arzuladığı trendi çekirdek TÜFE'ye göre belirlemiştir. Böylece toplam TÜFE enflasyonu hedeflenen aralıkta gerçekleşecektir.

Banka, kısa dönem faiz oranlarını kullanarak ekonomik koşulları etkilemek suretiyle para politikasını yürütmektedir. Örneğin, enflasyon oranı hedef aralığın üst (alt) sınırlarını zorlamaya başlarsa, bu genellikle faiz oranları yükseltmek (düşürölmek) kaydıyla mal ve hizmet talebinin daraltılması (artırılması) gerektiğinin bir işaretidir. Ayrıca, daha yüksek (düşük) faiz oranı yurtiçi harcamaların kısılmasına (artmasına) neden olurken

³⁹ Bank of Canada, **Core Consumer Price Index (Core CPI)**, (Erişim) <http://www.bank-banque-canada.ca/en/graphs/notes-1-target.html#targetrange>, 01.08.2008.

* Mayıs 2001'den önce Merkez Bankası, gıda, enerji ve dolaysız vergilerin etkilerinin yer almadığı, çekirdek TÜFE'yi kullanmıştır.

daha değerli (değeri düşmüş) bir yerli para nedeniyle ithalat artışını (azalışını) teşvik edecek ve ihracatın da azalmasına (artmasına) neden olacaktır. Ancak, para politikası değişikliklerinin enflasyon ve ekonomi üzerindeki etkileri dolaylıdır ve genellikle sonuçları 1,5-2 yıllık bir sürede gerçekleşmektedir.⁴⁰

Merkez Bankası'nın sadece kısa dönem faiz oranlarını üzerinde etkisi vardır. Dönem uzadıkça, BOC'un faiz oranları üzerindeki etkisi de azalmaktadır. Kanada'daki faiz oranları büyük ölçüde ABD'deki faiz oranları tarafından belirlenmektedir. İki ülke arasındaki enflasyon oranları ve para politikası tutumları da birbirleriyle ilişkilidir. Risk faktörü de burada ortaya çıkmaktadır. Kanada faiz oranları ABD'nin faiz oranlarının altında veya üstünde olabilir ama hiçbir zaman ABD faiz oranlarından tamamen bağımsız değildir.

Kanada'da esnek döviz kuru politikası uygulanmaktadır ve BOC'un döviz kurları üzerinde doğrudan etkisi yoktur. Esnek döviz kuru bağımsız bir para politikasının sürdürülmesine imkan verirken bir amortisör gibi hareket etmektedir. Dalgalı döviz kuru ile birlikte yerli ekonomi dış enflasyondan korunabilmektedir. Ayrıca, dalgalı döviz kuru uygulaması Kanada ihracatına olan talebi artırıp/azaltması bakımından da uygulanan para politikasına yardımcı olmaktadır.

Kanada Merkez Bankası Kanunu'na göre, Banka'nın yönetiminden Banka Yönetim Kurulu (Board of Directors) sorumludur. Kanun, Maliye Bakanının para politikası üzerindeki yetkisini geniş tutmuş ve Maliye Bakanına uygulanan politikayı değiştirebilme gücü vermiştir. Merkez Bankası, belirlenen enflasyon hedefleri doğrultusunda para politikasını uygulamakla sorumludur. Kanada'da uygulanan enflasyon hedeflemesinde Merkez Bankasının para politikası uygulamalarında şeffaf ve hesap verebilir olmasının önemi büyüktür. Para politikasının şeffaflığını artırmak ve

⁴⁰ Bank of Canada, **An important tool for monetary policy**, (Erişim) <http://www.bank-banque-canada.ca/en/rates/index.html#interest> , 01.08.2008.

uygulanan politikanın daha anlaşılır olmasını sağlamak amacıyla 1995 yılından bu yana yılda iki defa Para Politikası Raporu yayınlanmaktadır. Hedefler BOC ile Hükümet tarafından belirlenmesine rağmen, hedeflere ulaşılmaması durumunda BOC'un hesap verebilirliği ile ilgili bir düzenleme yoktur. BOC'un resmi bir sorumluluğu olmamasına karşın kamuya karşı bir sorumluluğu mevcuttur⁴¹ ve bu sorumluluk Hükümetinkinden daha fazladır.

3. Kanada'nın Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi

Kanada, enflasyon hedeflemesine herhangi bir kriz tehdidi yaşamadan geçen tek ülkedir ve Kanada'da uygulanan enflasyon hedeflemesi bir yasanın sonucunda ortaya çıkmamıştır.⁴² Kanada'da uygulanan para politikasının öncelikli hedefinin, istikrarlı bir ekonomik büyümeyenin sağlanmasına, istihdam düzeyinin artırılmasına ve yaşam standartlarının iyileştirilmesine katkıda bulunarak Kanadalıların refahını artırmak olduğunu düşünürsek uygulanan enflasyon hedeflemesinin esnekliğinden söz edebiliriz. Esneklik sayesinde hedeften sapmalara neden olacak durumların ortaya çıkması halinde BOC daha rahat müdahalelerde bulunabilmektedir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, Kanada'da uygulanan enflasyon hedeflemesinin başarılı olduğunu söyleyebiliriz. Enflasyon oranı, 1981 yılında yüzde 12,4 seviyesine yükselirken, enflasyon hedeflemesine ilk geçildiği Şubat 1991'de yüzde 6,8 ve 1992 yılından itibaren ortalama yüzde 1,6'dır. 2007 yılında enflasyon oranı yüzde 2,15 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2008 yılının ilk yarısında, ABD ekonomisindeki kırılganlıkların ve global finansal piyasalardaki karışıklıkların devam etmesi ile birlikte özellikle enerji fiyatlarındaki keskin yükselişler Kanada ekonomisini etkileyen önemli gelişmeler olmuştur. Mal stokundaki keskin düşüş nedeniyle 2008'in ilk çeyreğinde Kanada'nın ekonomik büyümesi beklentilerin altında gerçekleşmiştir. BOC'un, riskleri dikkatli bir şekilde değerlendirmeye, hem

⁴¹ Demirhan, **a.g.e.**, s.85.

⁴² Mishkin, Posen, **a.g.e.**, s.51.

Kanada'daki hem de dünyadaki ekonomik gelişmeleri dikkatli bir şekilde izleyerek para politikasını orta vadede enflasyon hedefiyle uyumlu bir şekilde yürütmeye devam edeceği Temmuz 2008 Para Politikası Raporunda belirtilmiştir.

Kanada'da enflasyonist beklentilerin azaltılmasında, uygulanan enflasyon hedeflemesi önemli rol oynamaktadır. Son dönemde enflasyon oranının hedeflenen aralık içinde gerçekleşmesinde enflasyonist beklentilerdeki olumlu gelişmelerin katkısı vardır.

Enflasyon hedeflemesini ekonomik büyüme açısından ele aldığımızda, enflasyon hedeflemesine geçildiği dönemden bu yana büyüme oranı yıllık ortalama yüzde 3 düzeyine yükselmiş olduğunu görmekteyiz.⁴³ 1991 yılı boyunca enflasyonun düşüş trendine girmesi, beklentilerin ötesinde bir ekonomik durgunluğa neden olmuştur. 1990-1991 yıllarında yaşanan resesyonların ardından ekonomik büyümede iyileşmeler yaşanmıştır. Kanada'da yaşanan ekonomik büyüme oranlarındaki gelişmeler Grafik 4'te görülmektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilen 1992 yılında yüzde 11,2 seviyesinde olan işsizlik oranının Haziran 2008 itibariyle yüzde 6,2 seviyesine gerilemiştir. Bu doğrultuda, işsizlik düzeyi açısından da başarılı bir enflasyon hedeflemesi süreci göze çarpmaktadır. Genellikle azalış yönünde bir seyir izleyen işsizlik oranlarında, 1993 (yüzde 11,4), 1996 (yüzde 9,7) 2001 (yüzde 7,2) ve 2003 (yüzde 7,6) yıllarında istikrarlı azalış trendini bozan yükselişler yaşanmıştır.

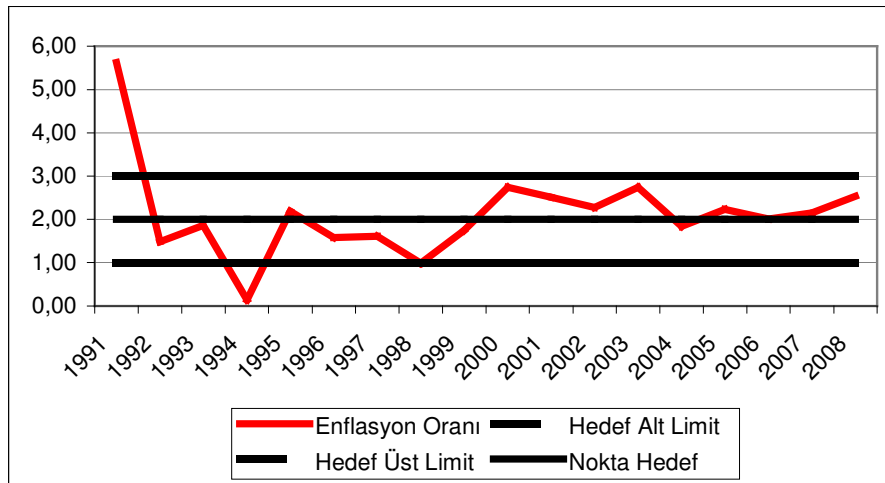
⁴³Bank of Canada, **Monetary Policy**, (Erişim) <http://www.bank-banque-canada.ca/en/mpr/mpr-previous.html>, 01.08.2008.

Tablo 4: Kanada'da Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler

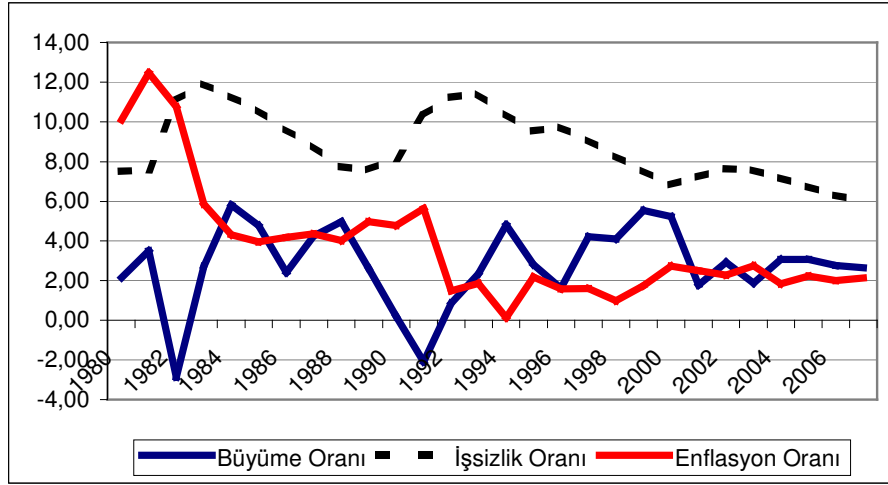
Yıl	Karar Tarihi	Hedef (TÜFE %)	Alt ve Üst Limitler (%)	Gerçekleşme (TÜFE %)	Sapma (En Yakın Limitten,%)
1991	Şub.91	2	1-3	5,63	+88
1992	Şub.91	2	1-3	1,49	✓
1993	Şub.91	2	1-3	1,87	✓
1994	Ara.93	2	1-3	0,14	-86
1995	Ara.93	2	1-3	2,19	✓
1996	Ara.93	2	1-3	1,58	✓
1997	Ara.93	2	1-3	1,61	✓
1998	Şub.98	2	1-3	0,99	-1
1999	Şub.98	2	1-3	1,74	✓
2000	Şub.98	2	1-3	2,74	✓
2001	May.01	2	1-3	2,51	✓
2002	May.01	2	1-3	2,28	✓
2003	May.01	2	1-3	2,74	✓
2004	May.01	2	1-3	1,84	✓
2005	May.01	2	1-3	2,23	✓
2006	Kas.06	2	1-3	2,01	✓
2007	Kas.06	2	1-3	2,15	✓
2008*	Kas.06	2	1-3	2,53	✓

* Ekim 2008

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database, December 2008 ve Bank of Canada

Grafik 3: Kanada'da Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (1991-2008)

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database, April 2008

Grafik 4: Kanada'da Enflasyon, İşsizlik ve Büyüme Oranları (%)

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database, April 2008

Genellikle destekleyici bir uluslararası ortam olmasına rağmen, önemli yurtiçi ekonomik reformlarla birlikte izlenen ihtiyatlı maliye politikası bu olumlu gelişmelerin sağlanmasında önemli paya sahip olmuştur. Enflasyon oranlarının düşmesinde, enflasyon beklentilerindeki olumlu gelişmeler ve hedeflerin belirli olmasının yarattığı güven ortamının da önemli katkısı olmuştur.

Kanada'da uygulanan para politikasında asıl destekleyici faktör uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisidir. Enflasyon hedeflemesi için Hükümet ve Merkez Bankasının birlikte hareket etmesi enflasyon beklentilerinin dayanak noktası olmuş ve ekonomik ajanlar için daha istikrarlı ve güvenilir bir ortam oluşmuştur. Böylelikle ekonomik kararlar daha iyi koşullarda alınmıştır.

Kanada'da son 17 yıldır enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaktadır. Bu süre boyunca TÜFE enflasyonu yüzde 2 düzeylerinde gerçekleşmiş, istikrarlı ve önceden kestirilebilir bir seyir izlemiştir. Kanada'da uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin, enflasyon hedeflemesine geçildiği yıldan itibaren yenilenecek devam etmesi, söz konusu stratejinin ülkede benimsendiğinin de bir göstergesidir. Enflasyon hedeflemesinin gelecekte de sürdürüleceği kararının Hükümet ve Merkez Bankasıca

alınmış olması, fiyat istikrarının ülke ekonomisi açısından önemini koruyacağı anlamını taşımaktadır. Uzun vadedeki hedeflerin önceden ilan edilmesi de ekonomik ajanların kararlarını alırken önlerinin açık olacağı bir ortamın oluşturulmasında önem arz etmektedir.

C. İNGİLTERE

1. İngiltere'nin Enflasyon Hedeflemesinin Tarihsel Süreci

İngiltere'de 1970'li yılların başlarından itibaren artmaya başlayan, ipotek faizlerinin yer almadığı Perakende Fiyat Endeksi (RPIX) ile ölçülen enflasyon oranı, 1975 yılına gelindiğinde yüzde 25'in üzerine çıkmıştır.⁴⁴ Böylece, ekonomideki bütün ilgi enflasyon üzerinde yoğunlaşmış ve enflasyonu düşürmeye yönelik para politikası stratejileri önem kazanmıştır. 1976 yılında parasal hedefleme yoluna gidilirken hem artan kamu harcamalarının sınırlandırılması hem de Hükümete enflasyonun düşürülmesi yoluyla yeniden kredibilite sağlanması amaçlanmıştır.⁴⁵ 1980'li yılların başlarında geniş para arzı olan M3'ün hedeflenmesine dayalı bir para politikası uygulanmıştır. Uygulanan para politikasına olan güvenin azalmasıyla birlikte 1985 yılında bu politikadan vazgeçilmiştir.⁴⁶

1987-1988 yıllarında Almanya'daki başarılı dezenflasyon sürecinden etkilenen İngiltere, ulusal parasını gayriresmi olarak Alman Markına endekslemiştir. Enflasyon oranlarında yaşanan aşırı artışların ardından İngiltere 1990 yılında EPB*’ye katılma kararı almıştır.⁴⁷ İngiltere Ekim

⁴⁴ Demirhan, **a.g.e.**, s.90.

⁴⁵ William A. Allen, "Inflation Targeting in the United Kingdom (1992-2000)" **Inflation Targeting Experiences**, TCMB, 2000, s.65.

⁴⁶ Demirhan, **a.g.e.**, s.91

* Ekonomik ve Parasal Birlik (EPB), Avrupa Birliği'ne üye devletler arasındaki tek paranın kullanımının sağlanması amacıyla söz konusu ülkelerin ekonomik ve parasal politikalarının uyumlu hale getirilmesini hedefleyen süreçtir.

⁴⁷ Allen, **a.g.e.**, s.66.

1990'dan Eylül 1992'ye kadar EPB içerisinde kalarak parasını ECU^{*}'ya endekslemiştir. O dönemde İngiltere'nin enflasyon oranı TÜFE'de yaklaşık yüzde 10 civarındadır. EPB'ye dahil olunmasıyla birlikte uygulanan sıkı para politikası sonucunda enflasyon oranı yüzde 4'ün altına düşerken, deflasyonist bir ortam oluşmuştur. Eylül 1992'de İngiliz Pound'u dalgalanmaya bırakılmıştır.⁴⁸ EPB'den ayrılış enflasyonist baskıları artırırken aynı zamanda uygulanmakta olan para politikasının kredibilitesini düşürmüştür. Böylelikle başlayan yeni bir para politikası stratejisi bulma arayışları Ekim 1992'de Maliye Bakanı'nın ilk enflasyon hedefini ilan etmesiyle son bulmuştur.⁴⁹ İngiltere, İsveç'in yaptığı gibi ECU'ya bağlı sabit döviz kuru uygulamasının ardından enflasyon hedeflemesine geçmiştir.⁵⁰ Enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte EPB'ye dahil olunmasıyla başlayan fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik para politikası amacı ve uygulanan politikalarda şeffaf olunması gerektiğine dair politika görüşü sürdürülürken, döviz kuru ve parasal hedefler terk edilmiş ve doğrudan enflasyon hedeflemesine geçilmiştir⁵¹.

9 Ekim 1992'de ilan edilen ilk enflasyon hedefi, RPIX'teki 12 aylık değişimler tarafından ölçülen yüzde 1-4 hedef aralığı olmuştur.⁵² RPIX, para politikası için operasyonel bir hedef olup, bir çeşit çekirdek enflasyondur.⁵³ Mevcut iktidarın görev süresinin sonuna kadar (en azından 1997 yılının sonbaharına kadar) enflasyon oranının yüzde 2,5 seviyesine düşürülmesi

* Avrupa Para Birimi olan ECU (European Currency Unit), 1975 yılında Avrupa Topluluğu'na üye olan dokuz ülkenin ulusal paralarından oluşan sepete bağlanmıştır. Döviz Kuru Mekanizması içerisinde, her ulusal paranın ECU ile açıklanan bir merkezi kuru vardır. 1 Ocak 1999 tarihine kadar Avrupa Para Birimi olarak kullanılmıştır. Bu tarihten itibaren Euro kullanılmaya başlanmıştır.

⁴⁸ John Ammer, Richard Freeman, "Inflation Targeting in the 1990's: The Experiences of New Zealand, Canada and The United Kingdom", **International Finance Discussion Papers**, Board of Governors of the Federal Reserve System, Number:473, 1994, s.21.

⁴⁹ Ammer, Freeman, **a.g.e.**, s.21.

⁵⁰ McCallum, T. Bennett, "Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Setting for the United States, The United Kingdom, and Japan", **Economic Quarterly of The Federal Reserve Bank of Richmond**, 2000, (Erişim) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/mccall.pdf>, 15.04.2007, s.7.

⁵¹ Mishkin, Posen, **a.g.e.**, s.72.

⁵² Oktar, **a.g.e.**, s.65.

⁵³ Bank of England, **Inflation Report**, November 1997, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir97nov.pdf>, 18.08.2008.

amaçlanmıştır.⁵⁴ O dönemde Hükümetin ekonomiye çok fazla müdahalesi söz konusu olduğundan, Hazine ile karşılaştırıldığında Merkez Bankası sınırlı bir bağımsızlığa sahiptir. Bu durum enflasyon hedefinin Merkez Bankası Başkanının (Başkan) yerine Maliye Bakanı (Bakan) tarafından ilan edilmesinde kendini göstermiştir. Yeni para politikası stratejisinin belirlenmesiyle birlikte bazı önemli yapısal değişiklik olmuştur:

- Şubat 1993'te Maliye Bakanı ile Merkez Bankası Başkanı arasında para politikası kararlarının alındığı aylık toplantılar yapılmaya başlanmıştır.
- Kasım 1993'ten itibaren faiz oranlarında yapılan değişikliklere ilişkin kararların, bir sonraki aylık toplantıya kadar geçecek sürede, uygulama zamanının belirlenme yetkisi tamamen Bankaya verilmiştir.
- Nisan 1994'ten itibaren Maliye Bakanı ile Merkez Bankası Başkanının yaptıkları toplantıların tutanaklarının yayınlanması ve faiz oranları değişiklikleriyle ilgili olarak basın açıklaması yapılması kararı alınmıştır.
- Banka yılda dört defa Enflasyon Raporu yayınlamaya başlamıştır.

Maliye Bakanı, Haziran 1995'te yeni enflasyon oranını RPIX'deki yıllık değişiklikler aracılığıyla ölçülen yüzde 2,5 düzeyindeki nokta hedef olarak belirlemiştir. Böylelikle enflasyonun belirsizlik aralığında yer almaması ve beklentilerin nokta hedef uygulanmasıyla birlikte azalması planlanmıştır.⁵⁵ Mayıs 1997'de enflasyon hedefi aynen korunmuştur. Daha önce belirtilen yapısal değişikliklere ek olarak Hükümet, Merkez Bankasına faiz oranlarını belirleme operasyonel yetkisini çıkardığı yasa ile vermiştir. Yeni yasa, yeni bir para politikası çerçevesi oluştururken Merkez Bankası'nın sorumluluklarını artırmıştır. Yeni para politikası çerçevesiyle para politikası kararlarının daha

⁵⁴ McCallum, T. Bennett, **a.g.e.**, s.8.

⁵⁵ Bank of England, **Inflation Report**, November 1997.

etkili, şeffaf ve hesap verilebilir bir şekilde ve kısa dönem manipölasyonlarından bağımsız olarak verilmesi amaçlanmıştır.

Yeni İngiltere Merkez Bankası Kanunu 1 Haziran 1998 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Merkez Bankası Kanunu'nda, İngiltere Merkez Bankasının hedeflerinin fiyat istikrarının sağlanması ve bu amaca bağlı olarak Hükümetin büyüme ve istihdam hedeflerinin de içinde yer aldığı ekonomi politikalarını desteklemek olduğu belirtilmiştir.

Aralık 2003'te Maliye Bakanı, enflasyon hedefini değiştirmiştir. Bu yeni hedef, eskiden Harmonize Tüketici Fiyat Endeksi olarak adlandırılan, Tüketici Fiyat Endeksi'ndeki 12 aylık değişimler aracılığıyla hesaplanan yüzde 2'lik enflasyon oranıdır.⁵⁶ Söz konusu hedef günümüzde de devam etmektedir.

2. İngiltere'nin Enflasyon Hedeflemesinin Özellikleri

İngiltere'de, Kanada ve Yeni Zelanda'da olduğu gibi enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce dezenflasyon sürecine gidilmiştir. 9 Ekim 1992 tarihinde enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte, İngiltere Merkez Bankası politika oluşturmada herhangi bir ara hedef değişkeni kullanmama kararı alınmıştır.

Banka'nın sorumlulukları 1998 tarihli İngiltere Merkez Bankası Kanunu'nda belirtilmiştir. İngiltere Merkez Bankası'nın temel hedeflerinden biri para istikrarının sağlanması ve böylece Hükümetin büyüme ve istihdam gibi ekonomik hedeflerini desteklemektir. Parasal istikrar, fiyat istikrarı -düşük enflasyon- ve yerli paraya olan güven anlamına gelmektedir.⁵⁷ Fiyatların

⁵⁶Mervyn King, Governor of The Bank of England, Speech, The Annual Birmingham Forward/Cbi Business Luncheon, 20 Ocak 2004, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech211.pdf> , 18.08.2008.

⁵⁷Bank of England, **Monetary Policy**, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/index.htm>, 18.08.2008.

hangi düzeyde istikrarlı olacağı Hükümetin enflasyon hedefi tarafından belirlenmektedir.

Ödemeler sisteminin merkezinde olan Banka, ödemeler sisteminin de parçası olduğu finansal sistemi izlemekte; finansal sistemde herhangi bir sorun çıktığında Hükümete danışmanlık yapmakta ve Hükümetten gelen önerileri değerlendirmektedir. Banka ayrıca sistematik risklerin azaltılmasını sağlayarak sistemin güçlenmesine yardımcı olmaktadır.

İngiltere’de enflasyon hedefini Hükümet belirlemektedir. Hükümetin enflasyon hedefi, her yıl Maliye Bakanı tarafından yıllık bütçe görüşmeleri sırasında ilan edilmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi Ekim 1992’de ilan edilen enflasyon oranı RPIX’deki 12 aylık artışlar aracılığıyla ölçülen yüzde 1-4’lük aralık hedefiydi. Haziran 1995’te bir aralık hedef yerine RPIX’de yüzde 2,5 düzeyindeki bir nokta hedef ilan edilmiştir. Hükümet Aralık 2003’te enflasyon hedefini tekrar değiştirerek TÜFE’deki yıllık değişiklikler tarafından ölçülen yüzde 2’lik nokta hedef olarak ilan etmiştir. Günümüzde halen yüzde 2’lik TÜFE enflasyonu geçerliliğini sürdürmektedir.

İngiltere’nin enflasyon hedefi simetriktir. Yüzde 2’nin altındaki enflasyon oranları yüzde 2’nin üzerindeki enflasyon oranlarında olduğu gibi kötü olarak değerlendirilmektedir. Eğer enflasyon oranı yüzde 1’in üzerinde bir sapma gösterirse, diğer bir ifadeyle TÜFE enflasyonu yüzde 3’ün üzerinde veya yüzde 1’in altında gerçekleşirse; Merkez Bankası Başkanı, Maliye Bakanına enflasyonun neden çok yükseldiğini veya azaldığını ve Bankanın enflasyon oranını hedef düzeye geri getirmek için neler yapacağını açık bir mektupla anlatmaktadır. Yüzde 2’lik enflasyon hedefi, enflasyonun sürekli bu düzeyde kalacağı anlamına gelmemektedir. Faiz oranlarının her zaman büyük oranlarda değişerek ekonomide istenmeyen belirsizliklere ve dalgalanmalara neden olabileceği düşünüldüğünde, enflasyonu yüzde 2 düzeyinde tutmak mümkün olmayacaktır. Bu nedenle; Para Politikası Kurulu (Monetary Policy Committee, MPC), faiz oranlarını belirleyerek enflasyon oranını makul bir süre içinde ekonomide beklenmeyen dengesizliklere neden

olmaksızın hedef düzeye geri getirmeyi amaçlamaktadır. Faiz ayarlamalarının yanında, simetrik bir hedef şeklinde belirlenen enflasyon hedefinin tutturulmasında enflasyon hedefiyle uyumlu bir gelişme gösterecek beklentilerin de hayati önemi vardır.

Hükümet, Mayıs 1997'de Merkez Bankasına enflasyon hedefleriyle uyumlu olacak şekilde faiz oranlarını belirleme yetkisini vermiştir. Bankanın faizleri özgürce belirleme yetkisi 1998 tarihli İngiltere Merkez Bankası Kanunu'nda da yer almıştır. O dönemden itibaren enflasyon hedefi, MPC tarafından belirlenen faiz oranları aracılığıyla tutturulmaya çalışılmaktadır.⁵⁸ MPC, faiz oranlarını enflasyon hedefine ulaşmak için kullanmaktadır. MPC üyeleri bağımsızdır. Her üyenin enflasyon hedefiyle uyumlu faiz düzeyini belirlerken, bir oyu bulunmaktadır. Hazineden bir temsilci MPC'nin toplantılarına katılabilmekte ama oy hakkı bulunmamaktadır. Bu uygulama sayesinde MPC maliye politikasındaki gelişmeleri ve Hükümetin diğer ekonomi politikalarını daha iyi takip ederken, Maliye Bakanı da para politikası hakkında tamamen bilgilenmektedir. MPC, her ay faiz oranlarını belirlemek için toplanmaktadır.

Merkez Bankası aldığı faiz kararlarında özgür olmakla birlikte, 1998 tarihli Merkez Bankası Kanunu, Hükümete olağanüstü durumlarda kısa süreliğine Merkez Bankasının faiz oranları hakkındaki kararlarını yönlendirme yetkisini de vermiştir. Bu yetki ancak Parlamento tarafından çıkarılacak bir yasa ile kullanılabilir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde İngiltere Merkez Bankası hedefinin fiyat istikrarının sağlanması ve bu amaca bağlı olarak Hükümetin büyüme ve istihdam hedeflerinin de içinde yer aldığı ekonomi politikalarını desteklemek olduğu daha önce de belirtilmişti. Bu doğrultuda, İngiltere Merkez Bankasıyla uygulanan para politikası Kanada Merkez Bankasıyla

⁵⁸Bank of England, **The Bank's Strategy**, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/index.htm>, 18.08.2008.

benzerlik göstermekte ve Yeni Zelanda'da uygulanan para politikasına göre daha esnek bir yapıda bulunmaktadır.

Banka para politikası kararları ve uygulamalarından dolayı hem Hükümete hem de kamuya karşı sorumludur. Banka, para politikası uygulamalarındaki şeffaflığa büyük önem vermektedir. Bu doğrultuda,

- MPC, faiz oranları hakkındaki kararlarını şeffaf bir şekilde açıklamakta ve para piyasasında etkili bir şekilde uygulamaktadır. MPC'nin toplantı tutanakları, faiz oranlarının belirlenmesinin ardından 2 hafta sonra yayınlanmaktadır. Tutanaklarda, farklı görüşlerin de bulunduğu politika kararlarına da yer vermektedir.⁵⁹
- MPC, uygulamalarını düzenli olarak parlamenterler komitesine ve zaman zaman da Hazine Komitesine açıklamak zorundadır.
- MPC'nin başkanı olarak Merkez Bankası Başkanı, enflasyon oranının hedeften yüzde 1'in üzerinde bir sapma göstermesi halinde TÜFE rakamlarının açıklandığı gün, Enflasyon Raporuna referans olacak şekilde Maliye Bakanına açık bir mektup yazmaktadır. Söz konusu mektupta enflasyonun hedeften sapma nedenleri, enflasyon oranının hedeflenen düzeye ne zaman döneceği ve bu dönemin Hükümetin politika hedefleriyle nasıl uyumlu hale getirileceği belirtilmektedir.
- Banka yılda dört defa MPC üyelerinin rehberliğinde Enflasyon Raporunu yayınlamaktadır. Rapor öncelikle, uygulanan politikalarla ilgili olarak tamamlayıcı ve geleceğe yönelik bir çerçeve oluşturmakta ve Bankanın görüşlerinin ve uyguladığı politikalarla ilgili kararlarının açıklanmasına yardımcı olması açısından da önem taşımaktadır.

⁵⁹Bank of England, **The Monetary Policy Committee**, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/overview.htm>, 18.08.2008.

- Banka çalışanları tarafından altı ayda bir Finansal İstikrar Raporu* hazırlanmaktadır.

İngiltere’de enflasyon hedefinin tutturulamaması durumunda Merkez Bankasına herhangi bir yaptırım söz konusu değildir.⁶⁰ Banka, sadece sapma nedenlerini kullandığı iletişim araçları vasıtasıyla duyurmaktadır. Merkez Bankası ile Hükümet arasında Yeni Zelanda’da olduğu gibi bir sözleşme yoktur.

3. İngiltere’nin Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi

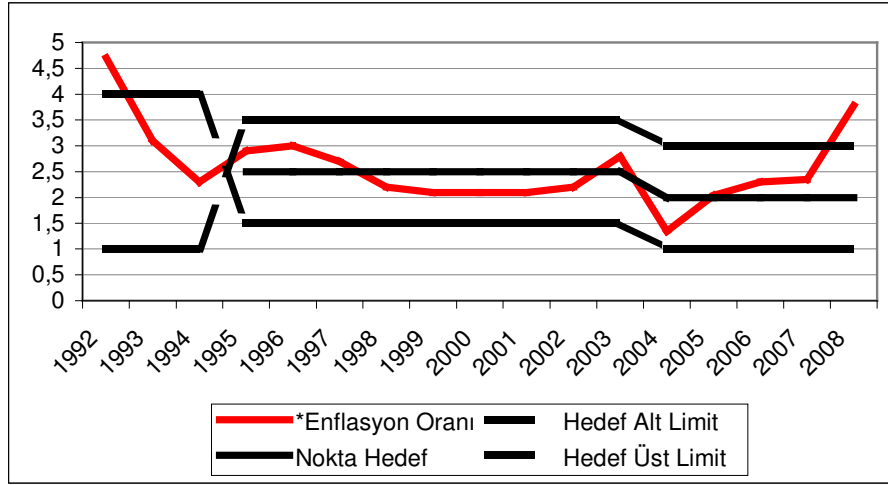
İngiltere Merkez Bankası’nın temel görevi, parasal istikrarı sağlamak ve finansal istikrara katkıda bulunmaktır. İngiltere’de 1992 yılından beri enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaktadır. Bu stratejinin önemli sonuçları olmuştur. Öncelikle Merkez Bankasına uygulamalarına şeffaflık getirilmiş ve kamuoyu tarafından Bankaca uygulanan politikalar anlaşılır hale gelmiştir. Böylece uygulanan para politikasına güven artarken, enflasyonist beklentiler de azalmıştır.

Enflasyon hedeflemesine başlanıldığı andan itibaren enflasyon hedefleri büyük ölçüde tutturulmuş ve enflasyon gerçekleştirmeleri hedef düzey etrafında olmuştur. RPIX enflasyonu 1992 yılında yaklaşık yüzde 4,8 düzeyindeyken, Kasım 1993’te ilk defa yüzde 2,5’lik nokta hedef tutturulmuştur.⁶¹ RPIX enflasyonu, uygulanan başarılı enflasyon hedeflemesi sonucunda genellikle hedefle uyum bir görünüm sergilemiş ve en son hedef yılı olan 2003 yılı itibariyle yüzde 2,8 olarak gerçekleşmiştir. 2004 yılından itibaren TÜFE’de yüzde 2 olarak belirlenen enflasyon hedefi, 2004 yılında tutturulurken; 2005, yılından itibaren enflasyon oranı artan bir seyir izleyerek

* Haziran 2006’dan itibaren Finansal İstikrar Değerlendirmesi, Finansal İstikrar Raporu adı altında yayınlanmaya başlanmıştır.

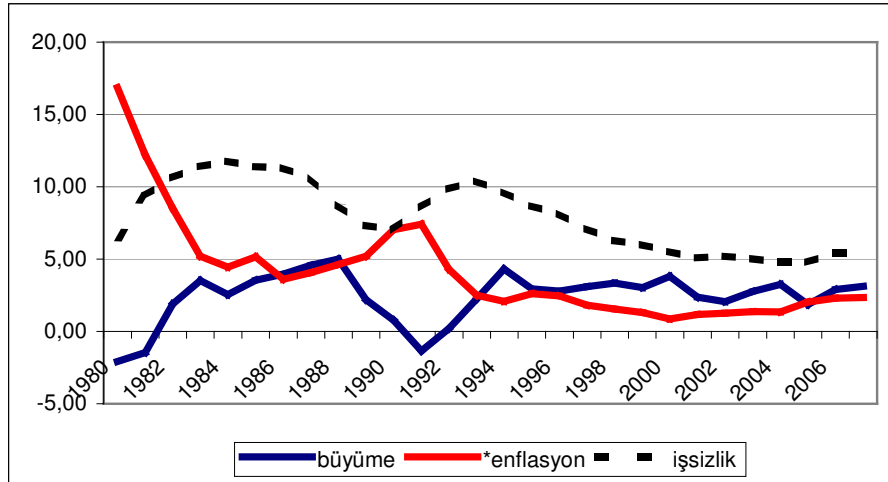
⁶⁰ Oktar, **a.g.e.**, s.90.

⁶¹ Demirhan, **a.g.e.**, s.97.

Grafik 5: İngiltere’de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (1992-2008)

Kaynak: İngiltere İstatistik Kurumu ve IMF World Economic Outlook Database, April 2008

*1992-2003 yılları arasında RPIX enflasyon oranı, 2004-2008 yılları arasında TÜFE enflasyon oranları kullanılmıştır.

Grafik 6: İngiltere’de Büyüme, Enflasyon ve İşsizlik Oranları (%)

Kaynak: IMF World Economic Outlook Database, April 2008

* Çalışmada yer alan ülkelerle karşılaştırma yapılabilmesi amacıyla IMF tarafından hesaplanan TÜFE oranları kullanılmıştır.

D. İSVEÇ

İsveç'in enflasyon hedeflemesi stratejisi, İsveç ve diğer ülkelerin deneyimleri ve de akademik çalışmalardaki yeni gelişmeler doğrultusunda 1993 yılında formüle edilmiş ve o zamandan itibaren para politikası aşamalı olarak enflasyon hedeflemesine uyumlu hale getirilmiştir.

1. İsveç'in Enflasyon Hedeflemesine Uyum Süreci

1970'li ve 1980'li yıllarda enflasyon oranı birçok ülkede oldukça yüksek düzeylere ulaşmış ve ekonomik büyüme ve istihdam düzeyini olumsuz şekilde etkilemiştir. Enflasyonun olumsuz etkileri, İsveç Merkez Bankası (Riksbank) gibi dünyadaki birçok Merkez Bankasının da enflasyonu düşük ve istikrarlı bir düzeyde tutmaya odaklanmasına neden olmuştur. Riksbank birçok defa, altın ya da başka ülke parasına bağlı sabit döviz kuru ve para arzında belli bir büyüme oranının hedeflenmesi gibi, değişik nominal çapalar denemiştir. Ne sabit döviz kuru ne de parasal büyüklük hedefi oldukça yüksek seviyelerde olan enflasyon sorununa çözüm olmamıştır.

İsveç'te 1970 ve 1980'li yıllardaki enflasyon oranları, ticari ilişkide bulunduğu ülkelerden daha yüksek gerçekleşmiş ve 1990'lı yıllar ekonomik depresyonla başlamıştır. 1991-1993 yılları arasında ekonomi yaklaşık yüzde 5 oranında daralmıştır. Bu resesyon, 1930'lu yılların başlarından itibaren İsveç'de görülen en büyük ve etkisi en uzun süren resesyon olmuştur.⁶² Böylece, 19 Kasım 1992 tarihinde Merkez Bankası ECU karşısındaki sabit döviz kuru uygulamasını bırakmak zorunda kalmıştır. Bunu döviz piyasalarındaki karışıklık ve Kron'a karşı spekülasyonların olduğu bir dönem izlemiştir. O dönemden itibaren de İsveç'te dalgalı döviz kuru politikası uygulanmaktadır.⁶³

⁶² Demirhan, a.g.e., s.99.

⁶³ Sveriges Riksbank, **Adoption of the inflation target**, (Erişim) <http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=10596>, 20.08.2008.

Sabit döviz kuru politikasının terk edilmesiyle birlikte para politikasının yeni bir çapaya ihtiyacı doğmuştur. 15 Ocak 1993 tarihinde Merkez Bankası para politikası uygulamalarını fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olarak yürüteceğini ilan etmiştir. Bu gelişmenin ortaya çıkmasında sabit döviz kuru rejiminde para politikası hedeflerinin tutturulamamasının etkisi olmuştur. Dalgalı döviz kuruna geçişin ardından diğer ülke paraları karşısında Kron'un değerinde bir düşüş gözlenmiştir. Aynı zamanda, dolaysız vergilerde meydana gelen değişikliklerin de etkisiyle enflasyonist baskılar oluşmuştur. 1993 ve 1994 yıllarında Kron'un değer kaybetmesi ve faiz oranlarında yaşanan değişikliklerden kaynaklanan enflasyonist baskıların önlenmesi amaçlanmıştır. Böylece, Merkez Bankası 1995 yılına kadar fiyat istikrarı şeklindeki para politikası hedefini gerçekleştiremeyeceğini açıklamıştır. 1995 yılından itibaren enflasyon hedefi TÜFE'de yıllık yüzde 2'lik artış olarak belirlenmiştir. Belirlenen hedefle birlikte yüzde ± 1 'lik bir tolerans aralığı tespit edilmiştir. Bu politika Parlamento, Hükümet ve aynı zamanda halk tarafından da büyük bir destek bulmuştur.⁶⁴

Para politikasının etkinliğini ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin kredibilitesini artırmak amacıyla 1997 yılında Riksbank'ın görevleri ve bu görevlerinin yeniden düzenlenmesi hakkındaki Kanun üzerinde anlaşmaya varılmıştır. Kanun'un 1999 yılından itibaren yürürlüğe girmesine karar verilmiştir. İsveç'in bu yasal düzenlemeleri yapmasında Avrupa Birliği'ne üyeliğin büyük etkisi olmuştur. Ayrıca küçük bir ülke olarak İsveç'in sahip olduğu yüksek enflasyon geçmişi para politikasının kredibilitisini yükseltme ihtiyacını artırmıştır⁶⁵.

Enflasyon hedeflemesine geçilen 1994 yılından itibaren, yıllık fiyat artışı yüzde 2'nin altında gerçekleşmiştir. Düşük enflasyon oranına yaklaşık yüzde 2,5 düzeyinde gerçekleşen büyüme oranı eşlik etmiştir. Düşük

⁶⁴Sveriges Riksbank, **The Riksbank's Target for Monetary Policy**, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokumentriksbank/Kat_publicerat/Pressmeddelanden/930115e.pdf, 20.08.2008.

⁶⁵Sveriges Riksbank, **Annual Report**, 1997, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/ars97eng.pdf, 20.08.2008.

enflasyon oranı, 1990'ların başlarında yaşanan büyük durgunluğun ardından yaşanan düşük kapasite kullanımından kaynaklanmıştır.

25 Kasım 1998 tarihinde İsveç Parlamentosu, Merkez Bankası'nın bağımsızlığını güçlendirmek için 1997 yılında üzerinde anlaşmaya varılan Merkez Bankası Kanundaki değişiklik yapılması hakkındaki Kanun'u kabul etmiştir. Daha önce de belirtildiği gibi söz konusu Kanun 1 Ocak 1999 tarihinde yürürlüğe girmiştir.⁶⁶

1 Ocak 1999 tarihinde yeni Merkez Bankası Kanunu'nun yürürlüğe girmesiyle birlikte, para politikasının zaten sahip olduğu bağımsızlığa yasal dayanak sağlanmıştır. 1999 yılının başında İcra Kurulu, para politikasının mevcut durumunun sürdürülebileceği ve yüzde ± 1 tolerans aralığıyla birlikte fiyatlar genel düzeyindeki artışı yüzde 2'lik hedef düzeyde tutmaya yönelik olan enflasyon hedefi stratejisinin devam etmesi yönünde karar almıştır.⁶⁷ Ayrıca, repo oranlarının* İcra Kurulu tarafından belirlenmesine 1999 yılından itibaren başlanmıştır.

2. İsveç'in Enflasyon Hedeflemesinin Özellikleri

İsveç Merkez Bankası, İsveç Parlamentosu (the Riksdag)'na bağlı bir kamu otoritesidir ve para politikasından sorumludur. Riksbank'ın para politikası uygulamalarının amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Bankanın görevleri arasında ödeme sisteminin güvenli ve etkili bir şekilde çalışmasının sağlanması da yer almaktadır. Ayrıca, Merkez Bankası banknot ve madeni para arzından da sorumludur ve Merkez Bankası, İsveç'teki güvenli ve etkili para arzının garantisini temsil etmektedir.

⁶⁶Sveriges Riksbank, **Annual Report**, 1998, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/ars98eng.pdf, 20.08.2008.

⁶⁷Sveriges Riksbank, **Annual Report**, 1999, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/ars99eng.pdf, 20.08.2008.

* Repo oranı, bankaların Merkez Bankasından aldıkları borç karşılığında ödemek zorunda oldukları tutardır ve hanehalkının ve firmaların faiz maliyetlerini etkiler.

Merkez Bankası, fiyat istikrarıyla birlikte etkili ve güvenli bir ödeme sistemini sağlarken istikrarlı bir ekonomik büyümeye ve istihdam artışına da katkıda bulunmayı amaçlamaktadır.⁶⁸ Bu doğrultuda Merkez Bankası para politikası kararlarını alırken ve uygularken istikrarlı bir ekonomik büyüme için gerekli ön koşulları sağlayacak şekilde davranmaktadır.

Merkez Bankası'nın bağımsızlığı Ocak 1999'da yürürlüğe giren Riksbank Kanununa dayanmaktadır. Kanun'un getirdiği değişiklikler kısaca aşağıdaki gibidir:

- Öncelikle, Merkez Bankası fiyat istikrarının sağlanmasından açıkça sorumlu tutulmuştur.
- Döviz kuru hakkındaki nihai sorumluluk Hükümete devredilmiştir. Düzenlemeyle birlikte Merkez Bankası para politikasından sorumlu hale getirilmiştir. Merkez Bankası Kanunu'nun başlangıç bölümünde Merkez Bankası'nın uygulamalarının amacının paranın değerinin korunması olduğu belirtilmiştir. Bunlara ek olarak etkili ve istikrarlı bir ödemeler sisteminin sağlanması da Merkez Bankası'nın görevleri arasında yer almıştır.
- Yeni bir oluşum olan İcra Kurulu, Yönetim Komitesi'nin para politikası kararları olarak kabul edilen görevlerini almıştır.
- Yönetim Komitesi üyeleri, Parlamento tarafından atanmaya devam ederken, üyelerinin sayısı sekizden on bire çıkarılmıştır. Altı üyeden oluşan İcra Kurulu üyelerini Yönetim Komitesi atamaktadır. İcra Kurulu'nun bütün üyeleri para politikasından sorumludur. Bireysel sorumluluk ve resmi bağımsızlık dış dünyanın Banka'nın yaptıklarından haberdar edilmesini gerektirmiştir.

⁶⁸ Sveriges Riksbank, **Annual Report**, 1999.

- Kanun'a göre hiçbir otorite Merkez Bankası'nın para politikasını nasıl uygulayacağına ve İcra Kurulu kararlarına müdahale edemez. Ne Merkez Bankası Başkanı ne de İcra Kurulu üyeleri Yönetim Komitesince, sorumluluklarını yerine getirmeme ve görevlerini kötüye kullanma gibi nedenlerin dışında, görevinden alınamaz.

Riksbank'ın fiyat istikrarını sağlamaya çalışırken kullanıldığı temel para politikası aracı İcra Kurulu tarafından belirlenen repo oranıdır. Repo oranı, özel bankaların Riksbank'ta bulunan kredi ve mevduatlarının kısa vadeli faiz oranıdır. Riksbank faiz oranlarını kullanarak İsveç ekonomisindeki faiz oranlarının tamamını etkiler. Örneğin, bankaların bireysel ve ticari kredilerden aldığı faizleri etkiler. Bu, Riksbank'ın hanehalkı harcamaları ve firmaların yatırımları gibi ekonomik aktiviteleri ve uzun dönemde de enflasyon oranını repo oranları aracılığıyla doğrudan etkileyebildiği anlamına gelir. Eğer Riksbank iki yıllık zaman zarfında enflasyonist baskıların artacağını (azalacağını) düşünürse, repo oranını bu tür bir enflasyonist baskıyı önlemek için artırır (düşürür).

Para politikası kararları ekonomi ve enflasyonu bir zaman aralığında etkilemektedir. Bu nedenle Merkez Bankası, kararlarını alırken ekonominin ve enflasyonun gelecekteki seyrini dikkate almaktadır. Bu doğrultuda, Merkez Bankası repo oranlarını, enflasyon oranını iki yıl içinde yüzde 2'lik hedef düzeyine ulaştırabilecek şekilde belirlemeye çalışmaktadır. Riksbank'ın repo oranlarında yaptığı değişikliklerin etkilerinin tam olarak görülmesi zaman almaktadır. Üretim ve enflasyon üzerindeki en önemli etkiler iki yıl içinde gerçekleşmektedir. Riksbank'ın bütün repo oranlarıyla ilgili kararları, İcra Kurulunun normal koşullar altında enflasyon oranını iki yıl içinde hedeflenen düzeye ulaştıracak repo oranının nasıl gelişeceği hakkındaki tahminlerine dayalıdır.

Riksbank, enflasyon oranını TÜFE'de yıllık yüzde 2'lik artış olarak belirlemiştir. Çok yüksek düzeydeki enflasyon oranı ekonomi için zararlıyken, düşük seviyede ve istikrarlı bir enflasyon oranı arzu edilen ekonomik gelişme

için uygun koşulları sağlar. Ancak, çok düşük enflasyon oranı da deflasyon riskini artırır. Deflasyonist ortamda gelecekteki fiyatlar bugünün fiyatlarından daha düşük olacaktır. Bu nedenle hanehalkları tüketim harcamalarını, firmalar ise yatırım harcamalarını fiyatlar düşene kadar erteleyeceklerdir. Bu durum üretimin deflasyonist süreç boyunca düşeceği anlamına gelir ve böyle bir süreci kırmak zor olabilir. Bu bağlamda, İsveç ekonomisi için deflasyondan sakınmanın yolu enflasyon hedefinin pozitif bir değer olarak belirlenmesi olarak görülmüş ve yüzde 2'lik nokta enflasyon hedefi seçilmiştir. Yüzde 2'lik enflasyon hedefinin yanı sıra yüzde ± 1 'lik bir sapma aralığı da belirlenmiştir. Böyle bir aralığın belirlenmesiyle hedeflenen düzeyden sapmaların olabileceği ve oluşabilecek sapmaların belirli bir seviyede tutulmak istenmesi amaçlanmıştır. Para politikası yüzde 2'lik hedef düzeyini 20-24 ay içerisinde gerçekleştirmeyi amaçlamaktadır. Bu zaman aralığının iki nedeni vardır. Birincisi, söz konusu zaman aralığında fiyat endeksinin, faiz giderlerinde, dolaysız vergilerde ve sübvansiyonlarda meydana gelebilecek değişiklikler gibi faktörlerin ortaya çıkması halinde aşağı ya da yukarı yönlü hareket edebileceğidir. İkinci neden ise, hedekten sapmalarda hedefe hızlı bir şekilde dönmek için uygulanacak politikaların reel ekonomi için pahalıya mal olabileceğidir. Hedekten sapma olması durumunda Merkez Bankası'nın enflasyon oranını iki yıl içinde hedef düzeye geri getirmesi gerekmektedir. Hedekten çok büyük sapmalar söz konusu ise, iki yıllık süreç daha uzun olabilir.

TÜFE'nin en çok bilinen fiyat endeksi olması, enflasyon ölçümünde sıklıkla kullanılması, TÜFE'yi oluşturan mal sepetinin hanehalkının tükettiği malları büyük ölçüde karşılaması ve TÜFE verilerinin aylık olarak yayınlaması gibi etkenler TÜFE'nin enflasyon hedeflemesinde ölçüt olarak kullanılmasında önemli rol oynamıştır.

Para politikası çekirdek enflasyonu da para politikası uygulamalarında bir yol gösterici olarak sıklıkla dikkate almaktadır. Çekirdek enflasyonun ölçütü olarak CPIX kullanılmaktadır. CPIX, Merkez Bankası'nın para politikası kararları açıklanırken sıklıkla kullanılan bir ölçüttür. CPIX, TÜFE'den hane

halkının ipotek faizi harcamalarındaki, dolaysız vergilerdeki ve sübvansiyonlardaki değişikliklerin doğrudan etkisinin çıkartılmasıyla elde edilmektedir. Ağustos 1998'den itibaren çekirdek TÜFE (CPIX) Merkez Bankasından bağımsız olarak İsveç İstatistik kurumu tarafından hesaplanmaya başlanmıştır. CPIX, Eylül 2007'ye kadar UNDEX adıyla kullanılmıştır⁶⁹.

Riksbank açısından reel ekonomideki gelişmeler dikkate alındığında enflasyon hedefindeki geçici dalgalanmalar maruz görülebilmektedir. Ancak, bu reel ekonomideki dalgalanmalar için enflasyon hedefini değiştirmek anlamına gelmemektedir. Ayrıca, enflasyon oranında görülebilecek dalgalanmaların enflasyon hedeflemesi stratejisinin itibarını düşürmesine izin verilmemektedir.

Merkez Bankası, işlemlerini daha şeffaf ve öngörülebilir bir şekilde yapmak için çalışmaktadır. Riksbank'ın stratejisi, görevlerini yerine getirirken para politikası kararları ve nedenlerinin mümkün olduğunca açık ve anlaşılır olmasını sağlamaktır. Bu doğrultuda Merkez Bankası enflasyon için kesin bir hedef belirlemiştir. Merkez Bankası İcra Kurulu yılda altı defa para politikası toplantısı yapmaktadır. Toplantıların ertesi günü toplantı hakkında basın bildirisi yayınlanmaktadır. Ayrıca, toplantılardan yaklaşık iki hafta sonra toplantı tutanakları da yayınlanmaktadır. Bu tutanaklarda faiz oranları belirlenirken nasıl bir karar alma sürecinden geçildiği anlatılmaktadır. Ayrıca, İcra Kurulu üyeleri tutanakların yayınlanmasının ardından para politikası ile ilgili görüşleri hakkında açıklama yapabilmektedir. İlk üç para politikası toplantısıyla ilgili olarak Para Politikası Raporu yayınlanmaktadır. Para politikası raporu, Merkez Bankası'nın gelecek yıllar için ekonomi ve enflasyon hakkındaki öngörülerini içermektedir. Diğer üç para politikası toplantısıyla ilgili olarak da yapılan basın bildirilerinin yanı sıra güncellenmiş bir para politikası raporu yayınlanmaktadır. Bu rapor, genel makroekonomik

⁶⁹ Sveriges Riksbank, **Annual Report**, 2007.

değişkenler hakkında sınırlı tahminler içermektedir.⁷⁰ Ayrıca yılda dört kez Enflasyon Raporu yayınlanmakta ve bu rapor ile gelecek iki yıllık dönem için enflasyon trendi değerlendirilmektedir. Merkez Bankası 1993 yılından itibaren gelecek yıl enflasyonu için değerlendirmelerini enflasyon raporları aracılığıyla duyurmaktadır. Merkez Bankası başkanı yılda iki defa Parlamento'ya para politikası hakkındaki görüşlerini açıklamaktadır.

3. İsveç'in Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi

Parlamento 1990'lı yılların sonunda Merkez Bankasına bağımsızlık statüsünü kazandırmaya karar vermiştir. Bu sayede Merkez Bankası'nın fiyat istikrarını sağlama hedefine yönelik olarak alacağı kararlar için ufku açık ve ileriye yönelik bir görüş alanı sağlanması ve elde ettiği bağımsızlık sayesinde Merkez Bankası'nın kredibilitésinin artırılması amaçlanmıştır. Merkez Bankası'na fiyat istikrarını yerine getirilebilmesi için sağlanan özgürlük birçok ülkede olduğu gibi demokratik bir denetim altında yasal bir çerçeve ile belirlenmiştir. İsveç için fiyat istikrarı ve Merkez Bankasının bağımsızlığının öneminin artmasında Avrupa Birliği anlaşmalarının gerektirdiklerinin de etkisi olmuştur.

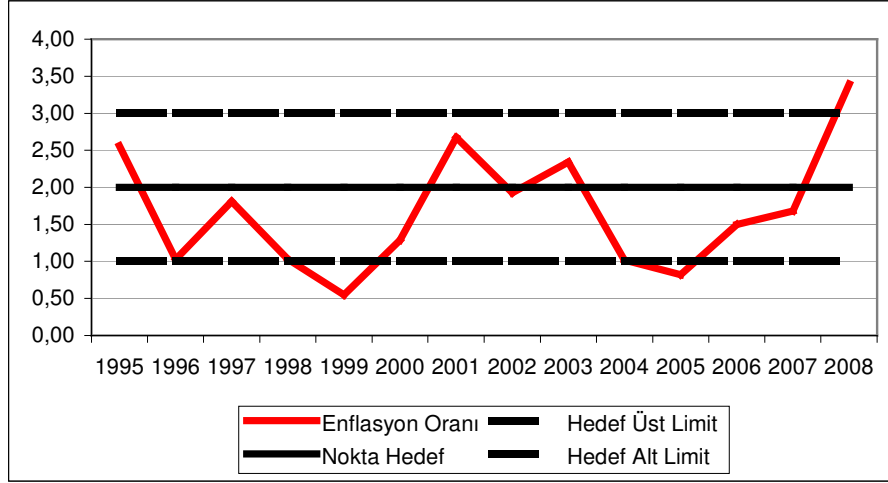
Riksbank'ın uyguladığı enflasyon hedeflemesi esnek bir yapıya sahiptir. Amaç, sadece enflasyon oranını hedef etrafında istikrarlı hale getirmek değil aynı zamanda istikrarlı bir ekonomik büyümenin yanı sıra daha yüksek seviyelerdeki istihdam düzeyine katkıda bulunmaktır. Merkez Bankasının enflasyon oranını mümkün olduğunca hedeflenen düzeyde tutarak oluşabilecek şoklar karşısında üretim ve istihdamdaki dalgalanmaların önüne geçmesi öngörülmüştür. Söz konusu dalgalanmaların stabilize edilebilmesi için iki yıllık bir süre belirlenmiştir. Şokların en az hasarla atlatılmasıyla Merkez Bankasının yükselen kredibilités, politikaların daha açık ve anlaşılır olmasını sağlamaktadır.

⁷⁰Sveriges Riksbank, **Forecasts and interest rate decisions**, (Erişim) <http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=10546>, 20.08.2008.

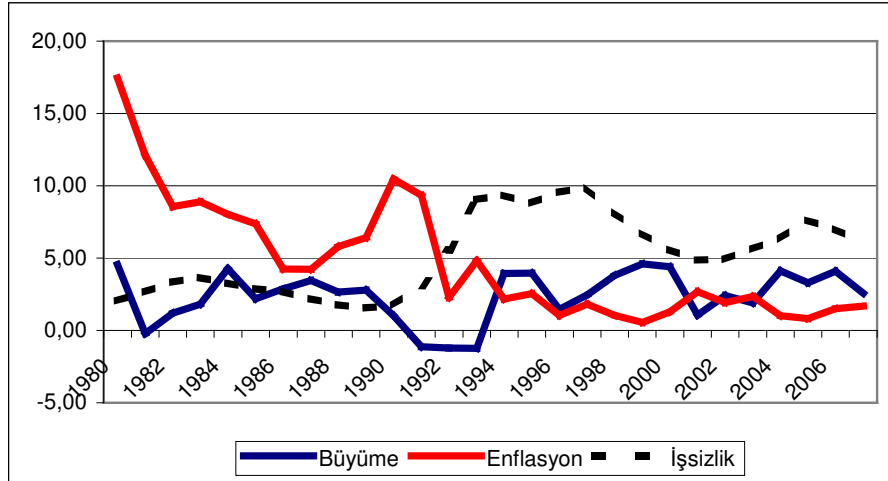
Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı dönemde, sadece 1999 ve 2005 yıllarında enflasyon gerçekleşmeleri, tolerans aralığının altında yer alırken, 2001 ve 2003 yılları dışında hiçbir dönemde enflasyon oranları yüzde 2 düzeyindeki nokta hedefin üzerine çıkmamıştır. Bu, 1980'li yıllara yüzde 17,5 gibi bir enflasyon oranıyla giren İsveç için oldukça önemli bir gelişmedir. Ayrıca, söz konusu dönemde ekonomi ortalama yüzde 3,1 oranında bir büyüme sağlamıştır. Bu doğrultuda enflasyon hedeflemesinin başarılı olduğunu söylenebilir. Ancak, işsizlik oranları dikkate alındığında 1980'li yıllarda ortalama yüzde 2 olan işsizlik oranının, enflasyon hedeflemesi sürecinde oldukça yüksek oranda arttığı görülmektedir (1997 yılında yüzde 9,88). Bu durum enflasyon hedeflemesinin başarısını gölgelemektedir.

Tablo 6: İsveç'te Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler

Yıl	Hedef (TÜFE %)	Tolerans Düzeyi	Alt ve Üst Limitler (%)	Gerçekleşme (TÜFE %)	Sapma (En Yakın Limitten,%)
1995	2	± 1	1-3	2,56	✓
1996	2	± 1	1-3	1,03	✓
1997	2	± 1	1-3	1,81	✓
1998	2	± 1	1-3	1,03	✓
1999	2	± 1	1-3	0,55	-45
2000	2	± 1	1-3	1,29	✓
2001	2	± 1	1-3	2,67	✓
2002	2	± 1	1-3	1,93	✓
2003	2	± 1	1-3	2,34	✓
2004	2	± 1	1-3	1,02	✓
2005	2	± 1	1-3	0,82	-18
2006	2	± 1	1-3	1,5	✓
2007	2	± 1	1-3	1,68	✓
2008*	2	± 1	1-3	3,40	+13
* Ekim 2008					
Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database, December 2008 ve Sveriges Riksbank					

Grafik 7: İsveç'te Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (1993-2008)

Kaynak: IMF World Economic Outlook Database, April 2008

Grafik 8: İsveç'in Büyüme, Enflasyon ve İşsizlik Oranları (%)

Kaynak: IMF World Economic Outlook Database, April 2008

E. BREZİLYA

1. Brezilya'nın Enflasyon Hedeflemesi Süreci

Para krizi ile sonuçlanan döviz kuru hedeflemesinin ardından, 1999 yılında Brezilya'da enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlanmıştır. 1994-98 döneminde Hükümet, yüksek faiz oranları ve özelleştirme aracılığıyla yabancı sermayeyi ülkeye çekmeye çalışarak döviz kurlarındaki yükselmeyi önlemeye çalışmıştır. Temel hedefi enflasyonu düşürmek olan böyle bir stratejinin etkisi cari açığın ve kamu borcunun artmasına neden olmuştur. 1997 Asya ve 1998 Rusya krizlerinin de etkisiyle oldukça kırılgan hale gelen Brezilya ekonomisinde döviz kurlarındaki yükselme önlenemez hale gelmiştir. 1998 yılının sonu itibarıyla cari açık/GSYİH oranı yüzde 4,5 olurken, döviz rezervlerindeki yetersizlik Brezilya parasını (Real, BRL) spekülasyon ataklarına karşı savunmasız hale getirmiştir. Böylece 1999 yılının başında para krizi kaçınılmaz olmuştur. Yapılan devalüasyon sonucunda, Aralık 1998 ve Şubat 1999 döneminde döviz kuru (BRL/USD) 1,21'lik seviyesinden 1,90 seviyesine yükselirken 1999 yılının kalan bölümünde ortalama 1,84 düzeyinde gerçekleşmiştir.⁷¹

Yukarıda değinilen gelişmelerin ardından Brezilya Merkez Bankası (Banco Central do Brasil, BCB)'nın, ilk para politikası uygulaması faiz oranlarını önemli ölçüde yükseltmek şeklinde olmuştur. 1999 yılının ortalarında, yüksek bir seviyede istikrara kavuşan döviz kurlarının ardından Hükümet yayımladığı 21 Haziran 1999 tarih ve 3088 sayılı Kararname ile enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmaya başlandığını ilan etmiştir. Piyasalardaki beklentileri ve enflasyon oranını yönlendirmek amacıyla; kurların dalgalanmaya bırakılmasının ardından, sabit döviz kuru politikasının yerini enflasyon hedeflemesi almıştır. İmkansız üçleme teorisi açısından

⁷¹ Nelson H. Barbosa-Filho, **Inflation Targeting in Brazil: Is There An Alternative?**, September 2006, (Erişim), http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/inflation/barbosa_paper6.pdf , 24.04.2008. s.1.

bakıldığında; enflasyon hedeflemesi, Brezilya'nın bağımsız para politikasını, sermaye hareketlerindeki serbestliği ve dalgalı döviz kuru politikasını seçtiği anlamına gelmektedir. Ancak; döviz kurlarının Brezilya'da uygulanan para politikası açısından önemli bir yere sahip olmaya devam etmesi, uygulamayı farklılaştırmıştır.

2. Brezilya'nın Enflasyon Hedeflemesinin Özellikleri

Brezilya'da uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi genel olarak aşağıdaki gibi tanımlanabilir:

- Maliye Bakanı, Planlama Bakanı ve BCB Başkanından oluşan Milli Para Kurulu (Conselho Monetário Nacional, CMN), Maliye Bakanının önerileri doğrultusunda enflasyon hedefini belirlemektedir. Üyelerin üçe de Başkan tarafından atanmaktadır.
- CMN, her yılın ortasında, enflasyon hedeflerini ve tolerans aralığını belirlemektedir. Hedef dönemi 2 yıldır. Enflasyon hedefi, Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) tarafından ölçülmektedir.
- Enflasyon hedefinin tutturulmasından BCB sorumludur. Ancak; hedefe ulaşılması için herhangi bir strateji ya da araç belirlenmemiştir.
- BCB'nin Başkan ve Yönetim Kurulu üyelerinden oluşan Para Politikası Kurulu, her ay enflasyon hedeflemesiyle uyumlu olacak şekilde, Merkez Bankası'nın temel faiz oranı olan SELIC oranını belirlemektedir.
- Hedeflenen enflasyon oranının gerçekleşmemesi durumunda; BCB Başkanı, başarısızlığın nedenlerini, hedeflenen düzeye ulaşmak için neler yapılacağı ve ne kadar zamana ihtiyaç duyulduğu gibi konuları Maliye Bakanına yazdığı açık mektup aracılığıyla açıklamaktadır.

- Uygulanan politikalarda şeffaflığın sağlanması amacıyla her çeyrekte BCB tarafından enflasyon raporu yayınlanması zorunlu hale getirilmiştir. Ayrıca, Para Politikası Kurulunun yaptığı toplantıların tutanakları da yayınlanmaktadır.
- BCB'ye verilen operasyonel bağımsızlık ve hükümetin senyoraj gelirlerine olan bağlılığının düşük olması nedeniyle enflasyon hedeflemesi için uygun ortam sağlanmıştır.⁷²
- Temel faiz oranındaki değişiklikler tarafından belirlenen döviz kuru dalgalanmaları, para politikasının enflasyon konusundaki temel aktarım mekanizmasıdır. Örneğin, BCB yurtiçi faiz oranlarını yükselttiği zaman, artan sermaye girişi sayesinde, BRL'nin değeri artırabilir. Sermaye girişiyle birlikte düşen döviz kurları enflasyon oranını düşürerek enflasyon hedefinin tutturulmasını sağlar.

3. Brezilya'nın Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi

Brezilya'da enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmaya başlanmasıyla birlikte makroekonomik performans farklılık göstermiştir. Ticarete konu malların fiyatlarındaki değişikliklerin dış enflasyona ve döviz kurlarındaki değişikliklere bağlı olmasının yanı sıra; 1990'lardaki, özellikle telekomünikasyon ve enerji sektörlerinde yapılan özelleştirmelerle birlikte Hükümetin firmaların döviz kurlarındaki değişikliklere bağlı fiyatlama politikası izlenmesine olanak sağlaması, enflasyon oranlarının önemli bölümünün döviz kurlarına bağlı olmasına neden olmuştur.

Brezilya'da devalüasyon ve enflasyon arasındaki güçlü bir bağ bulunmaktadır. Devalüasyon, toptan eşya fiyatlarını belli bir oranda etkilerken, toptan eşya fiyatlarındaki değişiklikler de tüketici fiyatlarını belli bir

⁷² Demirhan, **a.g.e.**, s.112

oranda etkilemektedir. Bu nedenle ve de para politikasının diğer aktarım mekanizmalarının yavaş ve etkisiz olmasından dolayı, enflasyon hedeflerini tutturabilmek amacıyla ihtiyaç duyuldukça istenilen oranda BRL'nin değerlendirilmesi yoluna gidilmiştir.⁷³ Diğer bir ifadeyle, enflasyon hedeflemesi stratejisi çok yüksek reel faiz oranlarıyla başlamıştır. Yüksek reel faiz oranları döviz kuru istikrarının bedeli olmuştur. 1999'dan itibaren döviz kurları enflasyonun temel belirleyicisi olmuştur.⁷⁴ Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başladığı andan itibaren BCB, döviz kurları ile ilgili olarak asimetrik bir tutum sergilemiştir. Bir başka deyişle, BCB devalüasyona karşı önlem alırken revalüasyonlara tolerans göstermiştir. Bu davranışın sonucunda, reel faiz oranları yüksek seyrini korumuş ve döviz kuru değer kaybetmiştir.

Küçük bir ekonomi olarak Brezilya'nın malların çoğunun fiyatını belirleme gücü çok azdır ve böylece dünya enflasyonu Brezilya'daki enflasyon oranları üzerinde çok etkilidir. Ticari engellerin kaldırılmasıyla birlikte, ticarete konu malların fiyatları döviz kuru ve uluslararası fiyatları takip etme eğilimine girmiştir. Bu doğrultuda, dünya enflasyonunda bir artış olması durumunda BCB, ticarete konu malların fiyatları aracılığıyla ticarete konu olmayan malların fiyatlarının yükselmesini önlemek için temel faiz oranlarını yükseltmek zorundadır.

Tablo 7'de Brezilya'da enflasyon hedef ve gerçekleştirmelerine yer verilmiştir. Uygulanan para politikalarıyla yıllık enflasyon oranı hızlı bir şekilde %10 seviyesine düşürülmüştür. BRL'nin 2002'deki devalüasyonunu enflasyon oranlarındaki artış takip ederken, bazı aylarda reel faiz oranları negatif olmuştur. 2003 yılının başında reel faiz oranı devalüasyonla mücadele etmek ve enflasyonun hızını kesmek için yükseltilmiştir. Bu müdahale başarılı olmuştur. Sabit döviz kuru politikasının uygulandığı döneme (1994-1998) kıyasla, reel faiz oranları daha düşük olmasına rağmen;

⁷³ Barbosa-Filho , **a.g.e.**, s.14.

⁷⁴ Barbosa-Filho, **a.g.e.**, s.5.

ekonomik büyüme oranlarıyla karşılaştırıldığında hala çok yüksektir.⁷⁵

Tablo 7: Brezilya'da Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler

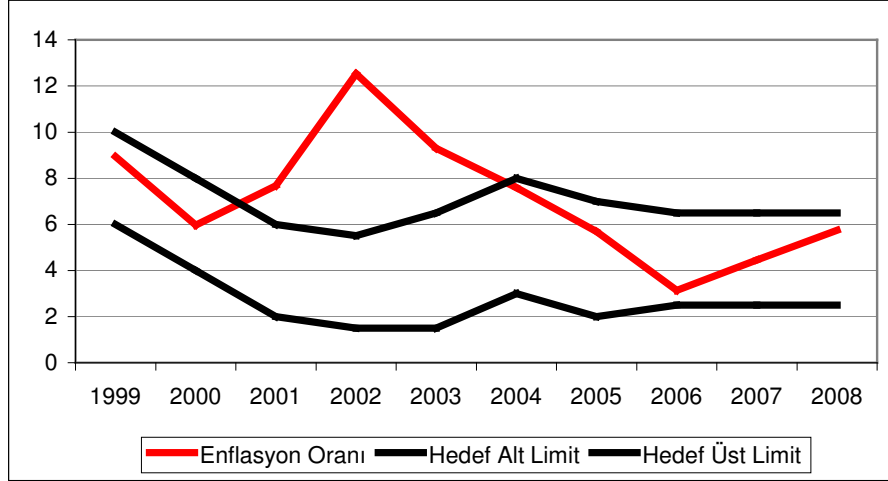
Yıl	Karar No	Karar Tarihi	Hedef (%)	Alt ve Üst Limitler (%)	Gerçekleşme (IPCA %)	Sapma (En Yakın Limitten,%)
1999			8	6-10	8,94	✓
2000	2615	30.06.1999	6	4-8	5,97	✓
2001			4	2-6	7,67	+28
2002	2744	28.06.2000	3,5	1,5-5,5	12,53	+128
	2842	28.06.2001	3,25	1,25-5,25		
2003	2972	27.06.2002	4	1,5-6,5	9,3	+43
	Açık Mektup	21.01.2003	8,5	-		
	2972	27.06.2002	3,75	1,25-6,25		
2004	Açık Mektup	21.01.2003	5,5	3-8	7,6	✓
	3108	25.06.2003	5,5	3-8		
2005	3108	25.06.2003	4,5	2-7	5,69	✓
2006	3210	30.06.2004	4,5	2,5-6,5	3,14	✓
2007	3291	23.06.2005	4,5	2,5-6,5	4,46	✓
2008*	3378	29.06.2006	4,5	2,5-6,5	5,74	✓
2009	3463	26.06.2007	4,5	2,5-6,5	-	
2010	3584	01.07.2008	4,5	2,5-6,5	-	
* Ekim 2008						
Kaynak: Banco Central Do Brasil						

Enflasyonu tek başına düşündüğümüzde, döviz kurlarının yüksek seviyede tutulduğu 1999 ve 2000 yıllarında enflasyon hedefi tutturulmuştur. 2001 ve 2002 Arjantin krizleriyle birlikte yaşanan spekülasyon atakları ve Brezilya'daki Başkanlık seçimi nedeniyle döviz kurları hızla yükselirken enflasyon oranlarını da beraberinde artırmış ve enflasyon oranı enflasyon hedeflemesi dönemindeki en yüksek seviyesine 2002 yılında ulaşmıştır. 2003 yılında, döviz kurları düşmeye başladığında enflasyon da hız kesmeye başlamıştır. Enflasyon hedefleri, 1999 yılından itibaren giderek azalan bir trend izlemiştir. Ancak; ortaya çıkan ekonomik gelişmeler nedeniyle 2003 yılı için enflasyon hedefi Haziran 2002'de yüzde 4'e ve Haziran 2003'te de yüzde 8,5'e yükseltilmiştir. Enflasyondaki yavaşlamaya ve hedefin yükseltilmesine rağmen, enflasyon oranı 2003 yılında da tolerans aralığının üzerinde gerçekleşmiştir. 2004 yılında enflasyon oranı yüzde 3-8'lik tolerans aralığına

⁷⁵ Barbosa-Filho , a.g.e., s.5.

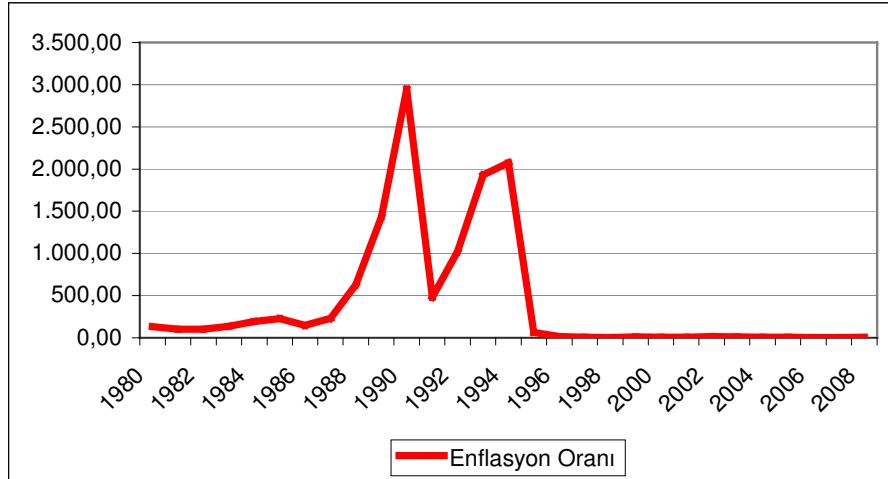
geri dönmüş ve daha sonraki yıllarda da enflasyon gerçekleştirmeleri tolerans aralığı içinde yer almıştır.

Grafik 9: Brezilya'nın Enflasyon Hedef ve Gerçekleşmeleri (1999-2008)



Kaynak: Banco Central Do Brasil

Grafik 10: Brezilya'nın Enflasyon Oranları (1980-2008)



Kaynak: IMF, 2008 World Economic Outlook Database, October 2008.

F. İSRAIL

1. İsrail'in Enflasyon Hedeflemesi Süreci

1967 ve 1973 savaşları ile 1973 petrol krizinin yanında uluslararası politik faktörlerin etkisiyle İsrail'de enflasyon oranları yükselmeye başlamıştır. Bu gelişmelere kamu borçlarındaki önemli artışlar eşlik etmiştir (1960'ların ortalarında GSYİH'nın yaklaşık %50'sine varan kamu borcu, 1974-1977 döneminde %100'ün üzerine yükselmiştir.).⁷⁶ Yaşanan krizlerin etkisi enflasyon oranlarını daha da yükseltmiştir. Bu gelişmeler nedeniyle Hükümet 1970'li yıllarda ve 1980'li yılların başlarında düzeltici finansal önlemler almak zorunda kalmıştır. Ancak; enflasyon hedefi ya da herhangi bir nominal çapa için taahhüt söz konusu olmadığı için, enflasyon oranını kriz öncesi seviyeye getirmek için herhangi bir girişimde bulunulmamıştır. Bu doğrultuda, 1980'lerin başlarından 1985 yılındaki İstikrar Programına kadar enflasyon oranları artarak devam etmiştir.

1984 yılında (dezenflasyon sürecinden önceki yıl) borç miktarı zirve yaparken, geri ödeyememe riski de açıkça ortaya çıkmıştır. Söz konusu yılda reel faiz oranlarındaki artışla birlikte reel döviz kurları da değer kazanmıştır. 1985 yılında uygulanan istikrar politikalarının ardından kamu borçlarındaki sürdürülebilirliğin sağlanması ve enflasyon hedeflemesi stratejisine bağlı olarak uygulanan ekonomi politikalarında (özellikle de 1990'larda) para politikasının ağırlığı artmıştır. Böylece maliye politikaları para politikalarına uyumlu hale gelmiştir. Enflasyonist dönemdeki temel açıklar 1985 sonrası dönemde fazlaya dönüşmüş ve borç/GSYİH oranı önemli ölçüde azalmıştır. Bu dönemde, enflasyon oranları da yüzde 16-20 seviyelerine gerilemiştir.

1987 yılında Şekel devalüe edilmiştir. Devalüasyonun ardından 1989 yılının başlarında döviz kurunun yüzde 3'lük bant içinde hareket etmesi

⁷⁶ Liviatan, a.g.e., s.16.

kararlaştırılmıştır. 1990'ların ilk yıllarına kadar döviz kuru politikası, enflasyonist yapıyı etkilemede politika aracı olarak kullanılmıştır. Mart 1990'da tekrar devalüasyon yapılırken, döviz kuru bandı da yüzde 5'e genişletilmiştir. Eylül 1990 ve Nisan 1991'de devalüasyonlar tekrarlanmıştır.⁷⁷ 1992 yılında uygulanacak döviz kuru politikasında sürünen pariteler* şeklinde bir değişikliğe gidilmesinin gerekli olduğu ve böylece enflasyon oranlarının yüzde 14-15'in üzerine çıkmayacağı öngörölmüştür. Bu gelişmeler doğrutusunda enflasyon hedeflemesi para politikasının temel hedefi haline gelirken, döviz kuru politikasında da nominal döviz kurunun giderek piyasa koşulları tarafından belirlendiği bir sürece girilmiştir. 1990'ların ilk yarısında nominal bir çapa olan döviz kurunun ağırlığı giderek azalmaya başlamıştır. 1997 yılının ortalarına kadar döviz kuru bandı başarılı bir şekilde genişletilmiş ve döviz kuru politikası giderek dalgalı döviz kuru politikasına dönüşmeye başlamıştır. 1997 yılından itibaren para politikası, enflasyon hedeflemesi stratejisiyle birlikte dalgalı döviz kuru politikasının uygulandığı ve temel politika aracının İsrail Merkez Bankası (Bank of Israel, BOI) tarafından belirlenen faiz oranlarının olduğu bir yapıya dönüşmüştür.

2. İsrail'in Enflasyon Hedeflemesinin Özellikleri

1992 yılında uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi stratejisinin özellikleri ana hatlarıyla aşağıdaki gibidir:

- Enflasyon hedefleri TÜFE'deki on iki aylık değişiklikler tarafından ölçölmekte olup, TÜFE verileri İsrail İstatistik Kurumu (Central Burasu of Statistics) tarafından aylık olarak ilan edilmektedir.
- Enflasyon hedefleri Hükümet tarafından belirlenmektedir.

⁷⁷ Demirhan, **a.g.e.**, s.116.

* Sürünen kur (crawling peg) adı altındaki sistem, kur belli bir takım kriterlere göre yönlendirilmekte ve para otoritesi tarafından gerektiğinde müdahale edilmektedir.

- Hedeflerin belirlenmesi, önceleri döviz kuru bandına göre yapılırken zamanla değişmiştir. Bazı yıllarda enflasyon hedefi nokta hedef olarak belirlenmesine rağmen; nokta bir hedefin tutturulmasının neredeyse imkansız olduğu düşüncesinden hareketle genel olarak aralık şeklinde belirlenmiştir.
- Enflasyon hedeflerinin tutturulmasından BOI sorumludur. BOI'ye herhangi bir şok nedeniyle hedeften sapmaların yaşanması halinde; hedeflenen düzeye, hızlı sonuç alabilmek amacıyla katı para politikalarının uygulanmasına ihtiyaç duyulmadan, aşamalı bir şekilde ulaşmayı sağlayacak politikalar uygulayabilmesi konusunda esneklik tanınmıştır. Bu durum uygulanan para politikalarının etkilerinin ortaya çıkmasının zaman almasından kaynaklanmaktadır.
- Uygulanan politikalarda şeffaflığın sağlanması amacıyla yılda dört defa, ekonomideki gelişmeler ve fiyat istikrarı hakkında Enflasyon Raporu yayınlanmaktadır. Hedeften sapmalar olması halinde söz konusu raporda; hedeften sapmanın nedenleri, enflasyon oranlarını hedeflenen düzeye geri getirmek için gerekli olan politikalara ve zamana yer verilmektedir.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi, uygulamada para politikası ve maliye politikasının fiyat istikrarı konusunda uyumlu olmasını gerektirmiştir.
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi, BOI'ye kısa dönemde resesyonist etkilere sahip olsa bile, enflasyonun hedeften sapması durumunda faiz oranlarını kullanma yetkisini vermiştir.
- İsrail, enflasyon hedeflemesi stratejisine yüksek enflasyon oranlarıyla başlamıştır.
- Ödemeler bilançosu sermaye hesabının libere edilmesiye, para politikasına dayalı makroekonomik yapı güçlenmiş ve Şekel fiilen

konvertible bir para haline gelmiştir. Böylece, dünya sermaye piyasalarındaki gelişmeler, İsrail’de uygulanan makro politikaların şekillenmesinde baskın hale gelmiştir.

3. İsrail’in Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi

Enflasyon hedeflemesi stratejisine uyum sürecinde İsrail’de başarılı bir dezenflasyon süreci gerçekleştirilmiştir. İsrail’deki enflasyonist süreç büyük gelişme göstermiş ve enflasyon oranları yaklaşık %20 seviyelerinden, gelişmiş ülkelerce istikrarlı olarak kabul edilen seviyelere inmiştir. Enflasyon oranlarındaki düşüş; 1992 yılından itibaren enflasyon hedeflerinin giderek azalması, nominal bir çapa olarak döviz kurunun aşamalı olarak terk edilmesi ve tamamen enflasyon hedeflemesine dayanan, faiz oranının temel politika aracı olarak kullanıldığı ve döviz kuru politikası olarak dalgalı döviz kurunun uygulandığı bir politik değişikliğin yaşanmasıyla gerçekleşmiştir.⁷⁸

İsrail’in yüksek borç/GSYİH oranı enflasyonist maliye politikalarının uygulandığı dönemden kaynaklanırken, söz konusu oran 1990’larda uygulanan para politikası ağırlıklı ekonomi politikalarıyla birlikte azalmıştır. 1990’ların ikinci yarısında reel faiz oranlarındaki artış beraberinde reel döviz kurlarındaki değerlenmeyi de getirmiştir. Bu nedenle, faiz politikası dezenflasyon sürecini desteklemiştir.*

Finansal serbestinin olduğu, döviz kuru bandı ile enflasyon hedeflemesinin birlikte var olduğu bir ortamda, para politikasının tek bir politika aracıyla işi çok zorlaşmıştır. Örneğin, 1997 yılının ilk yarısında enflasyon hedefinin tutturulması için faiz oranlarının artırılması, ülkeye önemli miktarda sermaye girişine neden olmuş ve döviz kurlarındaki düşmenin

⁷⁸ Bank of Israel, **Inflation Targetting Revisited**, August 2007, s.3. <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/papers/paper13e.pdf>, 06.10.2008.

* Kamu borcunun yüksek olması, borçları geriye ödeyememe riskini de beraberinde getirmektedir. Böyle bir ortamda, faiz oranlarının yükseltilmesi ülkeye giren sermaye miktarı üzerinde artırıcı bir etki yaratmayacağı için yükselen faiz oranlarının talep üzerindeki azaltıcı etkisi enflasyon oranının düşmesine katkı sağlayacaktır.

önüne geçebilmek için piyasaya önemli ölçüde müdahalede bulunulmasını gerektirmiştir. Zamanla politika yapıcıları, enflasyon hedeflemesini ön plana çıkarıp; aynı zamanda da döviz kuru esnekliğini artırarak söz konusu problemle başa çıkmıştır.⁷⁹

Korumacı politikalara rağmen döviz piyasasına yönelik spekülatif saldırıların engellenememesi, 1998 ve 2002 yıllarında enflasyon oranlarının önlenemez bir şekilde yükselmesine neden olmuştur. Enflasyon oranlarındaki yükselmelere rağmen; BOI'nin taahhüt ettiği enflasyon hedeflerinde, BOI'ye daha fazla bağımsızlık tanınması ve BOI'nın enflasyon oranlarını ilan edilen düzeylere geri getirebilmek için faiz oranlarını yükseltmesine izin verilmesi sayesinde, bir değişiklik olmamış ve enflasyon hedeflemesine devam edilmiştir. Her geçen yıl biraz daha azaltılan enflasyon hedefleri, 2003 yılından itibaren yüzde 1-3 seviyesinde süreklilik kazanmıştır.

Tablo 8'de 1992 yılından itibaren belirlenen enflasyon hedefleri yer almaktadır. Hedeflerin belirlenmesi, önceleri döviz kuru bandına göre yapılırken zamanla değişmiştir. Bazı yıllarda enflasyon hedefi nokta hedef olmasına rağmen, genel olarak aralık şeklinde belirlenmiştir. Enflasyon hedefleri, dezenflasyon sürecinin etkisiyle giderek azaltılmıştır. Diğer bir ifadeyle, enflasyon oranlarının giderek daha düşük seviyelerde gerçekleşmesi, daha sonraki yıllar için belirlenen enflasyon hedeflerinin de daha düşük seviyelerde belirlenmesine neden olmuştur.

İsrail'de fiyat gelişmelerinin oldukça değişken olması hedeften sapmaları neredeyse kaçınılmaz kılmıştır. Enflasyon oranlarındaki aylık dalgalanmalar gelişmiş ülkelere kıyasla oldukça yüksektir. Bunun temel nedeni, döviz kurlarının TÜFE üzerindeki etkisini korumaya devam etmesidir. Döviz kuru politikası, daha önce de belirtildiği gibi, enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte birçok değişikliğe uğramıştır. Buna rağmen, döviz kuru ve TÜFE arasındaki ilişkide önemli bir değişiklik yaşanmamış ve döviz

⁷⁹ Leonardo Leiderman, Hadas Bar-Or, **Monetary Policy Rules and Transmission Mechanisms Under Inflation Targeting in Israel**, Bank of Israel, 14 January 2000, s.9.

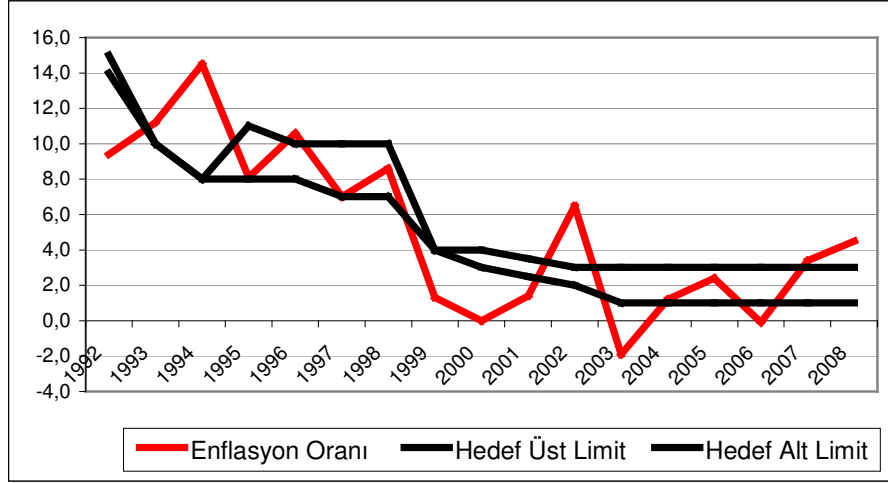
kurlarındaki dalgalanmaların etkisi, dalgalı döviz kurunda, TÜFE'deki dalgalanmalar olarak kendini göstermiştir.

Tablo 8: İsrail'de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler

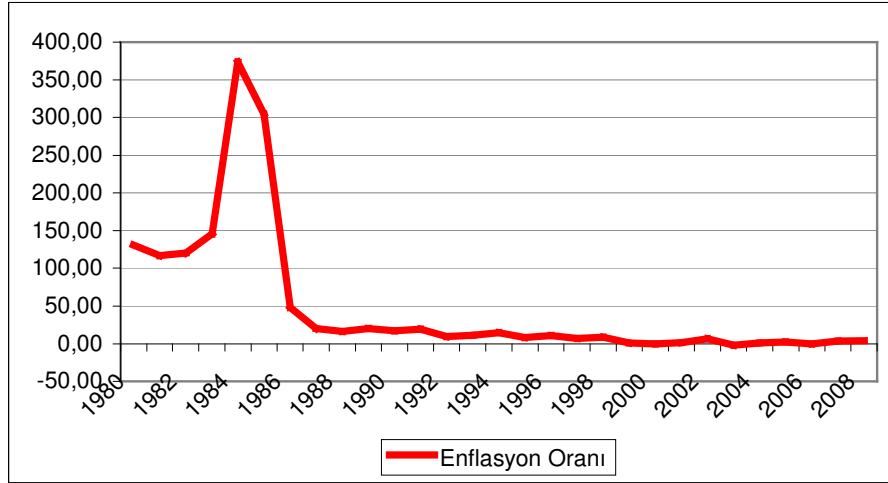
	Hedef	Gerçekleşme	Sapma (En Yakın Limitten,%)
1992	14-15	9,4	-33
1993	10	11,2	+12
1994	8	14,5	+81
1995	8-11	8,1	√
1996	8-10	10,6	+6
1997	7-10	7,0	√
1998	7-10	8,6	√
1999	4	1,3	-68
2000	3-4	0,0	-100
2001	2,5-3,5	1,4	-44
2002	2-3	6,5	+117
2003	1-3	-1,9	-290
2004	1-3	1,2	√
2005	1-3	2,4	√
2006	1-3	-0,1	-110
2007	1-3	3,4	+13
2008	1-3	3,8	+27

Kaynak: The Banking Supervision Department and the Research Department of the Bank of Israel.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulandığı on yedi yılın sadece beş yılında enflasyon hedefleri tutturulabilmektedir. Geriye kalan on iki yılın altı yılında enflasyon oranları hedef düzeyin altında gerçekleşirken, diğer altı yılında da enflasyon hedefinin üzerinde gerçekleşmiştir. Enflasyon hedefleri 1992 yılından itibaren azalan bir seyir izlerken, sadece 1994 yılında enflasyon hedefinin üst limiti yükseltilmiştir. Enflasyon oranlarının sadece beş yılda hedeflenen düzeyde gerçekleşmesine rağmen, enflasyon hedeflemesine geçilmeden önceki döneme kıyasla yüzde 20'lerden tek haneli rakamlara ulaşılması uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısının göstergesidir. Söz konusu on yedi yıllık dönemde enflasyon hedeflemesi stratejisinden vazgeçilmezken, 1997 yılının ortalarına kadar çok dar bir banda sahip döviz kurunun tutturulmasına dayalı bir sistemden kurların tamamen dalgalanmaya bırakıldığı bir yapıya geçilmiştir.

Grafik 11: İsrail’de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (1992-2008)

Kaynak: The Banking Supervision Department and the Research Department of the Bank of Israel.

Grafik 12: İsrail’de Enflasyon Oranları (1980-2008)

Kaynak: IMF, 2008 World Economic Outlook Database, October 2008.

G. ŞİLİ

1. Şili'nin Enflasyon Hedeflemesi Süreci

1960'larda Şili ekonomisi uluslararası ticarete kapılarını kapatırken; fiyat kontrolleri, çok büyük boyutlara ulaşan kamu müdahaleleri ve ciddi boyutlara ulaşan makro ekonomik dengesizlikler yüzünden zor günler yaşamıştır. Söz konusu dönemde enflasyon oranları yüzde 500'ün üzerine çıkmıştır. Bu nedenlerle 1970'li yıllardan itibaren Şili ekonomisi günümüze kadar devam eden ekonomik değişim süreci içerisine girmiştir.⁸⁰ Bu doğrultuda mali iyileştirme ve ticari düzenlemeler olmak üzere bir dizi reform yapılmış, daha önceleri kontrol altında tutulan fiyatlar ve faiz oranları libere edilirken, sermaye hesabı üzerindeki kontroller kısmen kaldırılmıştır. Sıkı para ve maliye politikalarının yanı sıra, enflasyon oranlarındaki düşüşü hızlandırmak amacıyla 1979 yılında para politikası için nominal çapa olarak döviz kuru seçilmiştir.⁸¹ 1982 ve 1983 yıllarındaki bankacılık ve ödemeler dengesi krizleri neticesinde ekonomi ağır yaralar almıştır. Krizle birlikte, enflasyon oranı 1983 yılında yüzde 30 seviyelerine ulaşmış, işsizlik oranı da yüzde 30 seviyesinde gerçekleşirken, ekonomi yaklaşık yüzde 15 oranında küçülmüştür.

Ekonomideki söz konusu olumsuz gelişmeler nedeniyle, yeni bir politika arayışı içine girilmiştir. 1989 yılında çıkartılan Merkez Bankası Kanunu ile; Şili Merkez Bankası (Central Bank of Chile, CBC)'na tam bir bağımsızlık verilirken, CBC'nin Hükümeti finanse etmesinin yasal olarak önüne geçilmiştir. Söz konusu Kanun ile CBC'nin temel amacının fiyat istikrarının sağlanması olduğu belirtilmiştir. Böylece 1980'li yılların başından itibaren uygulanmakta olan döviz kuru bandı politikasının yanına fiyat istikrarı da eklenmiştir. Döviz kurunun belli sınırlar içerisinde hareket etmesine izin

⁸⁰ Vittorio Corbo, **Chilean Reform Experience**, September 21, 2006, (Erişim) <http://www.bcentral.cl/eng/policies/presentations/board-members/pdf/2006/vcl21092006.pdf>. (21.11.2008).

⁸¹ Demirhan, **a.g.e.**, s.108.

verilerek kurlardaki ani değişikliklerin önüne geçilmek istenmiştir. Bu dönemde, yeni Yasa ile CBC'nin temel amacının fiyat istikrarının sağlanması olduğu belirtilmesine rağmen; fiyat istikrarı para politikası hedefleri arasında son sıralarda yer almıştır.

1991-1999 dönemi enflasyon hedeflemesi stratejisine uyum süreci olmuştur. 1999 yılına kadar, enflasyon oranlarının kademeli olarak azaltılmaya çalışıldığı bir dezenflasyon sürecinin ardından döviz kuru bandı terk edilerek dalgalı döviz kuru politikası uygulanmaya başlanmıştır. Böylece Şili'de para politikasının tek amacının fiyat istikrarının sağlanması olduğu yeni bir dönem başlamıştır. 2001 yılında da sermaye hareketleri üzerindeki bütün kontroller kaldırılmış ve sermaye hesabının serbestleştirilme süreci tamamlanmıştır.⁸²

2. Şili'nin Enflasyon Hedeflemesinin Özellikleri

Enflasyon hedeflemesini seçen diğer ülkelerde olduğu gibi, Şili'de de fiyat istikrarını sağlamada enflasyon hedeflemesi stratejisi kullanılmaktadır. Söz konusu stratejiyi uygulayan ülkeler arasında hem uygulamada hem de kurumsal özellikler açısından ortak ve farklı yönler bulunmaktadır. Şili'nin enflasyon hedeflemesi stratejisinin özellikleri kısaca aşağıdaki gibidir.

- Para politikasının temel görevi fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesidir. Ancak, bu CBC'nin büyüme üzerinde etkisi olmadığı anlamına gelmemektedir.
- Enflasyon hedefi, yıllık TÜFE tarafından belirlemiş yüzde 3'lük enflasyon oranıdır ve yüzde ± 1 'lik tolerans aralığı da söz konusudur.

⁸² Vittorio Corbo, **Monetary Policy and Central Bank Independence in Emerging Economies: The Case of Chile**, Central Bank of Chile, November 2005, (Erişim) <http://www.bcentral.cl/eng/policies/presentations/board-members/pdf/2005/vcl14112005.pdf> (10.09.2008).

- Enflasyon hedefleri CBC tarafından belirlenmektedir.
- Şili’de 1991-1999 döneminde kısmi enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmıştır. Enflasyon hedefleri 1996 yılına kadar aralık hedef olarak belirlenirken, 1997-1999 döneminde nokta hedef olarak belirlenmiştir. Hedef dönemi 1 yıldır.
- 2000 yılından itibaren tam enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlanmıştır. Enflasyon hedefleri 2000-2006 döneminde aralık hedef olarak belirlenirken, 2007 yılından itibaren nokta hedef olarak belirlenmeye başlanmıştır. Hedef dönemi 2 yıldır.
- Para politikası uygulamalarında şeffaflığa büyük önem verilmiştir. Bu doğrultuda, yılda üç defa Para Politikası Raporu, altı ayda bir Finansal İstikrar Raporu, her yıl Yıllık Rapor yayınlanmaktadır. Bunlara ek olarak Para Politikası toplantı tarihleri önceden ilan edilmekte ve toplantı tutanakları toplantılardan üç hafta sonra açıklanmaktadır. Ayrıca, zaman zaman CBC tarafından kullanılan modeller hakkında bilgi verilmektedir.
- Uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinde özel sektörün gelecek enflasyonu hakkındaki beklentileri önemli yere sahiptir. Bu nedenle, CBC enflasyon beklentilerinin ölçülmesine büyük önem vermektedir.
- CBC, büyüme ve enflasyon üzerindeki bozucu etkilerinin dışında döviz kurlarındaki değişikliklere müdahalede bulunmamaktadır.

3. Şili’nin Enflasyon Hedeflemesinin Değerlendirilmesi

Şili’de 1990 yılından 1999 yılına kadar enflasyon hedeflemesinin yanında diğer para politikası hedeflerinin de yer aldığı enflasyon hedeflemesi stratejisine uyum süreci yaşanmıştır. Karma bir para politikası stratejisinin

ardından, para politikasının tek hedefinin fiyat istikrarının sağlanması olduğu enflasyon hedeflemesi stratejisi 1999 yılının üçüncü çeyreğinde uygulanmaya başlanmıştır.

1990 yılında yaklaşık yüzde 25 seviyelerinde olan enflasyon oranı, aşamalı bir azalma göstermiş ve 1999 yılındaki yüzde 3'lük gerçekleşme oranıyla son 70 yılın en düşük seviyelerine gerilemiştir.⁸³ Enflasyon hedefleri 1991-1999 döneminde her yıl ortalama yüzde 1,5 oranında azaltılmıştır. Söz konusu dönemde enflasyon oranlarının azaltılmasında önemli bir başarı elde edilmesine rağmen; CBC'nin bağımsızlığı ve etkinliği, sermaye kontrolleri, döviz kuru bandı ve enflasyon hedeflemesi stratejisi arasındaki çatışmaların gölgesinde kalmıştır.

Şili'deki enflasyon hedeflemesi başarılı bir dezenflasyon sürecinin ardından gerçekleşmiştir. Çünkü; dezenflasyon sürecinde elde edilen sonuçların büyüme ve işsizlik oranları üzerindeki etkisi iyi yöndedir. 1990'larda Şili ekonomisi dünyanın en hızlı büyüyen ekonomilerinde birisi olmuştur. 1999 yılındaki eksi büyümenin dışında büyüme oranları oldukça iyi bir trend izlemiş ve son 10 yıllık dönemde ekonomi ortalama yüzde 4 oranında büyümüştür.

Tam enflasyon hedeflemesine geçilen 2000 yılında, enflasyon oranları yaklaşık yüzde 3 gibi tek haneli rakamlara gerilemiş, enflasyon hedeflerinin tutturulmasıyla para politikasının kredibilitesi artmış, dalgalı döviz kuruna geçilmiş ve de sermaye kontrolleri kaldırılmıştır. 2000-2006 döneminde enflasyon hedefi yüzde 2-4 şeklinde bir aralık hedef olarak belirlenmiştir. 2007 yılından itibaren, söz konusu aralık hedefi yüzde 3'lük nokta hedef şekline dönüştürülmüş ve söz konusu hedef etrafında simetrik bir tolerans aralığı (yüzde ± 1) belirlenmiştir.

Enflasyon oranları genellikle enflasyon hedefleri ile tutarlı bir seyir

⁸³ Demirhan, **a.g.e.**, s. 110.

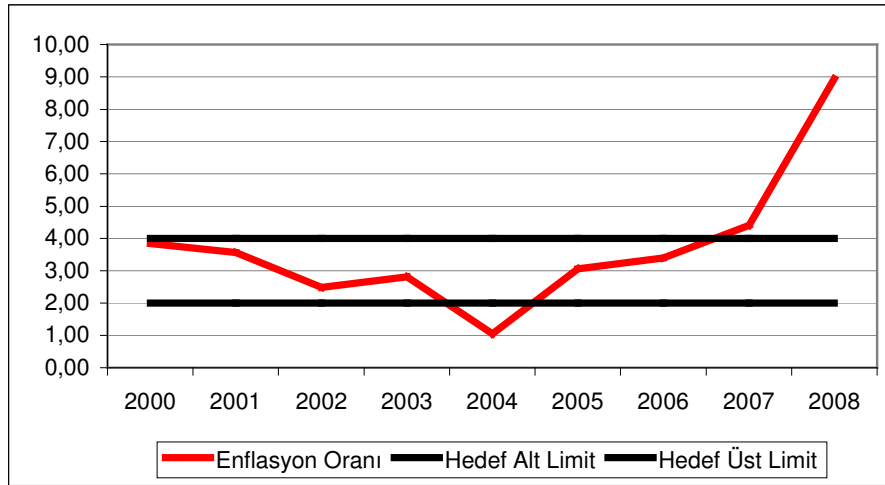
izlemiş ve enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkeler arasında oldukça başarılı bir tablo ortaya çıkmıştır. Enflasyon, hedeflerle tutarlı bir seyir izlerken (2004 yılı hariç), 2007 yılından itibaren tolerans düzeyinin üzerine çıkmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasıyla birlikte çıktı ve enflasyon oranlarındaki dalgalanmalar azalmıştır. Enflasyon hedeflerinin tutturulmasına paralel olarak enflasyon beklentileri de hedefler etrafından oluşmaya başlamıştır.

Tablo 9: Şili’de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler

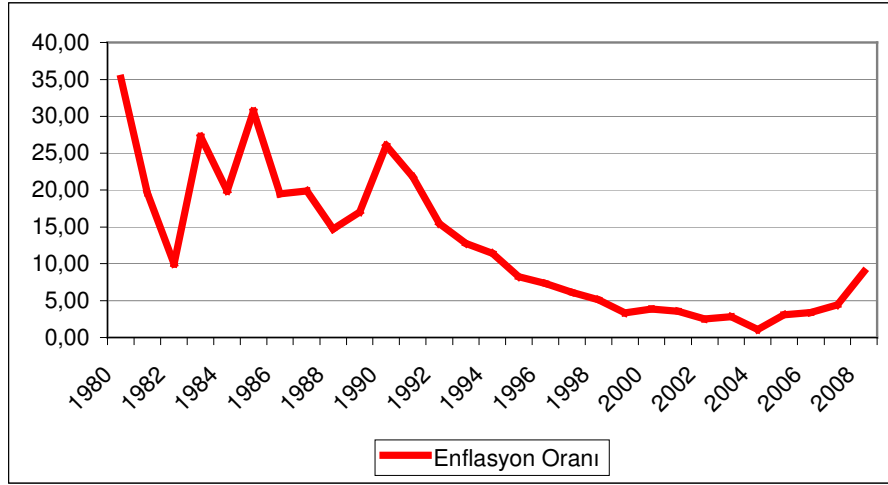
Yıl	Hedef (TÜFE %)	Tolerans Düzeyi	Alt ve Üst Limitler (%)	Gerçekleşme (TÜFE %)	Sapma (En Yakın Limitten,%)
2000	2-4	-	-	3,84	✓
2001	2-4	-	-	3,57	✓
2002	2-4	-	-	2,49	✓
2003	2-4	-	-	2,81	✓
2004	2-4	-	-	1,06	-47
2005	2-4	-	-	3,05	✓
2006	2-4	-	-	3,39	✓
2007	3	± 1	2-4	4,41	+10
2008*	3	± 1	2-4	8,94	+124

* Ekim 2008
Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database, December 2008 ve Central Bank of Chile

Grafik 13: Şili’de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2000-2008)



Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database, December 2008 ve Central Bank of Chile

Grafik 14: Şili'nin Enflasyon Oranları (1980-2008)

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database, December 2008

III. BÖLÜM

TÜRKİYE’NİN ENFLASYON HEDEFLEMESİ DENEYİMİ

A. TÜRKİYE’NİN ENFLASYON HEDEFLEMESİNE GEÇİŞ SÜRECİ

Türkiye’nin enflasyon hedeflemesine geçiş sürecinin ele alındığı bu bölümde, enflasyon hedeflemesi öncesi dönem, örtük enflasyon hedeflemesi dönemi ve enflasyon hedeflemesi dönemi olmak üzere üçlü bir ayırım yapılacaktır.

1. Enflasyon Hedeflemesi Öncesi Dönem

Dünyayı sarsan petrol krizlerinin ardından 1980’li yıllar Türkiye ekonomisi açısından oldukça sıkıntılı başlamıştır. Yüksek enflasyon, petrol ve enerji kısıtları, döviz kıtlığı ve bunların sonucu olarak yaşanan ithalattaki sorunlar, düşük ekonomik büyüme ve ödemeler dengesi krizi o dönemin temel ekonomik sorunları olmuştur.

Ağustos 1989’da çıkarılan Türk Parasının Kıymetini Koruma hakkındaki 32 sayılı Karar ile dış ticaret ödemeleri ve sermaye hareketlerinin liberalizasyonu yönünde önemli adımlar atılmıştır. Böylece, bir yandan piyasa mekanizmasının işlerliği artarken, diğer yandan da Türk ekonomisi uluslararası piyasalardaki gelişmelerin etkilerine daha açık hale gelmiştir. Genel olarak baktığımızda, TCMB’nin 1980-1990 dönemindeki temel politikası parasal büyüklükleri kontrol altında tutarak enflasyon oranını dizginlemek şeklinde olmuştur. Bu dönemde temel politika aracı olarak kullanılan reeskontun^{*} yanında açık piyasa işlemleri^{**} (APİ) ve zorunlu karşılık oranları^{***} da etkili bir şekilde kullanılmıştır.

^{*} İskonto edilmiş, diğer bir deyişle bir bedel karşılığı (iskonto) el değiştirmiş olan kıymetlerin yeniden bir bedel karşılığı (re-iskonto) el değiştirmesini ifade eder. Merkez bankalarının, şartlarını kendileri

1990 yılında açıklanan para programı kamuoyuna ilan edilen ilk program olmuştur. Program çerçevesinde konulan hedefler, Merkez Bankası iç varlıklarının kontrol altına alınmasıyla büyük ölçüde tutturulmuştur. Uygulanan program üzerindeki en büyük olumsuzluklar; 1991 yılında patlak veren Körfez Savaşının etkilerinden, mevduatlarda yaşanan büyük miktardaki çekilmelerin neden olduğu döviz kuru ve faiz oranlarındaki artışlardan ve artan kamu finansman ihtiyacı ve bütçe açıklarından kaynaklanmıştır. Hazine'nin artan kamu finansman ihtiyacına rağmen borçlanma faiz oranlarını düşürmesi Hazine bonolarına olan talebin düşmesine neden olmuştur. Böylece, Hazine finansman ihtiyacını TCMB kaynaklarından karşılama yoluna gitmiştir.

Mali piyasalarda yaşanan çalkantılara, 27 Mart 1994 yerel yönetimler seçimi nedeniyle oluşan seçim ekonomisinin eklenmesi ve bankaların faiz oranlarını %115 seviyelerine yükseltmesi, Hazine'nin kaynak ihtiyacını sağlamak için piyasalara daha fazla başvurmasına ve böylece faiz oranlarının daha fazla yükselmesine neden olmuştur. Artan faiz oranları ülkeye giren kısa vadeli sermaye miktarını artırırken, aşırı değerli olan TL ithalat yoluyla dış sermayenin ülke dışına çıkmasına neden olmuştur. Sonuçta, artan kamu açıkları iç ve dış dengenin bozulmasına neden olmuştur. Ekonomide yaşanan olumsuz gelişmeler 5 Nisan 1994 tarihinde "Olağanüstü İstikrar Tedbirlerinin" açıklanmasına neden olmuştur.⁸⁴ Finansal piyasalarda, 1994 yılı başında yaşanan kriz sonrasında alınan 5 Nisan

belirlemek şartı ile çeşitli senetleri iskontoya tabi tutarak (re-iskonto), reeskont penceresi adı altında para politikası uygulamalarında kullandıkları bir araçtır.

^{**} Para politikası uygulaması çerçevesinde, Merkez Bankaları bünyesinde para miktarının artırılıp azaltılması amacıyla, hazine kağıtlarının alım ve satımının (kesin alım, kesin satım, geri satım vaadiyle alım (repurchase agreements), geri alım vaadiyle satım (reverse repurchase agreement) yapılması işlemleridir. Bankalararası Para Piyasası işlemleri de "Açık Piyasa İşlemleri" kapsamı içerisindedir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası bünyesinde bu tür işlemler, Açık Piyasa İşlemleri ve Para Piyasası Müdürlükleri tarafından yürütülmektedir.

^{***} Mevduat kabul eden finansal kurumların bu mevduatlara karşılık olarak Merkez Bankasında tutmak zorunda oldukları mevduatlarının kanunen saptanan oranını ifade etmektedir. Merkez bankaları bu oranı bir para politikası aracı olarak kullanabilmektedir. Eğer bankalar atıl rezervlere sahip değilse, zorunlu karşılık oranı artırıldığında bankalar verdikleri kredileri geri çağırırlar ve bu durum para arzının azalmasına neden olur. Zorunlu karşılık oranı düşürüldüğünde ise zorunlu karşılıkların bir kısmı kullanılabilir rezerv şekline dönüşür, bu da bankaların kredi tabanını artırır. Bankaların kredi tabanının genişlemesi de para arzının artmasına neden olur.

⁸⁴ Erdinç Tokgöz, "Türkiye İktisadi Gelişme Tarihinin Ana Çizgileri (1923-2000)", **Türkiye Ekonomisi: Sektörel Analiz**, Ankara, Türkiye Ekonomi Kurumu, 2001, s.35.

Kararları ile kamu açığını daraltmaya yönelik önemli adımlar atılmıştır.⁸⁵ Nisan ayında IMF ile imzalanan stand-by kapsamında enflasyon hedefine ulaşmak amacıyla sıkı para ve kredi politikaları hazırlanmıştır. Bu programda ayrıca döviz kurları, uluslararası rezervler ve net iç varlıklar hedeflenmiştir. Döviz rezervlerindeki hızlı azalış ve faizlerdeki artış karşısında, Merkez Bankası rezervlerini artırmak ve para piyasalarında istikrarı sağlamak için yoğun çaba harcamıştır.

1995 yılının ikinci yarısından itibaren süren ekonomik canlanma 1996 yılında da devam etmiştir. TCMB'nin 1996 yılındaki para politikasının ana yapısını kendi bilançosundaki ve parasal büyüklüklerdeki artışın yavaşlatılması oluşturmuştur. Kamu kurumlarına açılan kredilere son verilerek ve Hazine'ye sağlanan kısa vadeli avansın azaltılması yoluna gidilerek parasal genişlemenin önüne geçilmek istenmiştir. 1996 ve 1997 yıllarındaki para politikasının en önemli hedefi mali piyasalardaki istikrarı korumak olurken, net dış varlıklardaki artışlara paralel olarak rezerv para oluşturmak bir politika haline gelmiştir. Kamu sektörüne verilen nakit krediler ise, 1997 yılında azalmaya devam etmiştir. 1997 yılının Temmuz ayında TCMB ve Hazine arasında imzalanan protokolle Hazine, TCMB'den sağladığı kısa vadeli avanstan vazgeçmiştir. Ancak, söz konusu protokolün ardından Hazinenin itfalarla borçlanma yoluna gitmesinin yol açtığı likidite sıkışıklığını TCMB, repo yoluyla piyasaya likidite aktararak çözmüştür.⁸⁶

1998 yılında ilan edilen para programıyla, yılın ilk yarısında yıllık yüzde 100 olan enflasyon oranını yüzde 50'lere çekmek temel hedef olarak belirlenmiştir. Döviz kuru politikasının enflasyon hedefiyle uyumlu tutulması da gözetilen hedefler arasında yer almıştır. Yılın ikinci yarısında uygulanacak olan para politikasının IMF ile yapılan Yakın İzleme Programı doğrultusunda yürütüleceği ilan edilmiş ve enflasyon oranını yüzde 50'ye indirme hedefi

⁸⁵ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Yıllık Rapor**, 1996, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr> 18.11.2008.

⁸⁶ Gazi Erçel, **Türkiye'de Merkez Bankacılığı**, 1999, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1999/bulgmb1.html>, 18.11.2008.

sürdürülürken TCMB bütçesinde yer alan net iç varlıklar kalemi yeni bir gösterge olarak seçilmiştir.⁸⁷

1999 yılında uygulanan para programının ana hatlarını; Merkez Bankası'na kamuya açılan kredilere son verilmesi, piyasalara sağlanacak likiditenin kaynağını yalnızca döviz alımlarının ve açık piyasa işlemlerinin oluşturması, para politikası uygulamalarının daha şeffaf olması ve faiz oranının ve döviz kurunun ileriye yönelik olarak belirlenmesi oluşturmuştur. Temel para politikası araçları olarak da kısa vadeli faiz oranları, açık piyasa işlemleri, mevduat munzam karşılıkları ve gecelik işlemler kullanılmıştır. Mali piyasalardaki dönüşüm, para ve kur politikasının 9 Aralık 1999 tarihinde açıklanması ve ardından IMF ile yapılan anlaşmanın yürürlüğe girmesi ile başlamıştır. Programın açıklanmasıyla birlikte, faiz oranlarında son yıllarda gözlenmemiş oranda bir düşüş yaşanmıştır. 1999 yılının Ocak ayında Hazine ihalelerinin ortalama ağırlıklı faizleri yüzde 128 iken, 2000 yılının Ocak ayında yaklaşık 90 puanlık düşüşle bu oran yüzde 36,1'e gerilemiştir.⁸⁸

2000 yılında para politikasının çerçevesini ve ekonomik gelişmeleri belirleyen temel unsur, 1999 yılının Aralık ayında uygulamaya konulan "Döviz Kuruna Dayalı Enflasyonu Düşürme Programı" olmuştur. 2000 yılı başında Merkez Bankası, 1 Dolar+0,77 Euro'dan oluşan döviz kuru sepetinin günlük değerlerini bir yıllık zaman dilimi için kamuoyuna açıklamıştır.⁸⁹ Döviz kuru rejimini desteklemek amacıyla, Merkez Bankası net iç varlık büyüklüğünü sabitlemiş ve bilanço genişlemesini net dış varlıklardaki artışa bağlamıştır. Döviz karşılığı olması şartıyla ekonomide likidite yaratmaya olanak tanınmıştır. Aynı zamanda TCMB'nin kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi de azaltılmıştır. Söz konusu programın sabit döviz kuruna dayanması nedeniyle kur belirsizliği ortadan kalkmıştır. Gerek kamu maliyesine ilişkin önlemlerin yürürlüğe konulması gerekse Hazine'nin dış borçlanma

⁸⁷ Erçel, a.g.e.

⁸⁸ Gazi Erçel, **2000 Yılı İstikrar Programının İlk Sonuçlarının Değerlendirilmesi**, Basın Duyurusu, 3 Şubat 2000. (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008

⁸⁹ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu**, Kasım 2001, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008

imkanlarındaki artışın etkisiyle reel faizlerde hızlı bir düşüş yaşanmıştır. Faizlerdeki düşüş beraberinde tüketim harcamalarındaki artışı getirmiştir. Faizlerdeki düşüş ve 1999 yılı tüketim harcamalarının 2000 yılına ertelenmesi büyüme ve ithalat artışına katkıda bulunmuştur. Böylece, 2000 yılında GSYİH yüzde 7,2 artmıştır. Toplam yurtiçi talep ise yüzde 9,6 oranında artış göstermiştir. Ancak, Kasım ayına gelindiğinde Türkiye’de ekonomik kriz yaşanmıştır. Kasım krizinin ortaya çıkmasında etkili olan faktörler aşağıdaki gibidir.⁹⁰

- İç talepteki canlanma, enerji fiyatlarındaki artış ve Türk Lirasının reel olarak değerlendirilmesi gibi nedenlerle ithalatın hızlı bir biçimde artması sonucunda cari işlemler açığının hızlı bir şekilde artmaya devam etmesi,
- Özelleştirmenin ve yapısal reformların gecikmesinin gerek yurtiçi gerekse yurtdışı piyasalarda olumsuz bir havanın oluşmasına neden olmasıyla sermaye girişlerinin azalması ve sonucunda likiditenin olumsuz etkilenecek kısa vadeli faizlerin yükselmesi,
- Program kapsamında öngörülen yapısal reformların gecikmesinin yanında ek mali önlemlerin alınması konusundaki olumsuz tutumun, IMF tarafından Ekim ayında serbest bırakılması gereken 3. kredi diliminin ertelenmesine yol açması,
- IMF’nin 3. kredi dilimini serbest bırakmamasının uluslararası piyasalar üzerindeki olumsuz etkisi,
- Portföylerinde yoğun şekilde Devlet İç Borçlanma Senedi (DİBS) tutan ve bunları kısa vadeli kaynaklarla fonlayan bazı bankaların, faiz oranlarındaki yükseliş nedeniyle mali durumlarının bozulması,

⁹⁰ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu**, Kasım 2001.

- Söz konusu bankaların likidite ihtiyacının hızla artması nedeniyle kısa vadeli faiz oranlarının 17-22 Kasım döneminde yüzde 100'lerin üzerine çıkması,
- Kasım ayının ikinci yarısında mali piyasalardaki güvensizliğin artması,
- Kısa vadeli faizlerdeki artışla birlikte kamu menkul kıymetleri ve hisse senedi fiyatlarında hızlı düşüşün yaşanması ve yabancı yatırımcıların Türkiye'deki portföylerini azaltmaya başlamış olmaları.

Faiz oranlarındaki hızlı yükseliş, Türk lirasının değer kaybı ve istihdam imkanlarındaki daralma tüketici güvenliğini olumsuz etkileyerek başta dayanıklı tüketim malları olmak üzere genel olarak tüketim harcamalarında gerilemeye neden olmuştur. 2000 yılı sonunda enflasyon TEFİ' de yüzde 32,7, TÜFE' de ise yüzde 39 düzeyinde gerçekleşerek, 2000 yılı enflasyonu düşürme programı çerçevesinde öngörülen hedeflerin (TEFE için yüzde 20, TÜFE için ise yüzde 25) üzerine çıkmıştır. 2000 yılı boyunca kur sepetinin değerinin yüzde 20 oranında artırılmasına rağmen; enflasyon oranları, beklentilerin geçmişe endekli olması nedeniyle, bu artışın üzerinde kalmıştır⁹¹. Enflasyon oranlarının hedeflerin üzerinde çıkmasının bir diğer nedeni de kredi faizlerindeki düşüş ve uygulanan kur politikası nedeniyle dayanıklı tüketim mallarına olan talebin artması sonucunda iç talepte yaşanan canlanmadır. Piyasaya sağlanan likidite ve TCMB'nin yaklaşık 6 milyar dolar⁹² net döviz satışı yapmış olması Net İç Varlıklar ve Net Uluslararası Rezervlere ilişkin hedeflerin aşılmasına ve söz konusu hedeflerin revize edilmesine neden olmuştur.

2000 yılı sonunda açıklanan 2001 yılı para ve kur politikası, 2000 yılındaki para politikasıyla aynı temel özelliklere sahipken, net iç varlıklar ve net uluslararası rezervler için yeni hedefler belirlenmiştir. 22 Şubat 2001

⁹¹ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu**, Nisan 2002, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

⁹² Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu**, Kasım 2001.

tarihine gelindiğinde Türkiye ekonomi tarihinin en büyük krizi yaşanmıştır. Şubat krizinin yaşanmasında;

- Kasım ayında yaşanan kriz ile birlikte yükselen faiz oranlarının 2001 yılında da yüksek seyrini koruması ve bankacılık sisteminin mali kırılganlığının artmaya devam etmesi,
- Yurtdışından ve yurtiçinden sağlanan fonların vadelerinin giderek kısılması,
- Faiz oranlarının döviz kuru sepetindeki artışa göre oldukça yüksek kalması ve mevcut kur rejiminin sürdürülebilirliği konusundaki kuşkuları artması,
- Devletin zirvesinde siyasal bir kriz yaşanması,
- Piyasalardaki panik havasının giderek artması,
- Ekonomik sisteme olan güvenin tamamen kaybolması etkili olmuştur.

Bu gelişmelerin sonucunda, 19 Şubat 2001 tarihinde Türk Lirasına karşı ciddi bir atak başlamıştır. Bu tarihte, TCMB'nin bir gün valörlü 7,6 milyar dolarlık döviz talebinin gerçekleşmesini engellemek için likiditeyi kısıması, günlük likidite ihtiyacı çok yüksek düzeyde olan kamu bankaları nedeniyle ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuştur⁹³. Bu gelişmelerin doğrultusunda döviz kurları, 22 Şubat tarihinde dalgalanmaya bırakılmıştır. Sabit döviz kuru rejiminin çökmesi, Türk Lirası'nın (TL) yüksek bir oranda değer kaybetmesine neden olmuş, beklentilerin de bozulmasının etkisiyle 2001 yılı sonu itibarıyla yıllık enflasyon yüzde 68 seviyesine yükselmiştir.⁹⁴ Yaşanan bu gelişmelerin ardından ekonomik krizin yarattığı sorunları çözmek amacıyla "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" adı altında oluşturulan ve kamu

⁹³ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu**, Kasım 2001.

⁹⁴ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Politikası Raporu**, Nisan 2002.

maliyesi, gelirler politikası, özelleştirme, yapısal reformlar ve bankacılık alanında yapılacak düzenlemelerin genel çerçevesinin belirlendiği strateji kamuoyuna ilan edilmiştir. Yeni programın öncelikli amacı kamu ve fon bankalarının gecelik borçlanma sorununu çözmek ve bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasını sağlamak olmuştur.

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı, birçok yapısal yenilenme ve yasal düzenlemeleri beraberinde getirmiştir. Söz konusu program kapsamında 15 adet yasal düzenlemenin yapılması planlanmıştır.⁹⁵ Bu yasal düzenlemeler arasında Merkez Bankası Kanunu'nda yapılacak düzenlemeler de yer almıştır. Bu doğrultuda, 25 Nisan 2001 tarih, 4651 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun kabul edilmiştir. 4651 sayılı Kanun, önemli değişiklikleri ihtiva etmektedir. Değişiklik Kanunu ile;

- Bankanın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu hükme bağlanmıştır.
- Bankanın fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisinin belirleyeceği düzenlenmiştir (Böylelikle Banka araç bağımsızlığına kavuşmuştur).
- Banka para politikasının belirlenmesinde ve uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu olmuştur.
- Banka finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili tedbirleri alma yetkisine sahip hale gelmiştir.
- Bankanın, Hazine ile diğer kamu kurum ve kuruluşlarına avans vermesinin, kredi açmasının, bu kurumlarca çıkarılan borçlanma

⁹⁵ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu**, Kasım 2001.

araçlarını birincil piyasalardan satın alınmasının Bankaca yapılamayacak işler arasında gösterilmesiyle, Merkez Bankası kaynaklarından kamuya kaynak aktarılmasının önüne geçilmiştir.*

- Başkanın yılda 2 defa Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonuna ve Bakanlar Kuruluna uygulanan para politikası ile ilgili olarak bilgi sunması ve hazırlanacak raporlar aracılığı ile kamuoyunun bilgilendirilmesi Kanun'da yer almıştır.
- Banka, bağımsız denetime açık hale getirilmiştir.
- Para Politikası Kurulu, yeni bir organ olarak Banka organları arasında yerini alırken, Kurul'un Hükümetle birlikte enflasyon hedefini belirleyeceği ifade edilmiştir.
- Başkan yardımcılarının süreleri de beş yıla çıkarılmıştır.

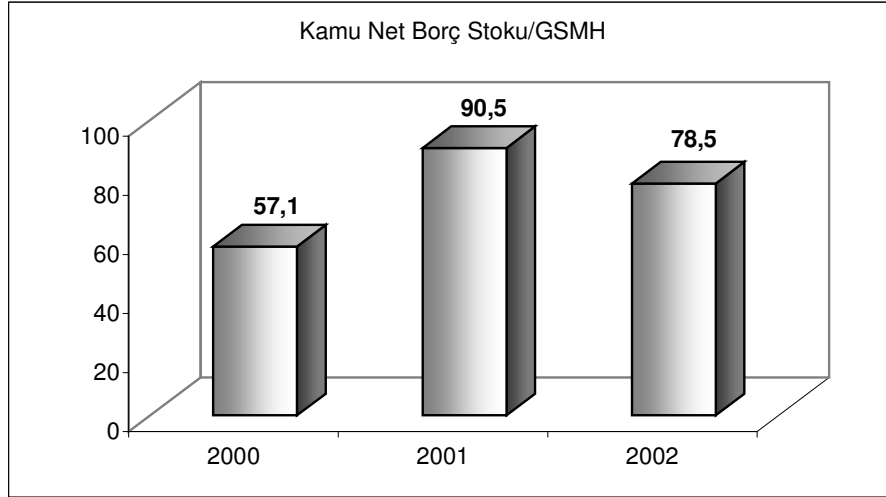
Yasal düzenlemelerin ardından 15 Mayıs 2001 tarihinde para politikasının genel çerçevesi kamuoyuna açıklanmıştır. Döviz kuru çapasının ortadan kalkması nedeniyle, para tabanı ara hedef ve nominal çapa olarak belirlenerek ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin oluşturulmasında bir kriter sağlanması amaçlanmıştır. 2001 yılında para tabanının öngörülen enflasyon ve büyüme oranı çerçevesinde artırılması ve kısa vadeli faizlerin enflasyonist baskıları gidermek için aktif olarak kullanılması benimsenmiştir. Ayrıca, bankaların aracılık maliyetlerini düşürmek amacıyla zorunlu karşılıklara faiz ödenmeye başlanmıştır.

Örtük enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiği dönemde, Türkiye'de para politikasının hareket alanını daraltan önemli sorunlar ortaya çıkmıştır. Bu sorunların başında mali baskınlık gelmektedir. 2001 yılı sonunda kamu

* Banka'nın Hazine'ye ve kamu kurum ve kuruluşlarına kredi açmasını yasaklayan hükmün yürürlüğe girmesi için altı aylık bir geçiş dönemi tanınmıştır ve yürürlük tarihi 5 Kasım 2001'de başlamıştır.

borç stoku yüzde 90,5 gibi rekor bir seviyeye yükselmiştir⁹⁶. Borç stokunun bu denli yüksek olmasında 2001 krizi sonrasında bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ve kamunun sorunlu bankaların yükümlülüklerini üstlenmesinin etkisi olmuştur. 2002 yılında, yurt içi borçlanmanın ortalama vadesinin 9 aya kadar düşmesi ve toplam kamu borcunun yarısından fazlasının döviz cinsinden veya dövizle endeksli hale gelmesi borcun sürdürülebilirliğine olan inancın azalmasına neden olmuştur. Bu gelişmeler doğrultusunda risk priminin oynaklığındaki artış ve döviz kurunda fiyatlara geçiş etkisinin yükselmesi enflasyon tahminlerini zorlaştırmıştır.

Grafik 15: Mali Baskınlık



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Dolarizasyon sorununun 2001 krizinin ardından tarihi bir düzeye yükselmesi ve yabancı para varlıkların toplam varlıklar içindeki payının yüzde 43 gibi bir seviye ulaşması Türkiye ekonomisini sıkıntıya sokan diğer önemli faktörler arasında yer almıştır.⁹⁷ Söz konusu ekonomik sorunlar değerlendirildiğinde, Merkez Bankasına sağlanan bağımsızlığının dışında, enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli ön koşulların genel olarak oluşmadığı anlaşılmaktadır. Böylece, enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli ön koşullar sağlanıncaya kadar, aşamalı bir geçiş süreci

⁹⁶ Kara, Orak, **a.g.e.**, s.39.

⁹⁷ Kara, Orak, **a.g.e.**, s.40

benimsenmiştir.

2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2002-2005)

TCMB, 2002 yılında gerekli ön koşulların tamamlanmasının ardından enflasyon hedeflemesi rejimine geçileceğini ilan etmiştir. Bu doğrultuda, enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılına kadar “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak adlandırılan gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası stratejisinin uygulanması planlanmış ve bu süreç enflasyon hedeflemesine geçiş dönemi olarak değerlendirilmiştir. Bu dönemde, Hükümet ile birlikte enflasyon hedefleri saptanırken, para tabanı da çapa olarak belirlenmiştir.⁹⁸ Hedefler, TÜFE fiyat endeksi bazında sadece 1 yıl sonrası için açıklanmıştır. Para tabanı için dönemler itibarıyla, enflasyon hedefi ile tutarlı hedefler konulmuştur. Fiyat istikrarı temel hedefi doğrultusunda, para politikası aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarının aktif olarak kullanılacağı belirtilmiştir. Para politikası kararlarında gelecek dönem enflasyonuna ilişkin gelişmelerin belirleyici olması öngörülmüş ve örtük enflasyon hedeflemesinin, para tabanı hedefinin yanında güçlü bir çapa işlevi görmesi amaçlanmıştır. 2002 yılında, kurların piyasada serbestçe belirlenmesi için, Merkez Bankası’nın sadece kurlardaki aşırı dalgalanmaların önlenmesi amacıyla kurların seviyesine yönelik olmayan sınırlı müdahalelerde bulunacağı, bunun yanı sıra döviz rezervlerini artırmak için şeffaf döviz alım ihaleleri yapacağı belirtilmiştir.

2002 yılında uygulamaya konulan istikrar programlarının sonucunda, 3 yıllık bir zaman zarfında enflasyon oranını önce yüzde 12 düzeyine, daha sonra da tek haneli düzeylere indirmek amaçlanmıştır. Yıllık TÜFE enflasyonunun 2002, 2003, 2004 ve 2005 yılları için sırasıyla %35, %20, %12 ve %8 seviyelerinin altına çekilmesi hedeflenmiştir.⁹⁹ 2001 yılı sonunda TEFE ve TÜFE’de sırasıyla yüzde 88,6 ve yüzde 68,5 olan yıllık

⁹⁸ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi**, Basın Duyurusu, 3 Ocak 2003, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

⁹⁹ Kara, Orak, **a.g.e.**, s.44.

enflasyon oranları 2002 yılı sonunda TEFE’de yüzde 30,8 ile son 16 yılın, TÜFE’de ise yüzde 29,7 ile son 20 yılın en düşük seviyelerine gerilemiştir. Enflasyon oranlarındaki olumlu gelişmelerle beraber, 2001 yılında yaşanan ekonomik daralmanın ardından 2002 yılında tekrar ekonomik büyüme gerçekleşmiştir.¹⁰⁰

Ekonomideki olumlu gelişmeler 2003 yılında da devam etmiş ve enflasyon hedefine (TÜFE’de yüzde 20) ulaşılırken, yüksek büyüme oranı sağlanmıştır. Bu gelişmeler doğrultusunda yerli para cinsinden yatırım araçlarına olan talebin artması Türk Lirasının güçlenmesini sağlamıştır.¹⁰¹ Bunların yanında beklentilerde de olumlu aşama kaydedilmiştir.

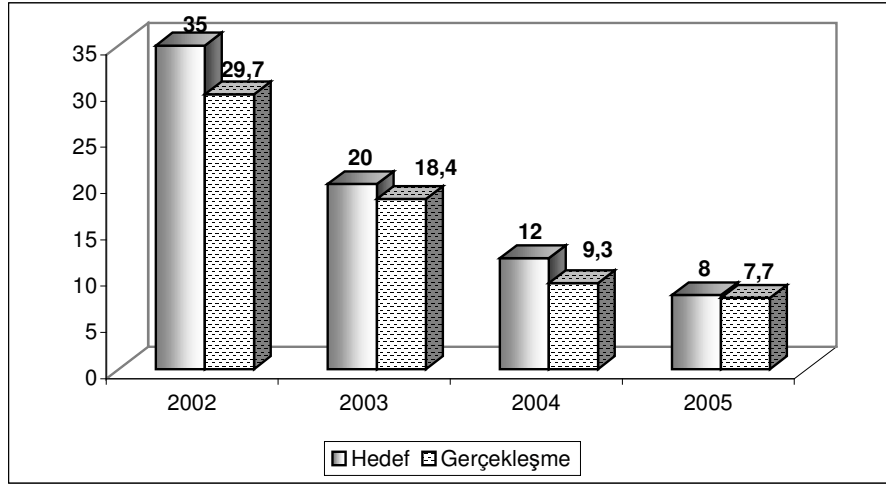
2001 yılından itibaren önemli bir düşüş trendi yakalayan enflasyon oranı, 2004 yılında da düşmeye devam etmiştir. TÜFE enflasyonu, yüzde 9,3’lük gerçekleşme oranıyla, hedeflenen düzeyinde altında yer almış ve 30 yıldan sonra ilk defa enflasyon oranı tek haneli rakamlara gerilemiştir.¹⁰²

2005 yılı, enflasyon hedeflemesi stratejisine geçiş dönemi olmuştur. Faiz kararlarının zamanlaması ve süreci daha şeffaf ve öngörülebilir hale getirilmiştir. Enflasyondaki düşüş, 2005 yılında da devam etmiş ve enflasyon oranı yüzde 7,7 olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu yavaşlamaya rağmen; para politikasının ihtiyatlı duruşu, bütçe disiplininin sürmesi ve gerçekleşen enflasyonun hedefle uyumlu olması sonucu enflasyon bekleyişleri olumlu seyrini korumuştur.

¹⁰⁰ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu**, 2003-I, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

¹⁰¹ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu**, 2004-I, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

¹⁰² Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu**, 2004-IV, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

Grafik 16: Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2002-2005)

Kaynak: TCMB

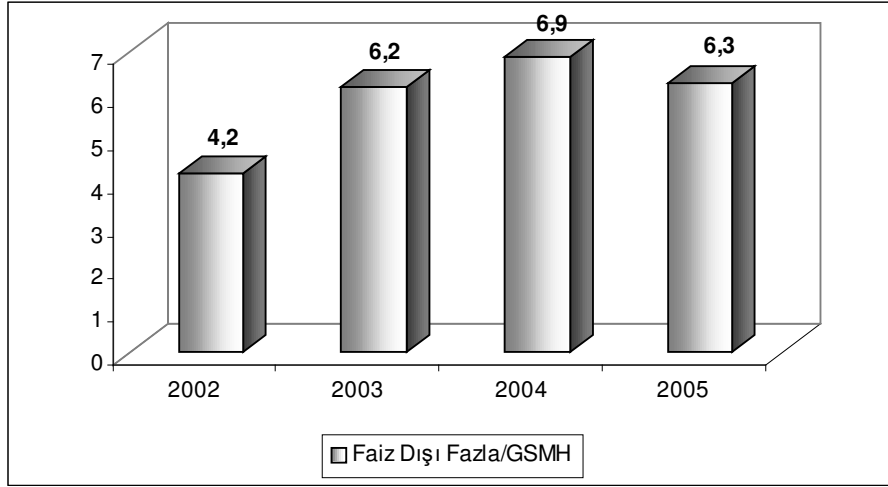
Bunun yanında yapısal reformlardaki ilerlemeler, bütçede üç yıllık planlamaya geçilmesi, orta vadeli programın kararlılıkla sürdürülmesi, Avrupa Birliği'ne tam üyeliğe yönelik müzakerelerinin başlaması, mali disiplin, gerçekleştirilen para reformu* ve finansal istikrarın güçlenmesi gibi gelişmeler risk primini düşürerek Yeni Türk Lirası yatırım araçlarına olan talebi artırmıştır.¹⁰³ Bu gelişmeler sonrasında ekonomi genelinde vadeler uzamaya başlamış, orta ve uzun vadeli reel faizlerdeki kademeli düşüş devam etmiş ve Yeni Türk lirasının güçlü konumu sürmüştür. TCMB'nin gecelik borçlanma faizleri 2002 yılı başındaki yüzde 57 seviyesinden 2005 yılı sonunda yüzde 13,5'e kadar gerilemiştir.¹⁰⁴ Ayrıca, oldukça yüksek olan faiz dışı fazla hedefleri tutturulmuş, kamu borç stokunda gerileme kaydedilmiştir.¹⁰⁵

* 2001 yılından itibaren sürdürülen enflasyonla mücadeledeki kararlılığı vurgulamak, Türk parasının itibarını yükseltmek ve yüksek küpürlü paranın muhasebe ve istatistik kayıtları, bilgi işlem programları, ödeme sistemleri gibi hayatın birçok alanında neden olduğu sorunların ortadan kaldırılması amacıyla 1 Ocak 2005 tarihinden itibaren Türk Lirasından altı sıfır atılmış, Yeni Türk Lirası ve Yeni Kuruşlar tedavüle çıkarılmıştır. 1 Ocak 2009 tarihinde "yeni" ifadesi kaldırılarak Türk Lirası ve kuruşlar dolaşıma çıkarılacaktır.

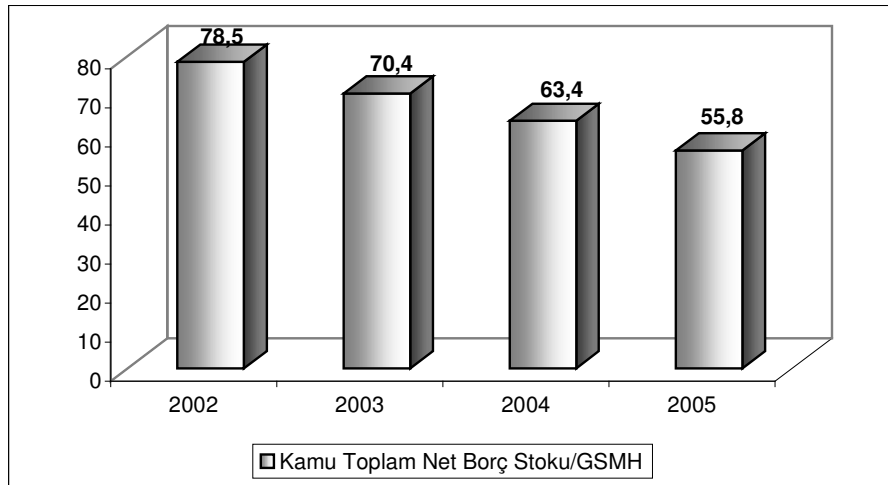
¹⁰³ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası **Para Politikası Raporu**, 2006-I, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

¹⁰⁴ Orak, **a.g.e.**, s.69.

¹⁰⁵ Kara, Orak, **a.g.e.**, s.45.

Grafik 17: Faiz Dışı Fazla*/GSMH

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Grafik 18: Kamu Kesimi Toplam Borç Stoku Gelişmeleri (2002-2005)

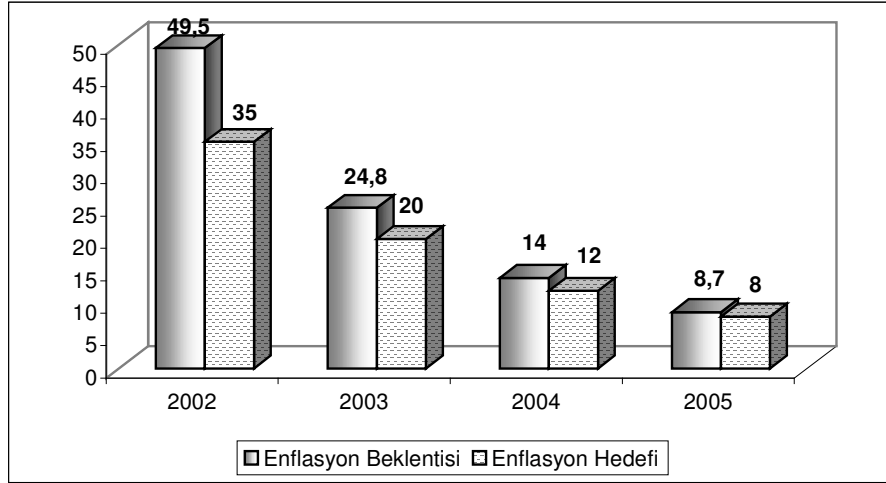
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

Ekonomideki olumlu seyir, para politikasına olan güveni artırmış ve enflasyon beklentileri ile hedefler arasında uyumun gerçekleşmesini sağlamıştır. Örtük enflasyon hedeflemesine geçilmeden önceki döneme göre, döviz kurlarında ve finansal piyasalarda görülen oynaklık azalmıştır. Ayrıca, söz konusu dönemde ekonomik büyüme oranı ortalama yüzde 7 civarında

* Konsolide Kamu Sektörü

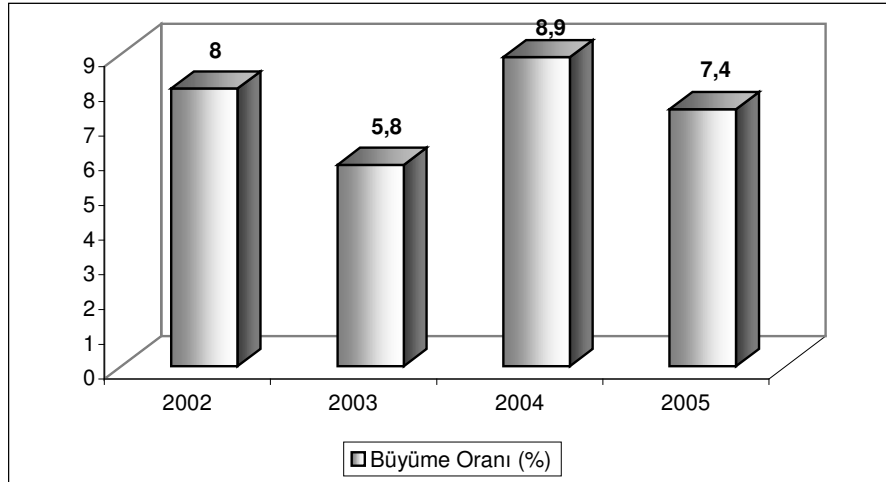
gerçekleşmiştir. Bir yandan enflasyondaki dalgalanmalar azalırken faiz oranları azalmış ve borçlanma vadeleri uzamıştır.¹⁰⁶

Grafik 19: Enflasyon Hedefi ve Beklentiler (2002-2005)



Kaynak: TCMB

Grafik 20: Büyüme Oranları (2002-2005)



Kaynak: DPT

Örtük enflasyon hedeflemesi sürecinde de birtakım zorluklar yaşanmıştır. Enflasyon hedeflemesine geçmek amacıyla yapılan yapısal ve yasal düzenlemelere uyumun getirdiği bazı zorluklar enflasyon tahminlerini güçleştirirken yapısal dönüşümlerle birlikte verilerin oluşturma yöntemlerinde

¹⁰⁶ Kara, Orak, a.g.e., s.47

de değişikliklere gidilmesi* ekonometrik modellerde sorunlar yaşanmasına neden olmuştur.¹⁰⁷ Enflasyon hedeflemesi stratejisi, ekonomideki bütün bilgilerin değerlendirilmesini gerektirmekte olup; örtük enflasyon döneminin başında iktisadi veri tabanı buna imkan verecek gelişmişliğe sahip değildir. Bu nedenle de enflasyon gerçekleştirmeleri hedeflerden sapmıştır.

3. Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2006 - ...)

Gerekli ön koşulların gerçekleştirilmesi, yapısal ve yasal altyapının oluşturulmasının ardından TCMB, 2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Enflasyon hedefi olarak TÜFE'deki yıllık değişiklikler esas alınmıştır. 2006 yılı için yüzde 5, 2007 ve 2008 yılları için ise yüzde 4 oranlarında enflasyon hedefleri belirlenmiştir.¹⁰⁸ Ancak, enerji ve işlenmemiş gıda ürünleri fiyat artışlarının önemli ölçüde etkilediği 2006 yılı enflasyon oranı yüzde 9,6'lık gerçekleşmeyle hedef düzeyin oldukça üzerine çıkmıştır.¹⁰⁹

Enflasyon hedeflemesine geçişin ikinci yılında da enflasyon oranı yüzde 8,39 düzeyinde gerçekleşerek belirsizlik aralığının üst sınırı olan yüzde 6 düzeyini aşmıştır. Enflasyon oranları üzerindeki en önemli baskı; petrol, gıda ve yönetilen/yönlendirilen mal fiyatlarındaki gelişmeler gibi para politikasının etki alanı dışında kalan unsurlardan kaynaklanmıştır. Enflasyon oranı, hedeflenen düzeyin üzerinde gerçekleşmesine rağmen, 2006 yılına göre gerileme kaydetmiştir.¹¹⁰

* 2004 yılında TÜFE'nin kapsamı ve hesaplama yöntemi değiştirilmiştir. Serinin yeni olması nedeniyle, enflasyon tahminleri etrafındaki belirsizlik artarken, enflasyon üzerindeki geçici ve kalıcı şokları ayırtmakta zorlanılmıştır.

¹⁰⁷ Kara, Orak, **a.g.e.**, s.42.

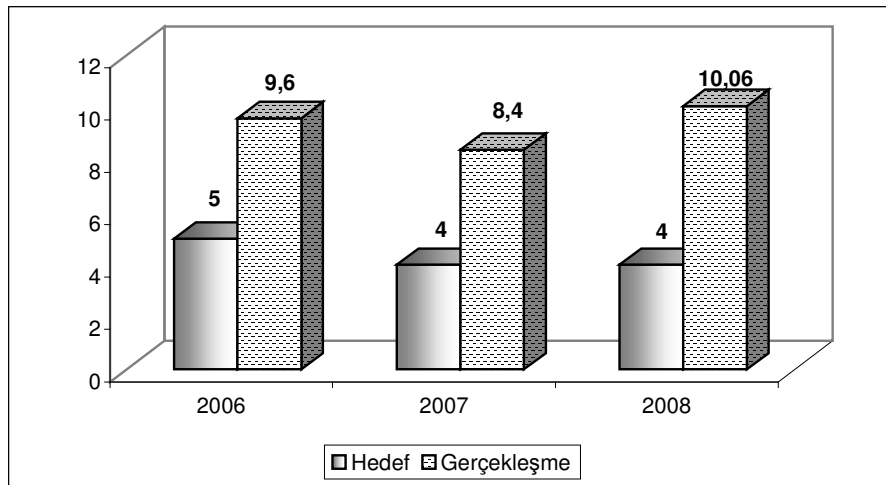
¹⁰⁸ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Raporu**, 2006-I.

¹⁰⁹ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Raporu**, 2007-I, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

¹¹⁰ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Raporu**, 2008-I, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

TCMB, 2008 yılında da enflasyon hedeflemesine devam edeceğini açıklamış ve 2008, 2009 ve 2010 yılları için yüzde 4'lük bir hedef belirlemiştir. Ancak; 2008 yılının ilk altı ayında, gerek uluslararası piyasalardaki gerekse gıda ve enerji fiyatlarındaki gelişmeler nedeniyle, enflasyon hedefinin tutturulmasının daha önceki tahminlere göre daha uzun süre alacağı belirtilerek enflasyon hedefleri Haziran ayında, 2009 ve 2010 yılları için sırasıyla yüzde 7,5 ve 6,5 olarak revize edilmiş; 2011 yılı içinse yüzde 5,5'lik enflasyon hedefi belirlenmiştir.¹¹¹ Hesap verme ilkesi gereğince 2008 yılı enflasyon hedefi değiştirilmemiştir. 2008 yılında TÜFE enflasyonu tahminlerin (yüzde 11,1) altında (yüzde 10,6) gerçekleşmiştir.

Grafik 21: Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2006-2008)



Kaynak: TCMB

B. TÜRKİYE'NİN ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖZELLİKLERİ

1. Enflasyon Hedefi ve Hedefleme Süresi

Türkiye'de enflasyon hedefleri, nokta hedef şeklinde belirlenmektedir. Bunda, nokta hedefin kamuoyu tarafından anlaşılmasının ve kıyaslanmasının

¹¹¹ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Raporu**, 2008-IV, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

daha kolay olmasının etkisi olmuştur. Halkın Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)'ne aşina olması, TÜFE'yi oluşturan mal ve hizmet sepetinin halkın kullandığı mal ve hizmetlerin büyük bölümünü içermesi ve böylece TÜFE'nin tüketici tercihlerini yansıtması, TÜFE verilerinin düzenli olarak ilan edilmesi sayesinde TÜFE'deki gelişmelerin toplum tarafından rahatlıkla takip edebilmesi gibi nedenlerden dolayı enflasyon hedefleri TÜFE'deki yıllık değişiklikler olarak tanımlanmıştır. Bu doğrultuda, hedeflenen değişken 2003 temel yıllık Tüketici Fiyat Endeksi'nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yıl sonu enflasyon oranıdır. 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulamasına geçilmesine paralel olarak, hedefler Hükümetle birlikte üç yıllık olarak ilan edilmektedir. Katılım Öncesi Ekonomik Program ve üç yıllık bütçe planlarıyla uyumlu olarak, 2006, 2007 ve 2008 için yıl sonu hedefleri sırasıyla yüzde 5, yüzde 4 ve yüzde 4 olarak belirlenmiştir. 2006 yılı içinde 2009 yıl sonu hedefi yüzde 4 olarak belirlenmiştir. 2007 yılında 2010 yılı hedefi yüzde 4 olarak açıklanırken; 2008 yılının Haziran ayında 2009 yılı enflasyon hedefi yüzde 7,5, 2010 enflasyon hedefi yüzde 6,5 olarak revize edilirken 2011 yılı enflasyon hedefi ise yüzde 5,5 olarak ilan edilmiştir.

2. Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri

TÜFE sepetini oluşturan mal ve hizmetlerin çoğunluğunun fiyatları Merkez Bankası'nın denetimi dışındadır. Bu nedenle, enerji, işlenmemiş gıda ve kamu fiyatları ile dolaylı vergilerde ortaya çıkan dalgalanmalar sonucu TÜFE'de zaman zaman öngörülemeyen hareketler meydana gelmektedir. Böylece TÜFE, enflasyonunun ana trendini tam olarak gösterememektedir. Bu açıdan bakıldığında, ana enflasyon eğiliminin daha iyi anlaşılabilmesi için Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (ÖKTG),* Merkez Bankası'nın ileriye yönelik enflasyon analizinin ve iletişim politikasının bir parçası olarak kullanılmaktadır.

* Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (ÖKTG): TÜFE'den bazı alt kalemlerin çıkarılması yoluyla ulaşılan endekslerdir. Para politikası çerçevesinde uygulanan politikaların etkinliğini ölçebilmek için kullanılırlar.

3. Hedefin Değerlendirilmesi

Enflasyon hedeflemesinde, hedefin altındaki gerçekleştirmeler aynen hedefin üzerindeki gerçekleştirmeler kadar olumsuz değerlendirilmektedir. Ancak, Türkiye ekonomisi uzun yıllar kronik enflasyonla mücadele ettiği için enflasyon rakamlarının hedeflenen düzeyin altında gerçekleşmesi enflasyonist beklentilerin kırılması açısından faydalı dahi olabileceği söylenebilir. Keza, 2001-2005 döneminde kronik enflasyonist ortamın ardından enflasyon oranlarının hedeflerin altında kalması bekleyişleri olumlu etkileyerek enflasyondaki düşüşün süreceğine dair inancın artmasını sağlamıştır. Bu bağlamda Merkez Bankası'nın ilan ettiği hedefler, örtük bir şekilde "üst sınır" olarak algılanmıştır. Ancak, TCMB'nin uyguladığı enflasyon hedeflemesinde, nokta hedef etrafında ± 2 puanlık simetrik, geniş bir belirsizlik aralığı söz konusudur. Belirsizlik aralığıyla birlikte hedeflerden aşırı sapmanın eşikleri belirlenmiştir. Bu doğrultuda, TCMB, enflasyon hedeflemesi rejimi sürecinde hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmaları aynı şekilde değerlendirmektedir. Yani, hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmalar aynı öneme sahiptir. Hedeften sapma nedenleri, hesap verme sorumluluğu doğrultusunda, kamuoyuna açıklanması gereken bir durum olarak değerlendirilmektedir.

4. Tahmin Ufku

Açık enflasyon hedefine geçildiği 2006 yılında enflasyon tahminleri bir buçuk yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde açıklanırken; 2007 yılından itibaren iki yıllık bir dönem için açıklanmaya başlanmıştır.

5. Temel Politika Aracı

Merkez Bankasının, enflasyon hedeflemesi rejiminde kullandığı temel politika aracı, Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler

Borsası Repo-Ters Repo Pazarında uygulanmakta olan gecelik faiz oranlarıdır.¹¹² 2001 krizi sonrasında bazı bankaların durumunu iyileştirmek amacıyla, söz konusu bankalara ait DİBS'lerin TCMB tarafından satın alınması nedeniyle, TCMB'nin piyasada borçlanıcı konumuna gelmesi, faiz oralarının TCMB'nin borçlanma faizlerine yakınsamasına neden olmuştur .

6. Hedeften Sapma ve Hesap Verme

Tüketici Fiyat Endeksini oluşturan mal ve hizmetlerin fiyatları; petrol fiyatlarındaki gelişmelerden, uluslararası likidite koşulları ile küresel risk algılamasındaki değişimlerden, dolaylı vergi ve kamu fiyat ayarlamalarından, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülemeyen hareketler gibi unsurlardan etkilenmektedir. Bu nedenle, enflasyon hedefi nokta hedef olarak belirlendiğinde enflasyon gerçekleştirmelerinin hedefle birebir aynı olması neredeyse imkansızdır. Bu nedenle, daha önce de belirttiğimiz gibi, nokta hedef etrafında ± 2 puanlık simetrik bir belirsizlik aralığı belirlenmiştir.* Hedef etrafında bir aralık oluşturulması, enflasyon hedeflemesi uygulayan ve nokta hedef ilan eden Merkez Bankalarının büyük bir çoğunluğu tarafından tercih edilen bir uygulamadır.¹¹³ Herhangi bir dönemde enflasyon gerçekleştirmelerinin belirsizlik aralığının dışında yer alması durumunda TCMB söz konusu gelişmenin nedenlerini yayımladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna açıklamaktadır. Bu bağlamda, Merkez Bankası yayımladığı raporlar aracılığıyla kamuoyuna sürekli olarak hesap vermektedir. TCMB Kanunu'nun 42. maddesinde, "Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar." hükmüne yer verilerek hesap verme sorumluluğuna yasal dayanak kazandırılmıştır. Böylece Merkez Bankası'na

¹¹² Kara, Orak, **a.g.e.**, s.51.

* Belirsizlik aralığı oluşturulmuş olmasına rağmen; Merkez Bankası'nın amacı nokta hedefe mümkün olduğunca yakın olmaktır.

¹¹³ International Monetary Fund, "Does Inflation Targeting Work In Emerging Markets?", **World Economic Outlook**, 4, Bölüm 4, s.161-186, Washington DC.Eylül 2005.

sağlanan bağımsızlık beraberinde hesap verme yükümlülüğünü getirmiştir. Başkan, Bankanın faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikası hakkında her yıl nisan ve ekim aylarında Bakanlar kuruluna rapor sunmaktadır. Ayrıca Banka, faaliyetleriyle ilgili olarak, yılda 2 defa Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu bilgilendirilmektedir. Bunların yanında Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen sürelerde ulaşamaması ya da ulaşılma olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken önlemleri hükümete, “açık mektup” aracılığıyla, yazılı olarak bildirmekte ve kamuoyuna açıklama yapmaktadır.

7. Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

Şeffaflık ilkesinin bir gereği olarak Merkez Bankası ekonomi hakkındaki görüşlerini kamuoyuna açıklamakla sorumludur. Bu doğrultuda Merkez Bankası, para politikasının enflasyon üzerindeki etkilerine ilişkin görüşlerini gerek raporlar, gerekse sunumlar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmaktadır. Söz konusu raporların başında Enflasyon Raporu gelmektedir. Ocak 2006’da üç ayda bir yayımlanan Para Politikası Raporu’nun yerine Enflasyon Raporunun yayımlanmasına başlanmıştır.

Enflasyon Raporunda, enflasyon ve genel makroekonomik gelişmeler kapsamlı olarak ele alınmakta ve gelecekte uygulanabilecek politikalara ilişkin ipuçları verilmektedir. Para Politikası Raporlarından farklı olarak Enflasyon Raporundaki en büyük yenilik, Merkez Bankası’nın enflasyon öngörülerine de yer vermesi olmuştur. Değişen ekonomik koşullar nedeniyle enflasyon tahminlerinde değişiklik olması halinde ortaya çıkan değişiklikler her yeni raporda belirtilmektedir. Enflasyon Raporlarının yayınlanmasıyla birlikte raporların genel içeriği bir basın toplantısıyla kamuoyuna açıklanmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasında Enflasyon Raporu’nun yanı sıra, Para Politikası Kurulu toplantı özetleri de iletişim

politikasının önemli araçlarından biridir. Politika kararlarının öngörülebilirliğini artırmak amacıyla 2005 yılından itibaren para politikası kararlarının hemen ardından, karar ile birlikte kararın gerekçesini özetleyen kısa bir metin yayımlanmakta, Para Politikası Kurulu'nun değerlendirmelerini ve enflasyon görünümüne yönelik duruşunu özetleyen metin ise toplantı tarihinden sonra 8 iş günü içinde, İngilizce tercümesiyle birlikte yayımlanmaktadır.*

Banka, finansal istikrara ilişkin değerlendirmelerini, şeffaflık ilkesi doğrultusunda, 2005 yılından itibaren yılda iki kez yayınlanmakta olan Finansal İstikrar Raporu ile kamuoyuna duyurmakta ve sistemdeki kırılganlıklar ve riskler konusunda uyarılarda bulunmaktadır. Ayrıca, Temmuz 2006'dan itibaren fiyat endekslerinin açıklanmasını takip eden iki iş günü içinde yayınlanan Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu ile enflasyon gelişmeleri hakkında bilgi verilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, iletişim politikası kapsamında kullanılacak bir diğer önemli araç ise, basın toplantıları ve sunumlardır. Merkez Bankası, zaman zaman enflasyon hedeflemesi rejiminin genel çerçevesini, üniversiteler ve sivil toplum örgütlerindeki sunumlar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşmaktadır.

Merkez Bankası, belirli aralıklarla yayınlanan raporların yanı sıra uyguladığı para politikasının daha iyi anlaşılabilmesi amacıyla uyguladığı politikaların nasıl oluşturulduğunu ve politikaların etkilerinin nasıl gerçekleştiğini teknik raporlar aracılığıyla anlatmaktadır. Böylece, Merkez Bankasının uyguladığı para politikasını ve öngörülerini toplumla paylaşması beklentilerin yönlendirilmesi açısından çok önemli hale gelmiştir.

* 2006 yılında, para politikası kurulu toplantı değerlendirme özetleri, 5 iş günü içinde açıklanmaktaydı. 2007 yılından itibaren bu süreç 8 iş gününe çıkarılmıştır.

8. Orta Vadeli Bakışın Yaygınlaşması

TCMB'nin uyguladığı enflasyon hedeflemesi stratejisinde hedef ufkunun 3 yıl olması, orta vadeli bir enflasyon hedeflemesinin olduğunun bir göstergesidir. Bu doğrultuda, enflasyon hedefi üzerinde geçici sapmalara yol açacak dışsal şoklara anında tepki verilmemektedir. Çünkü TCMB'nin uyguladığı politikaların enflasyon üzerindeki etkisi yaklaşık 2 yıl sürmekte ve orta vadeli hedefler gözetilmeden anında yapılan müdahaleler özellikle de reel sektör üzerinde olumsuz gelişmelere neden olmaktadır.¹¹⁴ TCMB, beklenmedik şoklar karşısında hedeften sapmalara kısa dönemde izin vermekte; ancak, orta vadedeki hedeflerin tutturulması için gerekli önlemleri almaktadır. Bu noktada önemli olan, enflasyon hedefinin tutturulamadığı zamanlarda TCMB'nin bunun nedenlerini, alınan önlemleri, tekrar hedeflenen düzeye yaklaşılacak zamanı kamuoyuna şeffaf bir şekilde açıklamasıdır.

9. Hedeflerin Değiştirilme Koşulları

TCMB, enflasyon hedefini Hükümetle birlikte belirlemektedir. Bu bağlamda, önceden açıklanan bir enflasyon hedefinin değiştirilmesi, sadece, para politikasının denetimi dışındaki unsurlardan dolayı hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar olacağının belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması halinde Hükümetle birlikte verilecek karar doğrultusunda mümkündür. Daha önce de belirttiğimiz gibi, 2008 yılının Haziran ayında Hükümet ve TCMB tarafından alınan kararla enflasyon hedefleri değiştirilmiştir.

¹¹⁴ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **2008 Yılında Para ve Kur Politikası**, 18 Aralık 2007, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

10. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Kamu Kesiminin Rolü

Hedeflenen enflasyon oranlarına ulaşabilmek için Merkez Bankasının uyguladığı para politikası tek başına yeterli değildir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde mali disiplinin sürdürülmesi ve maliye politikalarının hedeflerle tutarlı olarak yürütülmesi, rejimin başarısı açısından temel teşkil etmektedir. Uygulanan para politikasının mali disiplin tarafından da desteklenmesi gerekmektedir. Ülkemizde mali disiplin, enflasyon hedeflemesi rejiminin performansını genel olarak dört yoldan etkileyebilmektedir.¹¹⁵

- *Bekleyişler:* Mali disiplinin sürdürülerek kalitesinin daha da iyileştirilmesi, borçlanma vadelerini uzatıp risk primini ve risk primindeki oynaklıkları azaltarak para politikasının etkinliğini ve öngörülebilirliğini artırarak ve enflasyon hedeflemesi rejiminin güvenilirliğine katkıda bulunarak uzun süreli bekleyişleri olumlu etkilemektedir.
- *Fiyatlar:* Kamu kesiminin ürettiği mal ve hizmetlerin fiyatlarının enflasyon hedefleriyle uyumlu seyretmesi fiyat istikrarına ulaşılması açısından çok önemlidir.
- *Ücretler:* Kamunun, kendi çalışanlarına uyguladığı ücret politikasının enflasyonla uyumlu olması enflasyon hedefinin tutturulması için çok önemlidir.
- *Talep:* Kamunun doğrudan mal ve hizmet alımları, toplam talep üzerinde etkilidir.

¹¹⁵ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası**, Aralık 2005, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

11. Karar Alma Süreci

Para Politikası Kurulu, 2001'den itibaren aylık olarak toplanmakta ve toplantı tarihleri, şeffaflık ilkesiyle uyumlu olarak, yıllık olarak önceden kamuoyuna ilan edilmektedir. Para Politikası Kurulu, Başkan , Başkan Yardımcıları, Banka Meclisince üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkanın önerisi üzerine müşterek kararla atanacak bir üyeden oluşmaktadır. Hazine Müsteşarı veya belirleyeceği Müsteşar Yardımcısı toplantılara oy hakkı olmaksızın katılabilmektedir*. 2001 yılından 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu'nda yapılan değişiklikle, Para Politikası Kurulu "karar alıcı" konuma gelmiştir. Daha önce de belirttiğimiz gibi, TCMB'nin temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Para Politikası Kurulu faiz kararlarını almak üzere en az ayda bir defa toplanmaktadır. Toplantılar iki aşamalı olarak düzenlenmektedir. İlk aşamada, Merkez Bankası yetkilileri ve uzmanları ile Hazine Müsteşarlığı yetkililerinin katıldığı bir toplantı yapılmaktadır. İkinci aşamadaki toplantıya sadece Kurul üyeleri katılmakta ve faiz kararları bu toplantıda yapılan oylama ile belirlenmektedir. Faiz oranları belirlenirken enflasyonun orta vadede izleyeceği yol dikkate alınmakta ve enflasyonu orta vadede hedefe yaklaştıracak şekilde faiz oranları belirlenmektedir. Kurul faiz kararlarını alırken, toplam arz-talep dengesi, maliye politikası gelişmeleri, parasal göstergeler, ücret-istihdam, kamu ve özel sektör fiyat davranışları, döviz kuru, enflasyon beklentisi ve bunlar üzerinde etkisi olabilecek gelişmeleri dikkate almaktadır. Alınan faiz kararı, gerekçesiyle birlikte toplantı sonrasında aynı gün Türkçe ve İngilizce olarak bir basın duyurusu ile açıklanmakta ve Banka'nın internet sayfasında yayınlanmaktadır.

* 1 Ocak 1970 tarih, 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu, Md. 22/A

C. TÜRKİYE’NİN ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Uzun yıllar boyunca, yüksek enflasyon maliyetleri nedeniyle çok zor dönemler yaşayan Türkiye ekonomisi açısından istikrarlı ve sürdürülebilir bir fiyat istikrarının önemi çok büyüktür. Bu nedenle, uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi stratejisi önemli bir yere sahiptir. Türkiye’de enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli yapısal ve yasal değişikliklerin yapılmaya başlandığı 2001 yılında enflasyon oranının oldukça yüksek olması (yüzde 68) ve uzun yıllardır yüksek seyreden enflasyon oranı, para politikasının enflasyon beklentilerini kontrol etmesini oldukça zorlaştırmıştır. 2001 krizi sonrasındaki dönemde ekonominin genelinde yapılan yapısal değişiklikler enflasyon dinamikleri ve aktarım mekanizmasına ait belirsizlikleri artırmıştır. Böylece, TCMB’nin enflasyonu tahmin etmesi güçleşmiştir. Mali baskınlığın fazla olması, borç yükünün yüksekliği, borçlanma vadelerinin kısa olması, risk primi ve döviz kuru oynaklıklarındaki hızlı artışlar, dolarizasyonun tarihi olarak en yüksek seviyeye ulaşması ve toplam varlıklar içindeki yabancı para birimi cinsinden varlıkların payının artması gibi ekonomik sorunlar enflasyon hedeflemesine geçilmesi için gerekli ön koşulların Merkez Bankasına sağlanan bağımsızlık dışında oluşmadığını göstermiştir. Böylece enflasyon hedeflemesine geçiş için aşamalı bir süreç uygun görülmüş ve 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanması öngörülmüştür.

Örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde 2002-2005 yılları arasında yıl sonu enflasyon hedefleri açıklanmış, enflasyon ilk üç yıl üst üste belirlenen hedeflerin altında gerçekleşmiştir. Sıkı maliye ve para politikalarının tutarlı bir şekilde uygulanması ile yapısal reformların kesintisiz devamı, toplumun bir çok kesiminde programa olan güvenin artmasını sağlamıştır. İç talep yetersizliği ve kurlardaki gerilemenin, programa olan güvenin artması ile desteklenmesi sonucunda enflasyon eğilimi düşmüştür. Merkez Bankası, 2002 yılında asıl para politikası aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını sadece ve sadece fiyat istikrarı temel amacı çerçevesinde belirlemiş, yıl başında açıkladığı ilkeler çerçevesinde, gelecek dönem enflasyonuna odaklı bir politika izlemiştir. Bu dönemde, Türkiye enflasyonu düşürme konusunda

oldukça başarılı olmuş; para politikasının yanında maliye politikasının da öneminin vurgulanması ve böylece gerçekleştirilen mali reformlar sayesinde mali baskınlığın önüne geçilmesiyle faiz oranlarının etkin bir şekilde kullanılmasının önündeki engeller hafiflemiştir. Merkez Bankasının kamuya kaynak aktarmasının ortadan kaldırılması ve kamu bütçesinin şeffaflaştırılması önemli gelişmeler arasında yer almıştır. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi sürecinde maliye ve para politikaları arasında uyum sağlanmıştır.

Tablo 10: Türkiye’de Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2002-2008)

Yıl	Hedef (TÜFE %)	Tolerans Düzeyi	Alt ve Üst Limitler (%)	Gerçekleşme (TÜFE %)	Sapma (En Yakın Limitten,%)
2006	5	± 2	3-7	9,6	+37
2007	4	± 2	2-6	8,4	+40
2008	4	± 2	2-6	10,06	+77

Kaynak: TCMB

İlgili bölümlerde de belirtildiği üzere, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülke örneklerinde politika sonuçları değerlendirilirken ülkelerin belirledikleri hedefleri ne ölçüde gerçekleştirdikleri dikkate alınmıştır. Bu doğrultuda, Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk yıllarında hedefleri tutturma konusunda istenilen ölçüde başarı sağlanamamış* (Tablo 10) ve hedeflerin gerçekleşmesinin hedeflenenden daha uzun zaman alacağı belirginleşmiştir. Bunun sonucunda, enflasyon hedeflemesine geçilmesinin henüz ilk yıllarında hedeflerin değiştirilmesi gündeme gelmiştir. Durum böyle olmakla birlikte; Türkiye’nin, çalışmada yer verilen ülkelere kıyasla, enflasyon hedeflemesine yeni geçtiği ve para politikasının daha ilk yıllarında çok önemli küresel şoklarla sınıandığı hususları da dikkatlerden uzak tutulmamalıdır.

* TCMB tarafından yapılan açıklamalarda; hedeflerin tutturulamamasının, büyük ölçüde, para politikasının kontrolü dışında kalan ve bir çoğu uzun süreli olan şoklardan kaynaklandığı belirtilmiştir.

IV. BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİNDE FARKLI UYGULAMALAR

Enflasyonu düşürmeye yönelik politikaların uygulanmaya başlanmasıyla birlikte birçok ülkede enflasyon oranlarının başarılı bir şekilde düşürülmesi; enflasyon hedeflemesinin taraftarlarının artmasına ve IMF gibi uluslararası organizasyonlar ile dünya çapındaki birçok Merkez Bankasının söz konusu stratejiyi desteklemesine neden olmuştur. Para politikasının temel amacı olarak fiyat istikrarının seçilmesi, yüksek enflasyon maliyetleri nedeniyle uzun yıllar boyunca çok kötü ekonomik tecrübeler yaşamış ülkeler açısından oldukça doğal bir süreçtir. Çalışma konusu ülkelerde, enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce farklı para politikaları uygulanmış ve elde edilen sonuçlar, içinde bulunulan ekonomik durumu daha da kötüleştirmiştir. Yüksek enflasyon oranlarını düşürmenin yolunu doğrudan sorunun kendisini amaç olarak seçmekte gören ülkeler, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başlamıştır. Söz konusu politika sonucunda da enflasyon oranlarının tek haneli rakamlarda istikrara kavuşması politikanın başarısını göstermektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyonu düşürme konusundaki başarısına rağmen son yıllarda; Merkez Bankalarınca temel para politikası hedefi olarak fiyat istikrarına odaklanılması ve istihdamın artırılması, yoksulluğun azaltılması ve hızlı ekonomik büyüme sağlanması gibi amaçların tali hedef olarak görülmesi ve enflasyon hedeflemesiyle çatışmamak koşuluyla para politikasının söz konusu hedefleri desteklemesinin dünya çapında işsizliğin ve yoksulluğun artmasına ve dünya ekonomik büyüme hızının yavaşlamasına neden olduğuna dair görüşler ortaya çıkmaya başlamıştır. Merkez Bankalarının uyguladıkları para politikası ile söz konusu sorunların çözümüne de yardımcı olmaları gerektiği görüşünden hareketle, enflasyon hedeflemesine alternatif olabilecek yeni politikaların geliştirilmesine yönelik çalışmalara başlanmıştır. Yapılan çalışmalarla, aynı anda hem enflasyon hedeflemesi stratejisinin daha esnek bir yapıya kavuşturulması hem de döviz kuru istikrarının sağlanmasına çalışılarak; istihdamın

artırılması, yoksulluğun azaltılması ve daha büyük oranda ekonomik büyümenin sağlanması amaçlanmıştır. Alternatif politikalar, enflasyon hedeflemesinde çok az değişiklik yapılmasından, döviz kuruna daha fazla odaklanılmasına; enflasyon hedeflemesinde kullanılan endeksin değiştirilmesinden, Merkez Bankalarının enflasyon hedeflemesi yerine istihdam artışına odaklanmasına kadar geniş bir dağılım göstermiştir. Bu doğrultuda çalışmanın bu bölümünde, çalışmada yer verilen ülkelerin deneyimleri ve enflasyon hedeflemesine alternatif politikalar üretmeye yönelik çalışmalardan yararlanılarak para politikası uygulamalarındaki farklılıklar ele alınacaktır.

A. İMKANSIZ ÜÇLEME PROBLEMİ

Uygulanan para politikaları arasında, ekonomik büyümenin sağlanması ve işsizliğin azaltılmasına en büyük katkıyı enflasyon hedeflemesine dayanan politikaların sağladığı konusunda genel bir kanı oluşmuştur. Bunun temel nedeni; finansal serbestinin ve sermaye hareketliliğinin oldukça yüksek olduğu ekonomilerde etkili bir para politikası uygulamanın çok zor olmasıdır. Söz konusu ekonomik ortamda, istihdam artışını sağlamak amacıyla sabit döviz kuru politikasını kullanmak veya parasal büyüklük hedeflemesine dayalı bir politika izlemek para politikası açısından hedefleri tutturmayı zorlaştıracığı için, dalgalı döviz kuru politikasıyla birlikte uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi popülerite kazanmıştır.

Finansal serbestinin sağlanmasıyla birlikte ortaya çıkan imkansız üçleme problemine göre; ülkeler finansal serbesti, döviz kuru istikrarı ve bağımsız para politikası amaçlarından aynı anda sadece ikisini seçebilmektedir. Ancak, imkansız üçleme probleminin teorik açıdan kesin bir doğruluk taşımadığı; bu teorinin uygulamada para politikası yönetimini daha da zorlaştırdığı; Merkez Bankalarının üç amaçtan ikisini seçmeye zorlanmasının, oluşturulan para politikalarına sürekli bir sınırlama getirdiği

şeklinde görüşler de bulunmaktadır.¹¹⁶

İmkansız üçlemede en önemli sorun, finansal serbestinin ilk seçenek olarak kabul edilmesi; diğer bir ifadeyle veri alınmasıdır. Ancak; finansal serbestinin gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülkede önemli sorunlara neden olması, sermaye hareketlerini kontrol etmeye yönelik çeşitli tekniklerin imkansız üçlemenin sıkı kısıtlamalarından bir kaçış yolu olarak kullanılmasına neden olmuştur. İmkansızlığına rağmen, birçok ülke (özellikle Asya ülkeleri) üç seçeneğin hepsini de aynı anda yönetmektedir. Fiyat istikrarı ve sermaye hareketliliği bir seçenek olarak oluşturulmakta ve politika yapıcılar döviz kurunu sabit döviz kuru politikası uygulamışçasına yönetmektedir.¹¹⁷ Para otoritesi bir döviz kuru hedefi belirlemekte ve ülke paralarının değerlendirilmesini engellemektedir.

Çalışma konusu ülkelerden Brezilya'da, devalüasyon ve enflasyon arasındaki güçlü bir bağ bulunması, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başladığı andan itibaren BCB'nin, döviz kurları ile ilgili olarak asimetrik bir tutum sergilemesine ve de enflasyon hedeflerini tutturabilmek amacıyla ihtiyaç duyuldukça BRL'nin değerlendirilmesi yoluna başvurulmasına neden olmuştur.¹¹⁸ Bu doğrultuda, finansal serbestinin varlığı ile birlikte enflasyon hedeflemesinin uygulandığı Brezilya'da dalgalı döviz kuru politikası altında kurların da yönetildiği ve böylece imkansız üçlemenin sıkı çerçevesinden bir çıkış yolu bulunduğunu düşündürmektedir. Böylece, finansal serbesti koşulu altında, aynı anda hem fiyat istikrarı hem de döviz kuru yönetimi birlikte uygulanması söz konusu olmaktadır.

¹¹⁶ Gerald Epstein, Erinc Yeldan, **Inflation Targeting, Employment Creation and Economic Development: Assessing the Impacts and Policy Alternatives**, (Erişim) http://www.networkideas.org/feathm/oct2007/pdf/Gerald_Erinc.pdf, 11.10.2008, s.14.

¹¹⁷ Epstein, Yeldan, **a.g.e.**, s.16.

¹¹⁸ Barbosa-Filho, **a.g.e.**, s.17

B. DAHA ESNEK ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde sıkı para politikası veya sıkı döviz kuru hedeflerine göre daha esnek bir para politikası uygulanabilmekte, çalışma konusu gelişmiş ülkelerin enflasyon hedeflemesi deneyimlerinden de söz konusu esnek yapı görülebilmektedir. Söz konusu ülkelerde enflasyon oranlarının arzu edilen seviyelerde istikrara kavuşmasının ardından, fiyat istikrarı amacının yanına birtakım tali amaçlar da eklenmiş ve uygulanan enflasyon hedeflemesi daha esnek bir yapıya kavuşturulmuştur.

Yeni Zelanda Merkez Bankasının görevleri arasında fiyat istikrarının sağlanmasının yanında finansal sistemin etkinliğine ve kredibilitesine katkıda bulunulmasının da yer alması ve altıncı PTA ile çıktı düzeyinde, faiz oranlarında ve döviz kurlarında meydana gelebilecek istenmeyen dengesizliklerden kaçınmanın yollarını araması gerektiğinin belirtilmesi Yeni Zelanda'da uygulanan para politikasını daha esnek bir yapıya dönüştürmüştür.

Kanada'da enflasyon oranını düşük bir seviyede tutmanın ve fiyat istikrarının sağlanmasının uzun süreli büyüme ve istihdam artışında çok önemli yere sahip olması; para politikasının, önemli resesyonların yaşanmasına ve de işsizlik oranında artışa neden olacak enflasyonist artış ve düşüş dönemlerinin yaşanmasından kaçınmayı amaçlamasına neden olmuştur.

1 Haziran 1998 tarihinde yürürlüğe giren İngiltere Merkez Bankası Kanunu'nda, İngiltere Merkez Bankası'nın hedeflerinin fiyat istikrarının sağlanması ve bu amaca bağlı olarak Hükümetin büyüme ve istihdam hedeflerinin de içinde yer aldığı ekonomi politikalarını desteklenmesi olduğu belirtilerek, para politikasının fiyat istikrarı temel amacının yanı sıra büyüme ve istihdam tali amaçları da dahil edilmiştir. Böylece, uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi esnek bir yapıya dönüşmüştür.

İsveç Merkez Bankası'nın amaçlarının, fiyat istikrarıyla birlikte etkili ve güvenli bir ödeme sistemini sağlarken istikrarlı bir ekonomik büyümeye ve istihdam artışına da katkıda bulunmak şeklinde oluşması, Merkez Bankasının para politikası kararlarını alırken ve uygularken istikrarlı bir ekonomik büyüme için gerekli ön koşulları sağlayacak şekilde davranacağı anlamına gelmektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini başarılı bir şekilde uygulayan gelişmiş ülke örneklerinde görüldüğü üzere; sıkı bir enflasyon hedeflemesi yerine, ekonominin ihtiyacına göre fiyat istikrarı temel hedefinin yanında tali hedefler de belirlenebilmektedir. Enflasyonun kontrol edilmesi ve fiyat gelişmelerinin istikrara kavuşturulması ülkeler için çok önemli ve arzu edilir bir durum olmakla birlikte; enflasyon hedeflemesine alternatif politikalar üretmeye yönelik çalışmalarda gelişmekte olan ülkeler açısından esneklik gelişmiş ülkelere daha farklı ele alınmaktadır. Söz konusu çalışmalarda; enflasyonu yüzde 2-4 gibi düşük bir düzeyde tutmanın her zaman mümkün olmaması nedeniyle gelişmekte olan ülkelere nispeten daha az iddialı hedefler belirlenebileceğine yer verilmiştir. Söz konusu esneklik, Merkez Bankalarının taahhüt ettikleri yıllık enflasyon hedefinin yükseltilmesi, tolerans aralığının genişletilmesi ve hedefe ulaşmak için öngörülen sürenin uzatılması şeklindeki yapılacak değişikliklerle gerçekleştirilebilecektir. Bunlara ek olarak, Merkez Bankalarının sorumluluklarının içerisinde, ekonomik büyüme oranı, istihdam düzeyi ve yoksulluk üzerinde doğrudan etkiye sahip reel döviz kuru ve/veya kaynak tahsisi gibi önemli değişkenler de dahil edilmesi ve Merkez Bankalarının, çoklu hedeflerine ulaşabilmek için gerekiyorsa sermaye yönetimine yönelik tekniklerden de faydalanarak kullandıkları para politikası araçlarını artırmaları gerektiği ifade edilmiştir.¹¹⁹

¹¹⁹ Epstein, Yeldan, **a.g.e.**, s.15.

C. REKABET GÜCÜNE SAHİP İSTİKRARLI DÖVİZ KURU

İlımlı bir enflasyon hedeflemesi stratejisiyle birlikte rekabet gücüne sahip ve istikrarlı bir döviz kurunun birlikte yürütülmesi geniş destek bulan görüşlerden biridir. Söz konusu görüşün desteklenmesinin altında; özellikle gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon hedeflemesi sürdürülürken böyle bir politikanın uygulanmasıyla birlikte büyüme trendiyle uyumlu daha yüksek istihdam artışının da ortaya çıkacağı yatmaktadır. Buna ek olarak, enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanan gelişmekte olan ülkelerde kısa dönemli sermaye hareketlerinin kısıtlanması veya çeşitli tekniklerle sermayenin yönetimine gidilmesinin döviz kurlarının istenilen düzeyde tutulmasına yardımcı olacağına dair görüşler de bulunmaktadır.

Çalışma konusu gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, yurtiçi fiyat hareketleri büyük oranda yurtdışı fiyat hareketlerine ve dolayısıyla da döviz kurlarına bağlı olan ülkelerde de döviz kurunun istikrarı önemlidir. Bu nedenle enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler üzerinde yapılan çalışmalarda; Merkez Bankalarının kurlarda meydana gelecek dalgalanmaların enflasyon üzerindeki olumsuz etkisini azaltmak amacıyla gerekli görülen durumlarda yaptığı müdahalelerle döviz kuru istikrarını sağlaması gerektiği ifade edilmektedir. İstikrarlı döviz kurunun sabit döviz kuru anlamına gelmediği, ihtiyaç duyulan şeyin, spekülasyon atakları nedeniyle reel döviz kurunun çok fazla değerlenmesine izin vermeyen; ancak, klasik makroekonomik kısıtlayıcı önlemlerle döviz kurundaki değer kaybıyla mücadele eden, asimetrik kirli dalgalanan bir kur rejimi olduğu belirtilmektedir.¹²⁰ Böylece enflasyon hedeflemesi stratejisinde önemli bir değişiklik yapılmazken, kurlara yapılacak ufak müdahalelerle döviz kuru istikrarı sağlanırken istihdam ve büyüme oranı da desteklenecektir. Çalışmalarda önerildiği gibi politikalar uygulanması enflasyon hedeflemesi stratejisi doğrultusunda oluşturulan para politikalarında da farklılıkların ortaya çıkmasına neden olacaktır.

¹²⁰ Barbosa-Filho , a.g.e., s.18

D. MALİ BASKINLIK DURUMU

Kamu kesimi borçlarının yüksek olması ve bu nedenle finansman kaynaklarının çoğunun kamu kesimine aktarılması uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinden elde edilen sonuçların da farklılaşmasına neden olmaktadır. Kamuya finansman olanağı sağlamak amacıyla faiz oranlarının yükseltilmesi, kamu borç yükünün daha da ağırlaşmasına neden olurken; enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel politika aracı olarak kullanılan faiz oranlarının da etkisini zayıflatmaktadır. Sonuç olarak, enflasyonu hedeflenen düzeye getirmek amacıyla faiz oranlarının yükseltilmesi kendi kendisini etkisizleştiren bir politikaya dönüşmektedir.

Çalışma konusu ülkelerden Brezilya'da uygulanan enflasyon hedeflemesinde reel faiz oranlarının ve kamu borçlarının çok yüksek olması borçların geriye ödeyememe riskini ortaya çıkarmıştır. Kamu borçları için yapılan faiz ödemeleri, döviz kurlarındaki ve SELIC'teki değişikliklere neden olduğu için, reel faiz oranı ve ekonomik büyüme arasındaki büyük uyumsuzluk Hükümet üzerinde büyük baskı yaratmış ve yüksek faiz oranları, Merkez Bankasının bağımsızlığına gölge düşürmüştür. Brezilya'da kamu borcunun vadesinin kısa olması ve net kamu borcunun %50'den fazlasının SELIC'e endekslenmesi; temel faiz oranlarındaki artışın özel sektör alacaklılarının servetinin artması anlamına da gelmektedir. Böylece artan özel sektörün harcanabilir geliri, SELIC'i artırmakla amaçlanan deflasyonist etkiyi ortadan kaldırmaktadır.¹²¹ Diğer bir ifadeyle; faiz oranlarına bağlı fonların varlığı, toplam talebi etkilemek amacıyla Brezilya'da uygulanan para politikalarını zayıflatmaktadır. Bu nedenle, Brezilya gibi mali baskınlığın yüksek olduğu ülkelerde faiz oranlarını yükselterek enflasyonu düşürmeye yönelik uygulanan politikalar etkisiz kalmakta ve enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ve mali baskınlığın düşük olduğu ülkelere kıyasla para politikası uygulamalarını da farklılaştırmaktadır.

¹²¹ Barbosa-Filho , a.g.e., s.17

SONUÇ

Enflasyon hedeflemesi, 1990'lı yılların başlarından itibaren uygulanmaya başlayan yeni bir para politikası stratejisidir. Bu çalışmada, enflasyon hedeflemesi stratejisine gelinen döneme kadar parasal sistemdeki gelişmeler ve enflasyon hedeflemesi ana özellikleriyle anlatılmış; enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler arasından seçilen Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç, Brezilya, İsrail ve Şili'nin uyguladıkları enflasyon hedeflemesi stratejisine yer verilmiştir. Ülkemizde uygulanan enflasyon hedeflemesine de yer verilmesinin ardından, çalışma konusu ülke deneyimlerinden de yararlanılarak enflasyon hedeflemesi stratejisi doğrultusunda oluşturulan para politikalarında ortaya çıkan farklılıklar ortaya konulmuştur.

Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin başarılı olması için; Merkez Bankalarının bağımsızlığı, para politikasının temel amacının enflasyon hedefine ulaşmak olması, para politikasının şeffaflık ve hesapverebilirlik ilkeleri doğrultusunda yürütülmesi, finansal sistemin temellerinin güçlü olması, mali baskınlığın düşük olması, teknik altyapının oluşturulması ve para ile maliye politikaları arasındaki uyumun sağlanması gibi ön koşulları yerine getirilmesi gerekmektedir. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkeler, enflasyon hedeflemesine geçmeden önce bir dizi yapısal ve yasal yenilikler yapmıştır.

Enflasyon hedeflemesinin; Merkez Bankalarına bağımsızlık sağlanmasıyla birlikte para politikasının siyasi baskılardan kurtulması, şeffaflığa büyük önem verilmesi sayesinde para politikası uygulamalarının daha kolay anlaşılmasıyla birlikte politikalara olan güvenin artması ve para ve maliye politikaları arasında uyumun sağlanması gibi önemli avantajları vardır. Ancak, her para politikasında olduğu gibi; Merkez Bankalarının kontrolü dışındaki şoklardan dolayı enflasyon kontrolünde zorlukların çıkabilmesi, uygulanan para politikalarının kısa sürede sonuç vermemesi, tahminlerin tutturulamaması durumunda uygulanan politikaya güvenin azalması gibi dezavantajları da bulunmaktadır.

Çalışmadaki enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerden hiçbiri bu stratejiyi bırakıp başka bir para politikası stratejisini tercih etmemiştir. Bu açıdan bakıldığında, söz konusu stratejinin diğer stratejilere kıyasla avantajlarının daha fazla olduğu çıkarımında bulunulabilir. Ancak, söz konusu stratejinin önemli şoklarla denenmediği ve de daha yeni olması nedeniyle bu konuda erken bir kanıya varmamak gerekmektedir.

Yeni Zelanda enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ilk ülkedir. 1980'li yıllarda çift haneli rakamlara ulaşan enflasyon oranları Yeni Zelanda ekonomisinin temel sorunu haline gelmiştir. Daha önceleri uygulanan döviz kuru, parasal büyüklük hedeflemesi gibi para politikası stratejilerinden istenilen sonuçların alınamaması üzerine; önemli bir reform sürecinin ardından, para politikasının temel amacı fiyat istikrarı olan enflasyon hedeflemesi stratejisine geçilmesi kararı alınmıştır. Bu bağlamda, 1990 tarihinde enflasyon hedeflemesi stratejisinin ana hatlarını belirten RBNZ Kanunu yürürlüğe girmiştir. Böylece, enflasyon hedeflemesi stratejisine yasal dayanak sağlanmıştır. Yeni Zelanda'da enflasyon hedefleri PTA'lar aracılığıyla belirlenmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi halihazırda sekizinci PTA yürürlükte. Sekiz PTA'nın hepsinde de enflasyon hedeflemesi temel para politikası amacı olma özelliğini taşıırken, zamanla politika hedeflerinde bazı değişiklikler olmuştur. Yeni Zelanda'da enflasyon hedefleri büyük ölçüde tutturulurken; 1991,1992 ve 1998 yıllarında yaşanan resesyonlar dışında Yeni Zelanda ekonomisi, enflasyon hedeflemesine geçilmeden önceki döneme göre daha istikrarlı bir büyüme trendi yakalamış ve 1990-2007 döneminde ortalama yüzde 3'lük ekonomik büyüme gerçekleşmiştir. İşsizlik oranlarında da enflasyon hedeflemesine geçişin ilk yılları dışında olumlu bir seyir izlenmiş ve 2007 yılı itibarıyla işsizlik oranı yüzde 3,6 oranına gerilemiştir. Bu doğrultuda, Yeni Zelanda'da uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi, belirlenen hedeflere uyumlu olarak başarılı olmuştur. Başlangıçta, RBNZ'nin sadece fiyat istikrarı hedefini sağlaması beklenirken, altıncı PTA ile RBNZ'nin çıktı düzeyinde, faiz oranlarında ve döviz kurlarında meydana gelebilecek istenmeyen dengesizliklerden kaçınması gerektiği belirtilerek, fiyat istikrarı ana amacının yanına bazı tali

amaçlar da eklenmiştir. Sonuç olarak; Yeni Zelanda'da enflasyon hedeflemesi stratejisi fiilen başladığı 1990 yılından itibaren kesintisiz bir şekilde, başarılı olarak uygulanmaktadır. Ancak; uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi zamanla esnek bir yapıya kavuşturulmuştur.

Kanada, daha önce de belirtildiği gibi Şubat 1991'de enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmiş ve başlangıçta enflasyon oranlarının aşamalı olarak düşürülmesinin ardından enflasyon hedefi TÜFE'de yüzde 2 nokta hedef olarak belirlenmiştir. Kanada'da uygulanan enflasyon hedeflemesinde; istikrarlı bir ekonomik büyümenin, istihdam artışının, yaşam standartlarının iyileştirilmesinin fiyat istikrarına bağlı olduğu görüşü hakimdir. 1980'li yılların başlarında iki haneli rakamlara yükselen enflasyon oranı, enflasyon hedeflemesine geçildiği Şubat 1991'de tek haneli rakamlara gerilerken (yüzde 6,8) 1992 yılından itibaren ortalama yüzde 1,6 düzeyinde gerçekleşerek hedefle uyumlu bir trend izlemiştir. Kanada'da uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi, enflasyon hedeflemesine geçildiği yıldan itibaren yenilenerek devam etmiştir. Enflasyon hedeflemesinin gelecekte de sürdürüleceği kararının Hükümet ve Merkez Bankası'na alınmış olması, fiyat istikrarının ülke ekonomisi açısından önemini koruyacağı anlamını taşımaktadır. Enflasyon hedeflemesi döneminde ortalama yüzde 3 düzeyinde büyüyen Kanada ekonomisi, işsizlik oranları açısından da düşüş yönünde bir trend izleyerek Kanada'da uygulanan enflasyon hedeflemesinin başarısına katkıda bulunmuştur. Kanada'da enflasyon hedeflemesi stratejisi esnek bir yapıya sahiptir ve Kanada'da enflasyon oranını düşük bir seviyede tutmanın ve fiyat istikrarının sağlanmasının uzun süreli büyüme ve istihdam artışında çok önemli yere sahip olması; para politikasının, önemli resesyonların yaşanmasına ve de işsizlik oranında artışa neden olacak enflasyonist artış ve düşüş dönemlerinin yaşanmasından kaçınmayı amaçlamasına neden olmuştur.

İngiltere, çalışmadaki diğer ülkelere benzer şekilde, 1980'li yıllardaki iki haneli enflasyon rakamlarından dolayı Ekim 1992 yılında enflasyon

hedeflemesine geçmiş ve ilk enflasyon hedefini ilan etmiştir. Bazı dönemlerde enflasyon hedeflerinden çok ufak sapmalar olmasına rağmen; genellikle hedefle uyumlu bir enflasyon trendi yaşanmıştır. Enflasyon hedeflemesinden önceki döneme kıyasla, enflasyon rakamları tek haneli rakamlara gerilerken, enflasyon oranlarındaki oynaklık da kaybolmuştur. Enflasyon hedeflemesine geçildiği yıldan itibaren azalış trendine giren işsizlik oranlarının yanında istikrarlı bir seyir izleyen ve ortalama yüzde 2,8 şeklinde gerçekleşen büyüme oranları, enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı olarak değerlendirilmesine katkıda bulunmuştur. Fiyat istikrarının sağlanmasıyla birlikte İngiltere’de de para politikasının temel amacının yanına bazı tali amaçlar getirilerek uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi stratejisine esneklik kazandırılmıştır.

İsveç, enflasyon hedeflemesine geçen ülkelerin deneyimlerinden de faydalanarak 1993 yılında TÜFE’de yüzde 2’lik enflasyon hedefini ilan edilmiştir. İsveç’te enflasyon hedeflemesi döneminde istikrarlı ve hedefle uyumlu bir seyir izleyen enflasyon oranları sadece 1999 ve 2005 yıllarında tolerans aralığının altında gerçekleşirken, diğer dönemlerdeki gelişmeler söz konusu aralık (yüzde 1-3) içerisinde yer alarak enflasyon hedefleri tutturulmuştur. İsveç’te enflasyon oranları, hiçbir dönemde enflasyon hedeflemesinden önceki dönemde olduğu gibi yüksek seviyelere yükselmemiştir. Çalışmadaki diğer ülkelerde olduğu gibi, İsveç ekonomisi de enflasyon hedeflemesi boyunca ortalama yüzde 3 oranına büyürken, işsizlik oranlarındaki artış uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısına gölge düşürmüştür. Riksbank’ın fiyat istikrarı temel hedefini sağlarken, ekonomik büyümeye ve istihdam artışına katkıda bulunması amaçlanmış, böylece fiyat istikrarının sağlanmasıyla yeni amaçlar da belirlemiştir.

Gelişmekte olan ülke örneklerinden de hiçbiri enflasyon hedeflemesi stratejisini terk etmemiş, enflasyon hedeflemesine geçilen yıllardan itibaren hedefler yenilenerek sürdürülmüştür. Ancak; bu ülkelerdeki durum gelişmiş ülkelere biraz daha farklı olmuştur. Ekonomilerinin küçük olması, döviz kurlarının ülkedeki fiyat davranışları üzerinde önemli etkiye sahip olması,

ekonomilerinin önemli ölçüde ekonomik büyümeye ihtiyaç duyması ve mali baskınlığın yüksek olması bu ülkelerde uygulanan enflasyon hedeflemesinin şekillenmesinde önemli etkileye sahip olmuştur. Brezilya, İsrail ve Şili’de enflasyon hedeflemesi stratejisinden önceki dönemlere kıyasla enflasyon oranlarında önemli düşüşler sağlanırken, dönem dönem (özellikle İsrail’de) hedeflerden sapmalar yaşanmıştır.

Çalışma konusu gelişmiş ülkelerde oldukça başarılı olan enflasyon hedeflemesi stratejisinin, zamanla fiyat istikrarı hedefinin yanında tali amaçlar getirilerek esnetildiği görülmektedir. Gelişmekte olan ülkeler açısından durum değerlendirildiğinde, uygulanan politikalar daha farklı olmuştur. Gelişmekte olan ülke ekonomilerinin döviz kuru hareketlerinden önemli oranda etkilenmesi istikrarlı ve rekabet gücüne sahip döviz kuru politikasının önemini artırmış, mali baskınlık uygulanan para politikasının etkinliğinde belirleyici olmuş ve finansal serbesti durumunda, bazı ülkelerin fiyat istikrarıyla birlikte döviz kurunu yönetmesi imkansız üçleme teorisinin pratikte aşılabildiğinin de bir göstergesi olmuştur.

Fiyat istikrarı bütün ülkeler için büyük öneme sahiptir. Bu nedenle, çalışmadaki ülkelerin hiçbiri enflasyon hedeflemesinden vazgeçmemiştir; ancak, uygulanan stratejiler farklılık göstermiştir. Bu farklılık gelişmekte olan ülkelerde daha belirgindir. Sonuç olarak, ülkelerin sahip olduğu koşullar uygulanan politikaları şekillendirmiştir.

KAYNAKÇA

AGRAWAL, Amol; "I am Possible Trinity?" **IDBI**, Economic Research, 10 October 2007. (Erişim) <http://amol.agr.googlepages.com/IampossibleTrinity.pdf>. 20.10.2008.

AKYAZI, Haydar; **Enflasyon Hedeflemesi Ülke Deneyimleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği**, 1. baskı, Ankara, Seçkin Yayıncılık San. ve Tic. A.Ş., 2004.

ALLEN, William A.; "Inflation Targeting in the United Kingdom (1992-2000)" **Inflation Targeting Experiences**, TCMB, 2000.

ALESINA, Alberto, SUMMERS, Lawrence H.; "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", **Journal of Money, Credit and Banking**, vol. 25 (May), 1993, s.151-162.

AMMER, John; FREEMAN, Richard; "Inflation Targeting in the 1990's: The Experiences of New Zealand, Canada and The United Kingdom", **International Finance Discussion Papers**, Board of Governors of the Federal Reserve System, Number:473, 1994.

ARCHER, David J.; **Inflation Targeting in New Zealand**, (Erişim) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/archer.htm>, 24.07.2007.

Bank of Canada, **Inflation-Control Target**, (Erişim) <http://www.bankbanquecanada.ca/en/backgrounders/bg-i3.html>, 01.08.2008.

Bank of Canada, **Inflation-Control Target: Definitions and Notes**, (Erişim) <http://www.bank-banque-canada.ca/en/graphs/notes-1-target-strategy.html>, 01.08.2008.

Bank of Canada, **Monetary Policy Report, May 1995**, (Erişim) http://www.bank-banque-canada.ca/en/mpr/pdf/mpr_apr_1995.pdf, 01.08.2008.

Bank of Canada, **Monetary Policy Report, November 1998**, (Erişim) http://www.bank-banque-canada.ca/en/mpr/pdf/mpr_nov_1998.pdf, 01.08.2008.

Bank of Canada, **Monetary Policy Report, November 2000**, (Erişim) http://www.bank-banque-canada.ca/en/mpr/pdf/mpr_nov_2000.pdf, 01.08.2008.

Bank of Canada, **Monetary Policy Report, November 2001**, (Erişim) <http://www.bank-banque-canada.ca/en/mpr/mprsumnov01.html>, 01.08.2008.

Bank of Canada, **Monetary Policy Report, October 2002**, (Erişim) <http://www.bank-banque-canada.ca/en/mpr/mprsumoct02.html>, 01.08.2008.

Bank of Canada, **Monetary Policy Report, October 2003**, (Erişim) <http://www.bank-banque-canada.ca/en/mpr/mprsumoct03.html>, 01.08.2008.

Bank of Canada, **Monetary Policy Report, October 2004**, (Erişim) <http://www.bank-banque-canada.ca/en/mpr/mprsumoct04.html>, 01.08.2008.

Bank of Canada, **Monetary Policy Report, October 2005**, (Erişim) <http://www.bank-banque-canada.ca/en/mpr/mprsumoct05.html>, 01.08.2008.

Bank of Canada, **Monetary Policy Report, January 2008**, (Erişim) <http://www.bank-banque-canada.ca/en/mpr/pdf/update240108.pdf>, 01.08.2008.

Bank of England, **Annual Report, 2008**, (Erişim), <http://www.bankofengland.co.uk/publications/annualreport/2008/review2007-08.pdf>, 18.08.2008.

Bank of England **Inflation Report, November 1997**, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir97nov.pdf>, 18.08.2008.

Bank of England **Inflation Report, November 1998**, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir98nov.pdf>, 18.08.2008.

Bank of England **Inflation Report, November 1999**, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir99nov.pdf>, 18.08.2008.

Bank of England, **Inflation Report, November 2000**, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir00nov.pdf>, 18.08.2008.

Bank of England, **Inflation Report, November 2001**, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir01nov.pdf>, 18.08.2008.

Bank of England, **Inflation Report, November 2002**, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir02nov.pdf>, 18.08.2008.

Bank of England, **Inflation Report, November 2003**, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir03nov.pdf>, 18.08.2008.

Bank of England, **Inflation Report, November 2004**, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir04nov.pdf>, 18.08.2008.

Bank of England, **Inflation Report, November 2005**, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir05nov.pdf>, 18.08.2008.

Bank of England, **Inflation Report, November 2006**, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir06nov.pdf>, 18.08.2008.

Bank of England, **Inflation Report, August 2008**, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/inflationreport/ir08aug.pdf>, 18.08.2008.

Bank of Israel, **Inflation Targetting Revisited**, August 2007 (Erişim) <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/papers/paper13e.pdf>, 06.10.2008.

BARBOSA-FILHO, Nelson H.; **Inflation Targeting in Brazil: Is There An Alternative?**, September 2006, (Erişim) http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/inflation/barbosa_paper6.pdf, 24.04.2008.

CALVO, Guillermo A., TALVÍ, Ernesto; "Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile", **NBER Working Paper Series**, w11153, February 2005, (Erişim) <http://www.nber.org/papers/w11153>, 11.03.2008.

CORBO, Vittorio; **Chilean Reform Experience**, September 21, 2006, (Erişim) <http://www.bcentral.cl/eng/policies/presentations/board-members/pdf/2006/vcl21092006.pdf>, 21.11.2008.

CORBO, Vittorio; **Monetary Policy and Central Bank Independence in Emerging Economies: The Case of Chile, Central Bank of Chile**, November 2005, (Erişim) <http://www.bcentral.cl/eng/policies/presentations/board-members/pdf/2005/vcl14112005.pdf>, 10.09.2008.

DEMİRHAN, Erdal; **Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul, Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, 2002.

DOĞRUEL, Fatma, DOĞRUEL A. Suut; **Türkiye Enflasyonunun Tarihi**, TCMB ve Türkiye Ekonomik ve Toplumsal Tarih Vakfı, 2005.

DURUSOY, Serap; **Finansal Liberalleşmenin Sorgulanmasının Nedenleri** (Erişim) <http://www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/TanitimKoordinasyonDb/finans.doc>, 08.11.2008.

EPSTEIN, Gerald, YELDAN, Erinç; **Inflation Targeting, Employment Creation and Economic Development: Assessing the Impacts and Policy Alternatives**, (Erişim) http://www.networkideas.org/feathm/oct2007/pdf/Gerald_Erinc.pdf, 11.10.2008.

ERÇEL, Gazi; **Türkiye’de Merkez Bankacılığı**, 1999, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1999/bulgmb1.html>, 08.11.2008.

ERÇEL, Gazi; **2000 Yılı İstikrar Programının İlk Sonuçlarının Değerlendirilmesi**, Basın Duyurusu, 3 Şubat 2000. (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/DUY20003.html>, 18.11.2008.

FRANKEL J. A.; "No Single Currency Regime Is Right For All Countries or at All Times", **NBER Working Papers**, No:7338, 1999, s. 3. (Erişim) <http://www.nber.org/papers/w7338>, 05.11.2008.

HAZIROLAN, Ufuk; **Inflation Targeting: Japanese Case and Prospects for Turkey**, Ankara, Hazine Müsteşarlığı Yayınları, 1999.

International Monetary Fund, "Does Inflation Targeting Work In Emerging Markets?", **World Economic Outlook**, 4, Bölüm 4, s.161-186, Washington DC., Eylül 2005.

GREENSPAN, Alan; "Opening Remarks", **Achieving Price Stability: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City**, Canada, Books for Business, 2001, s.1-5.

KARA, Hakan, ORAK Musa; **Enflasyon Hedeflemesi**, İstanbul, Ekonomik Tartışmalar Konferansı, Ekim 2008.

KING, Mervyn; Governor of The Bank of England, **Speech**, The Annual Birmingham Forward/Cbi Business Luncheon, 20 Ocak 2004, (Erişim) <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2004/speech211.pdf>, 18.08.2008.

KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C.; "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", **Journal of Political Economy**, vol.85 (June), 1977, s. 473-492.

LEIDERMAN Leonardo; BAR-OR Hadas; "Monetary Policy Rules and Transmission Mechanisms Under Inflation Targeting in Israel", **Bank of Israel**, 14 January 2000.

LIVIATAN, Nissan; **Fiscal Dominance and Monetary Dominance in the Israeli Monetary Experience**, Bank of Israel, Research Department, Discussion Paper No.2003.17, November 2003, s.1. (Erişim) <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/mehkar/papers/dp0317e.pdf>, 05.11.2008.

MCCALLUM, BENNETT, T.; "Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Setting for the United States, The United Kingdom, and Japan", **Economic Quarterly of The Federal Reserve Bank of Richmond**, 2000, (Erişim) <http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/targets/mccall.pdf>, 15.04.2007.

MISHKIN, Frederic S.; "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", **National Bureau of Economic Research Working Paper**, No: 7618, 2000. (Erişim) <http://www.nber.org/paper/w7618>.

MISHKIN, Frederic S.; "Will Monetary Policy Become More of a Science?" **Finance and Economic Discussion Series Devision of Research &**

Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2007-44.

MISHKIN, Frederic S.; POSEN Adam S.; "Inflation Targeting: Lessons From Countries", **FRBNY Economic Policy Review**, Vol.3, No:3, August 1997.

OKTAR, Suat; **Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenirliği ve Fiyat İstikrarı**, 1. baskı, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1998.

ORAK Musa; "TCMB'nin Kuruluşundan Günümüze Para Politikaları Uygulamaları", **TCMB Lira Dergisi**, Ekim 2006.

PÉTURSSON, Thórarinn G.; "Exchange Rate or Inflation Targetting in Monetary Policy", **Monetary Bulletin**, 2000/1, The Bank of Israel, s. 36-45.

SARACOĞLU, Rüşdü; **1990 Yılına Girerken Türk Ekonomisi**, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

SEYİDOĞLU, Halil; **Uluslararası İktisat**, 14. Baskı, Güzem Yayınları, İstanbul, 2001

SEYİDOĞLU, Halil; "Uluslararası Mali Krizler, IMF Politikaları, Az Gelişmiş Ülkeler, Türkiye ve Dönüşüm Ülkeleri", **Doğuş Üniversitesi Dergisi**, 4 (2) 2003, s.141-156.

Sveriges Riksbank, **Annual Report, 1997**, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/ars97eng.pdf, 10.08.2008.

Sveriges Riksbank, **Annual Report, 1998**, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/ars98eng.pdf, 20.08.2008.

Sveriges Riksbank, **Annual Report, 1999**, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/ars99eng.pdf, 20.08.2008.

Sveriges Riksbank, **Annual Report, 2000**, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/ars2000eng.pdf, 20.08.2008.

Sveriges Riksbank, **Annual Report, 2001**, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/ars2001eng.pdf, 20.08.2008.

Sveriges Riksbank, **Annual Report, 2002**, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/ars2002eng.pdf, 20.08.2008.

Sveriges Riksbank, **Annual Report, 2003**, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/ars2003eng.pdf, 20.08.2008.

Sveriges Riksbank, **Annual Report, 2004**, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/ars2004eng.pdf, 20.08.2008.

Sveriges Riksbank, **Annual Report, 2005**, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/ars2005eng.pdf, 20.08.2008.

Sveriges Riksbank, **Annual Report, 2006**, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/ars2006eng.pdf, 20.08.2008.

Sveriges Riksbank, **Annual Report, 2007**, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Rapporter/ars2007eng.pdf, 20.08.2008.

Sveriges Riksbank, **The Riksbank's Target for Monetary Policy**, (Erişim) http://www.riksbank.com/upload/Dokumentriksbank/Kat_publicerat/Pressmeddelanden/930115e.pdf, 20.08.2008.

The Reserve Bank of New Zealand, **Policy Targets Agreement**, (Erişim) <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/pta/3027620.html>, 23.07.2008.

The Reserve Bank of New Zealand, **Policy Targets Agreement (Dec 1990)**, (Erişim) <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/pta/0073108.html>, 23.07.2008

The Reserve Bank of New Zealand, **Policy Targets Agreement 2007**, (Erişim) <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/pta/3027620.html>, 23.07.2008.

TOKGÖZ, Erdinç; "Türkiye İktisadi Gelişme Tarihinin Ana Çizgileri (1923-2000)", **Türkiye Ekonomisi: Sektörel Analiz**, Ankara, Türkiye Ekonomi Kurumu, 2001.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Dünden Bugüne Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası**, Ankara, 2008.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, Ankara, 2006.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Raporu, 2007-I**, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Raporu, 2008-I**, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Raporu, 2008-IV**, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Hedeflemesi Rejminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası**, Aralık 2005, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu, Kasım 2001**, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu, Nisan 2002**, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu, 2003-I**, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu, 2004-I**, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu, 2004-IV**, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Para Politikası Raporu, 2006-I**, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Yıllık Rapor, 1996**, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

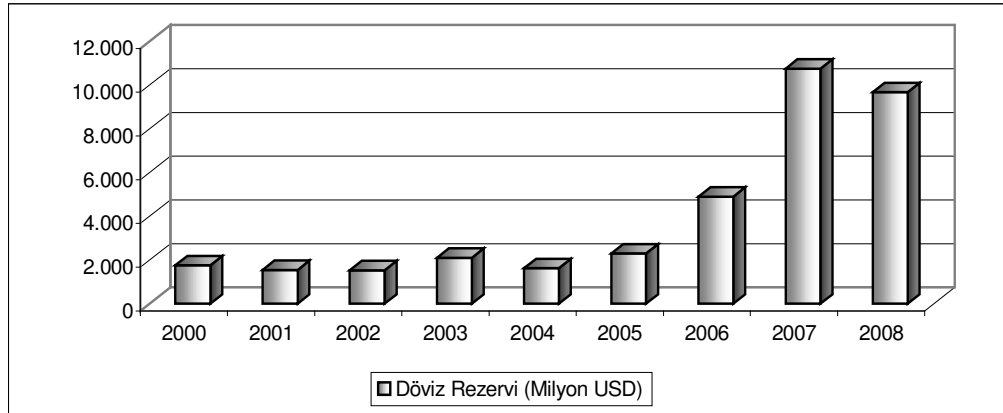
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi**, 3 Ocak 2003, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **2008 Yılında Para ve Kur Politikası**, 18 Aralık 2007, (Erişim) <http://www.tcmb.gov.tr>, 18.11.2008.

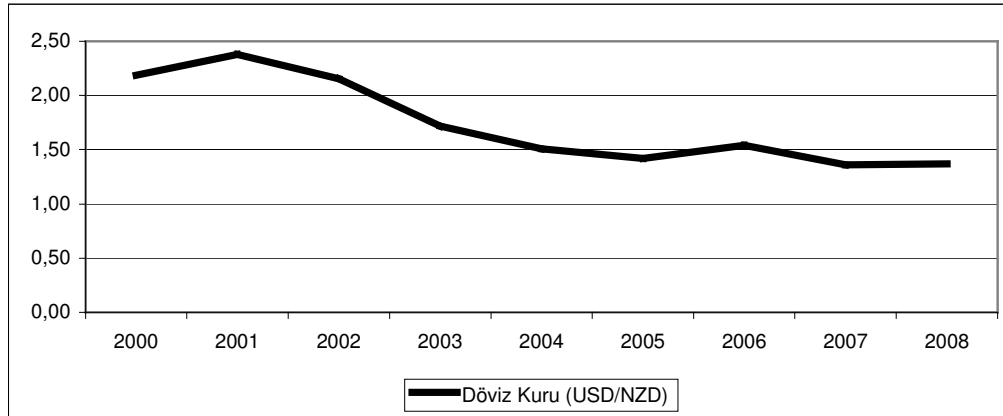
EKLER

- Ek 1: Döviz Rezervi (Yeni Zelanda, 2000-2008)
- Ek 2: Döviz Kuru (Yeni Zelanda, 2000-2008)
- Ek 3: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (Yeni Zelanda, 2000-2008)
- Ek 4: Sermaye Hesabı (Net) (Yeni Zelanda, 2000-2008)
- Ek 5: Politika Faiz Oranı (Yeni Zelanda, 2000-2008)
- Ek 6: Döviz Rezervi (Kanada, 2000-2008)
- Ek 7: Döviz Kuru (Kanada, 2000-2008)
- Ek 8: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (Kanada, 2000-2008)
- Ek 9: Sermaye Hesabı (Net) (Kanada, 2000-2008)
- Ek 10: Politika Faiz Oranı (Kanada, 2000-2008)
- Ek 11: Tasarruf/GSYİH Oranı (Kanada, 2000-2008)
- Ek 12: Döviz Rezervi (İngiltere, 2000-2008)
- Ek 13: Döviz Kuru (İngiltere, 2000-2008)
- Ek 14: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (İngiltere, 2000-2008)
- Ek 15: Sermaye Hesabı (Net) (İngiltere, 2000-2008)
- Ek 16: Politika Faiz Oranı (İngiltere, 2000-2008)
- Ek 17: Tasarruf/GSYİH Oranı (İngiltere, 2000-2008)
- Ek 18: Döviz Rezervi (İsveç, 2000-2008)
- Ek 19: Döviz Kuru (İsveç, 2000-2008)
- Ek 20: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (İsveç, 2000-2008)
- Ek 21: Sermaye Hesabı (Net) (İsveç, 2000-2008)
- Ek 22: Politika Faiz Oranı (İsveç, 2000-2008)
- Ek 23: Döviz Rezervi (Brezilya, 2000-2008)
- Ek 24: Döviz Kuru (Brezilya, 2000-2008)
- Ek 25: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (Brezilya, 2000-2008)
- Ek 26: Sermaye Hesabı (Net) (Brezilya, 2000-2008)
- Ek 27: Politika Faiz Oranı (Brezilya, 2000-2008)
- Ek 28: Tasarruf/GSYİH Oranı (Brezilya, 2000-2008)
- Ek 29: Büyüme Oranı (Brezilya, 2000-2008)
- Ek 30: Döviz Rezervi (İsrail, 2000-2008)
- Ek 31: Döviz Kuru (İsrail, 2000-2008)

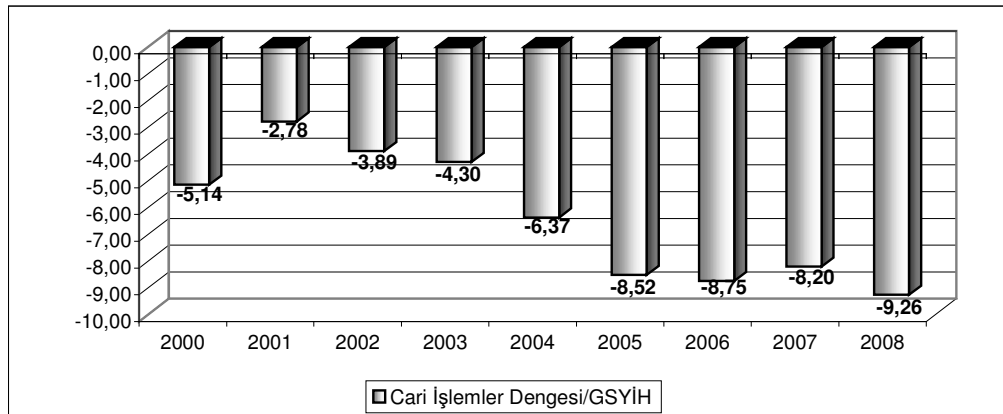
- Ek 32: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (İsrail, 2000-2008)
- Ek 33: Sermaye Hesabı (Net) (İsrail, 2000-2008)
- Ek 34: Politika Faiz Oranı (İsrail, 2000-2008)
- Ek 35: Büyüme Oranı (İsrail, 2000-2008)
- Ek 36: Döviz Rezervi (Şili, 2000-2008)
- Ek 37: Döviz Kuru (Şili, 2000-2008)
- Ek 38: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (Şili, 2000-2008)
- Ek 39: Politika Faiz Oranı (Şili, 2000-2008)
- Ek 40: Büyüme Oranı (Şili, 2000-2008)
- Ek 41: Enflasyon Hedeflemesinin Uygulamasına İlişkin Genel Çerçeve

Ek 1: Döviz Rezervi (Yeni Zelanda, 2000-2008)

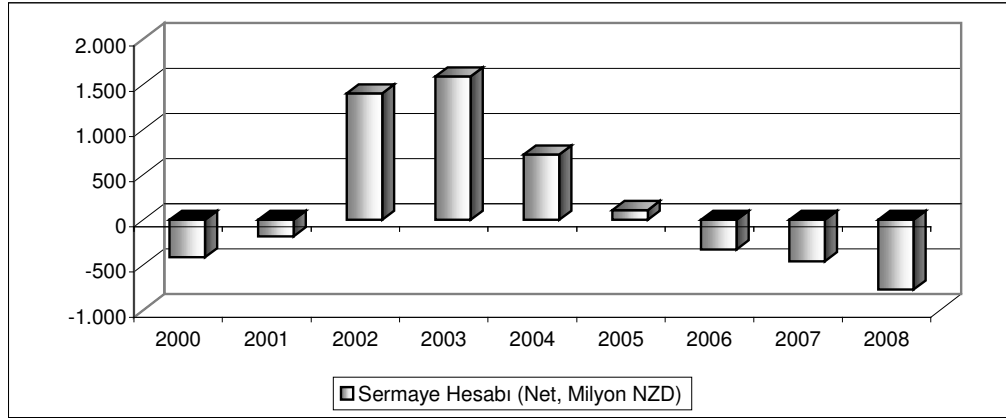
Kaynak: The Reserve Bank of New Zealand

Ek 2: Döviz Kuru (Yeni Zelanda, 2000-2008)

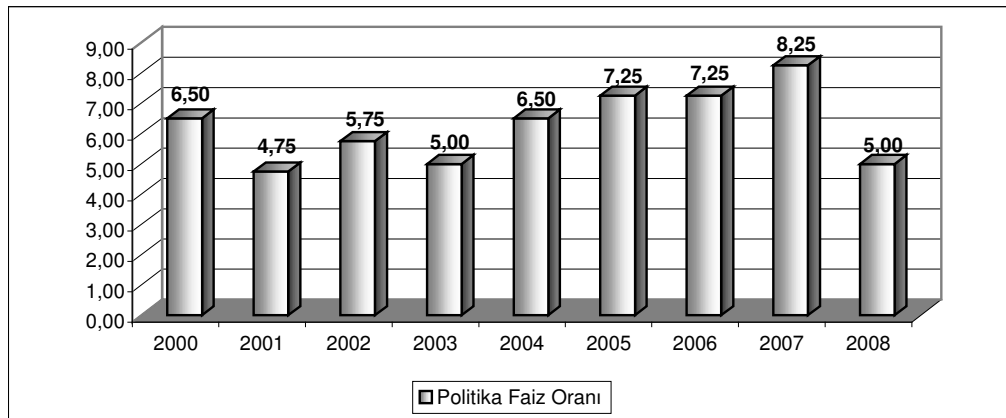
Kaynak: The Reserve Bank of New Zealand

Ek 3: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (Yeni Zelanda, 2000-2008)

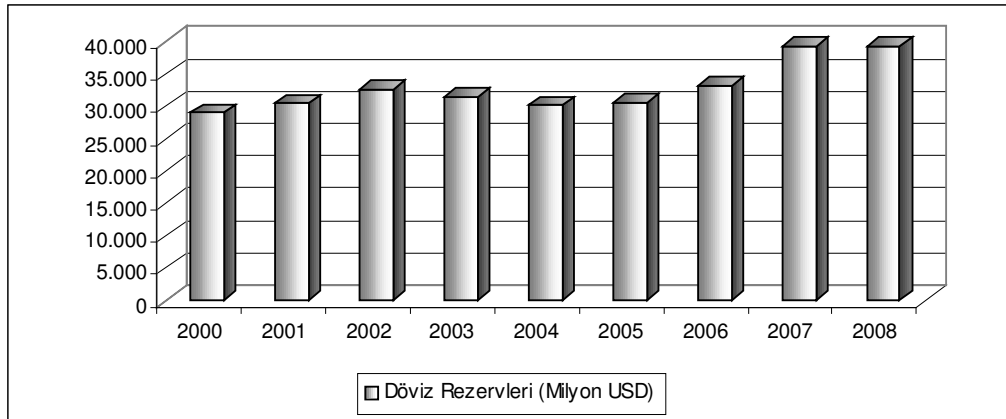
Kaynak: The Reserve Bank of New Zealand

Ek 4: Sermaye Hesabı (Net) (Yeni Zelanda, 2000-2008)

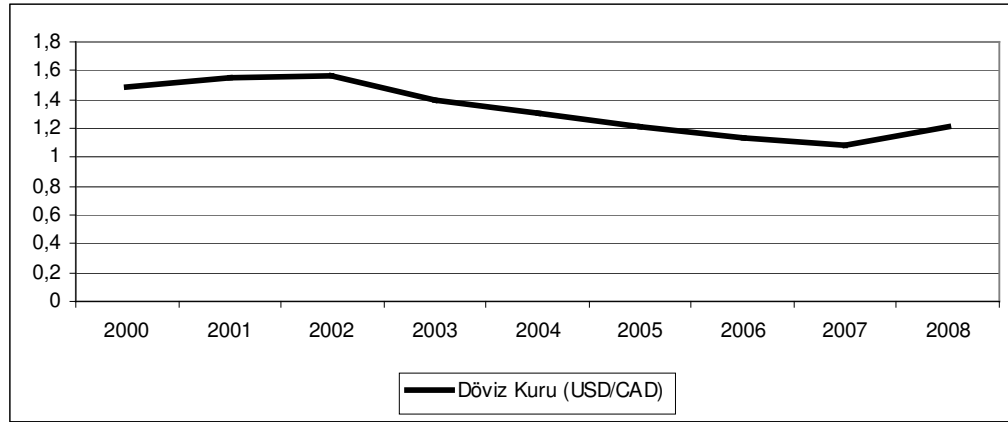
Kaynak: Statistics New Zealand

Ek 5: Politika Faiz Oranı (Yeni Zelanda, 2000-2008)

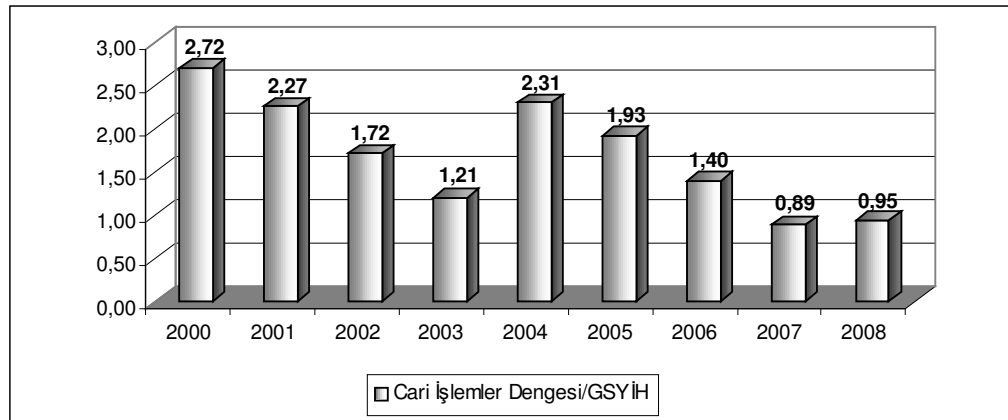
Kaynak: The Reserve Bank of New Zealand

Ek 6: Döviz Rezervi (Kanada, 2000-2008)

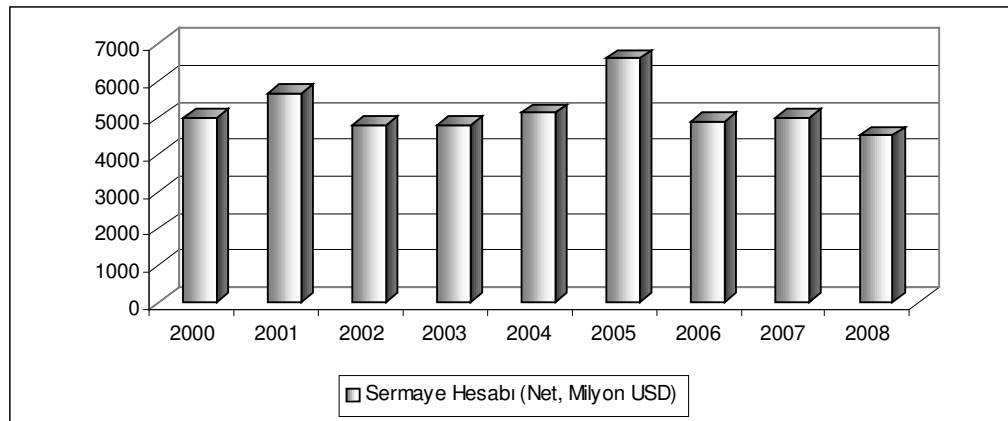
Kaynak: Bank of Canada

Ek 7: Döviz Kuru (Kanada, 2000-2008)

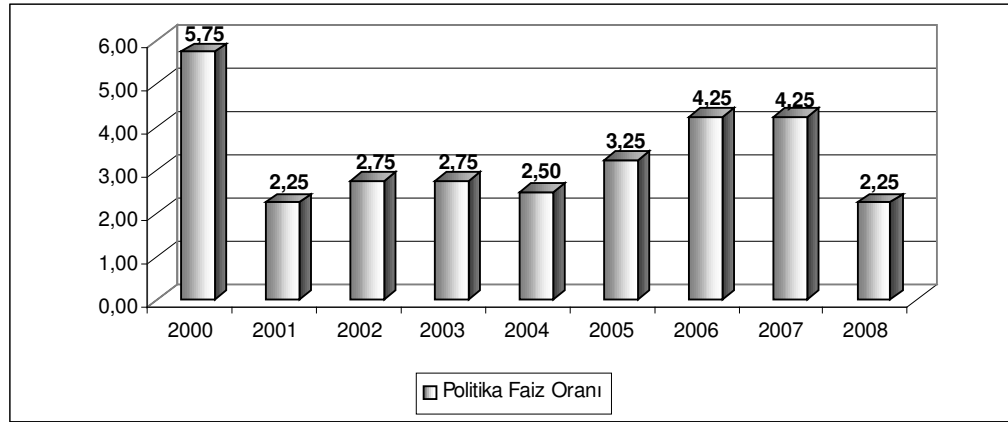
Kaynak: Bank of Canada

Ek 8: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (Kanada, 2000-2008)

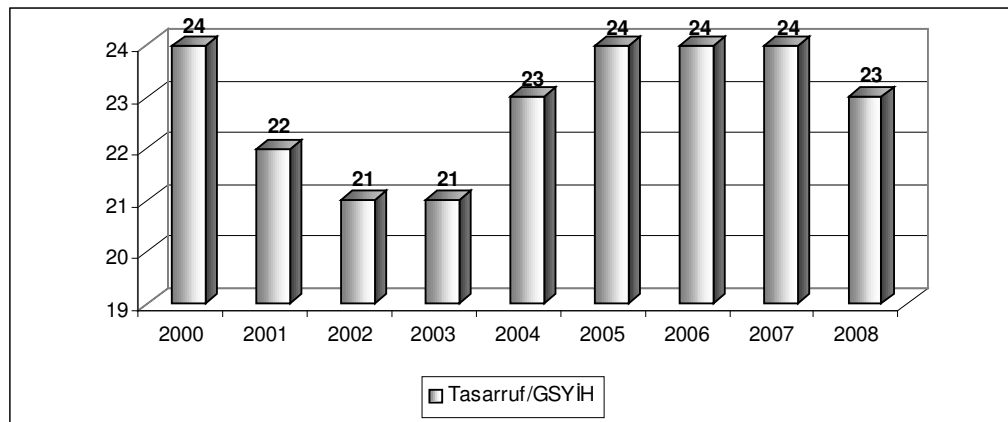
Kaynak: Statistics Canada

Ek 9: Sermaye Hesabı (Net) (Kanada, 2000-2008)

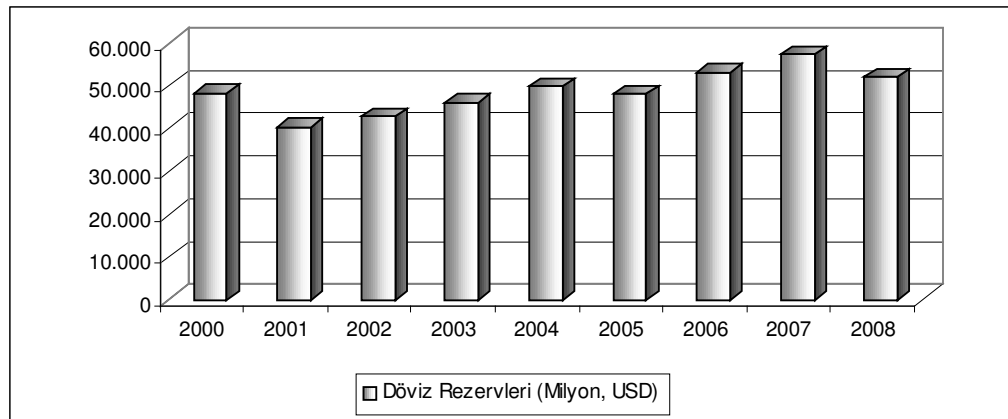
Kaynak: Statistics Canada

Ek 10: Politika Faiz Oranı (Kanada, 2000-2008)

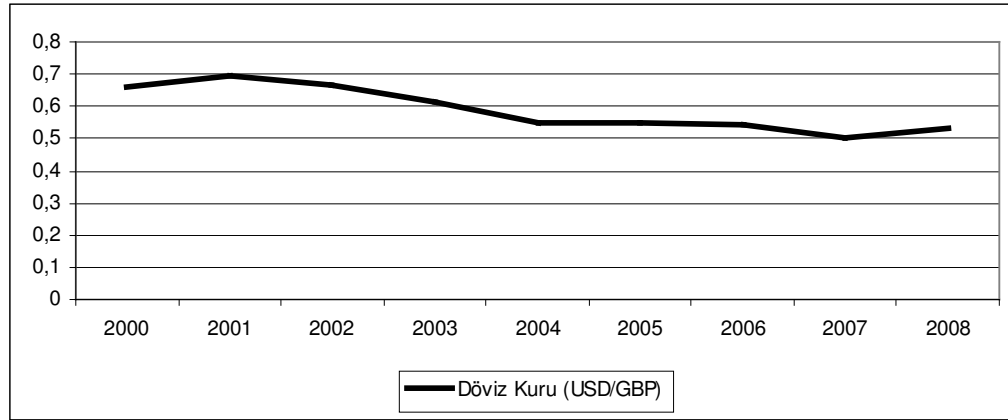
Kaynak: Statistics Canada

Ek 11: Tasarruf/GSYİH Oranı (Kanada, 2000-2008)

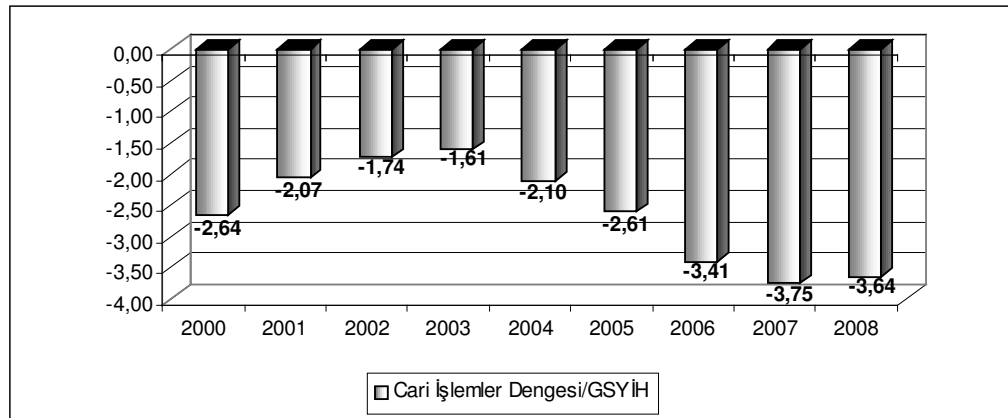
Kaynak: Statistics Canada

Ek 12: Döviz Rezervi (İngiltere, 2000-2008)

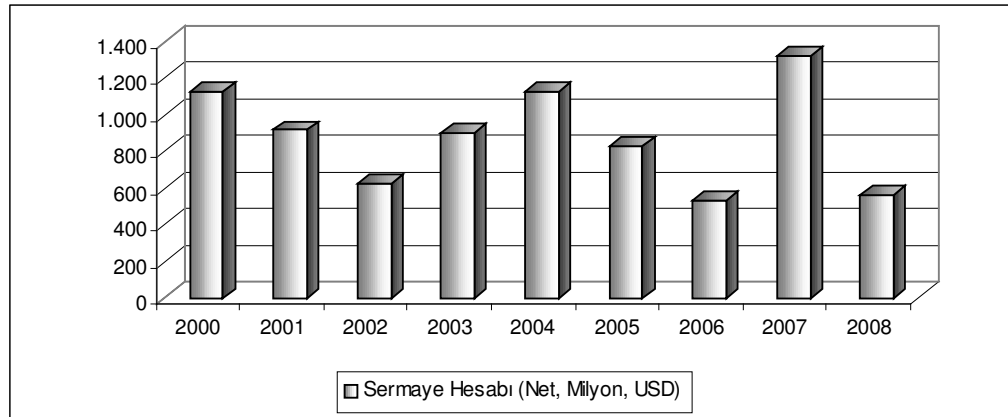
Kaynak: Bank of England

Ek 13: Döviz Kuru (İngiltere, 2000-2008)

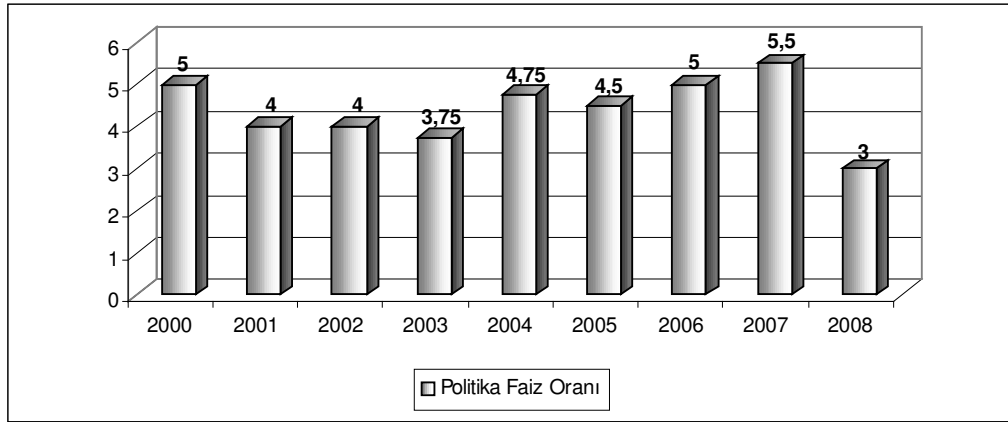
Kaynak: Bank of England

Ek 14: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (İngiltere, 2000-2008)

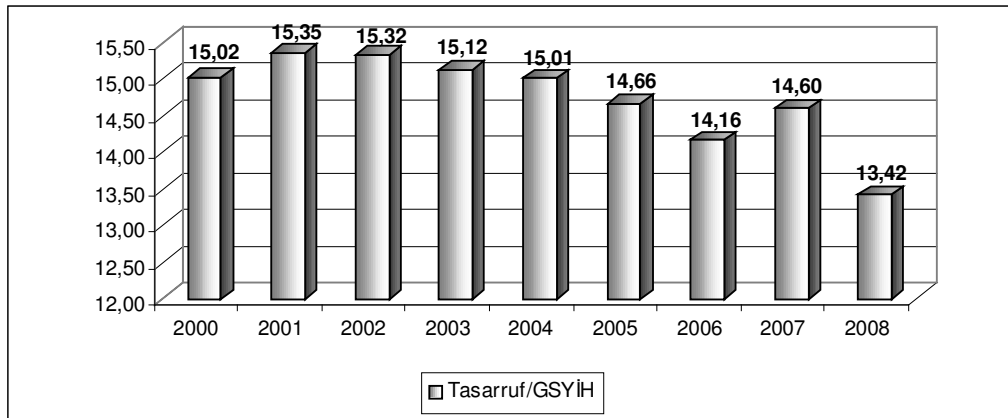
Kaynak: National Statistics

Ek 15: Sermaye Hesabı (Net) (İngiltere, 2000-2008)

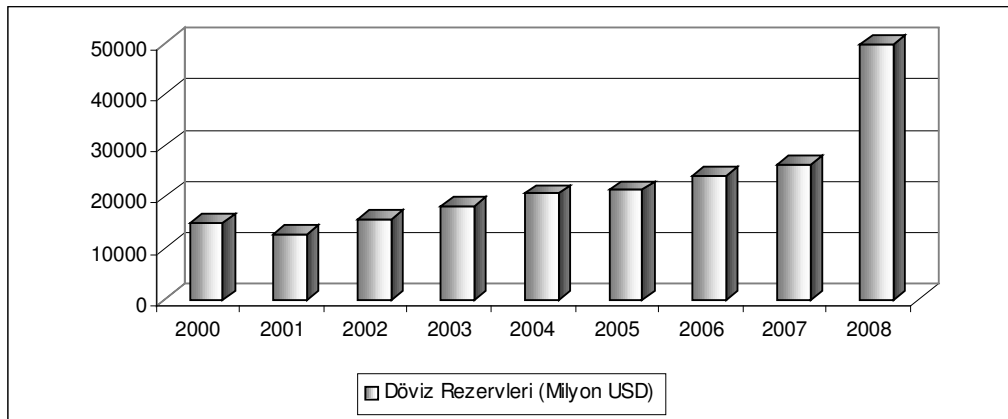
Kaynak: National Statistics

Ek 16: Politika Faiz Oranı (İngiltere, 2000-2008)

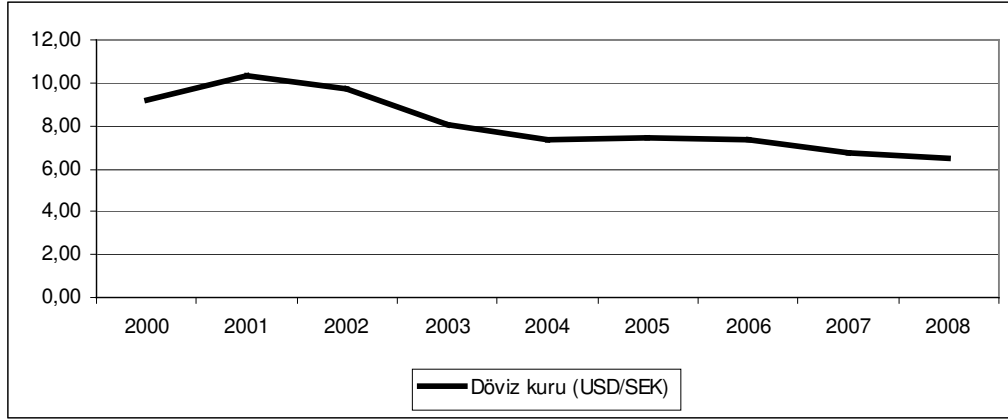
Kaynak: Bank of England

Ek 17: Tasarruf/GSYİH Oranı (İngiltere, 2000-2008)

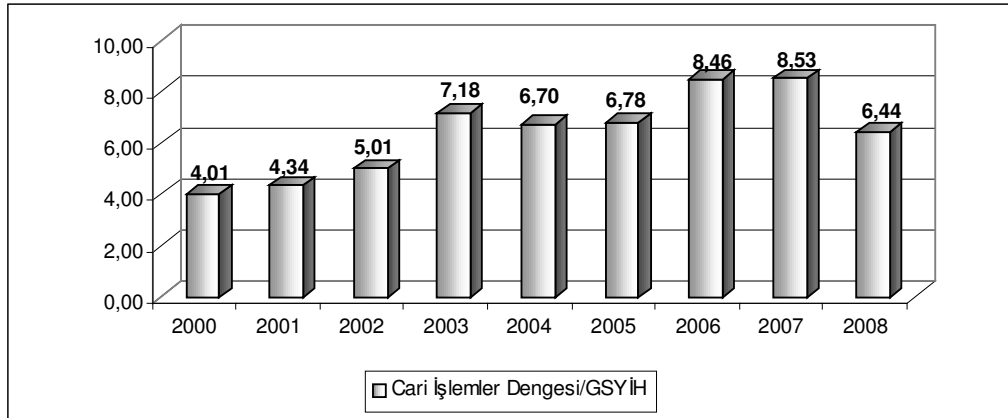
Kaynak: National Statistics

Ek 18: Döviz Rezervi (İsveç, 2000-2008)

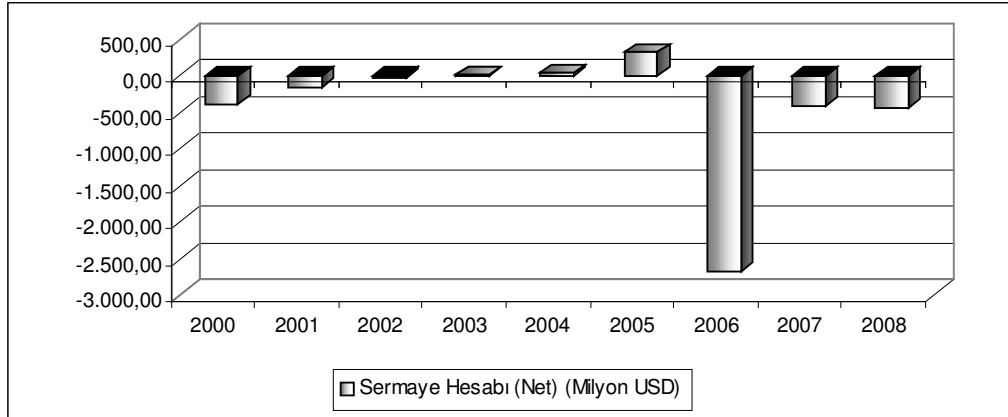
Kaynak: Sveriges Riksbank

Ek 19: Döviz Kuru (İsveç, 2000-2008)

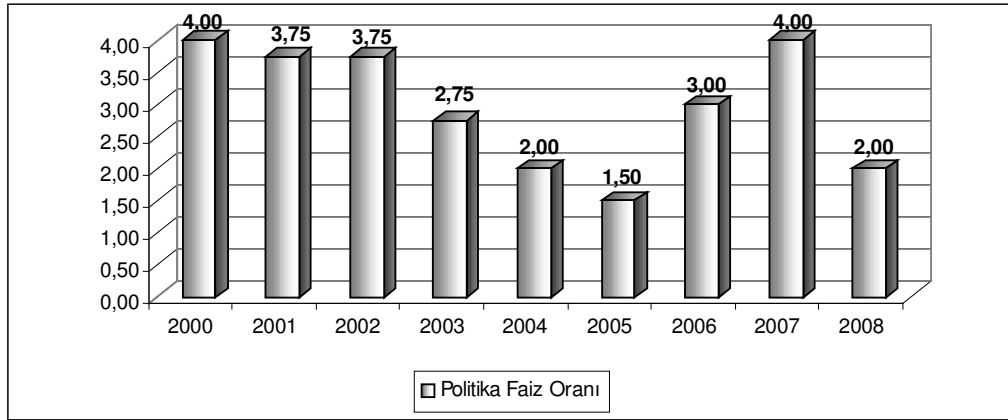
Kaynak: Sveriges Riksbank

Ek 20: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (İsveç, 2000-2008)

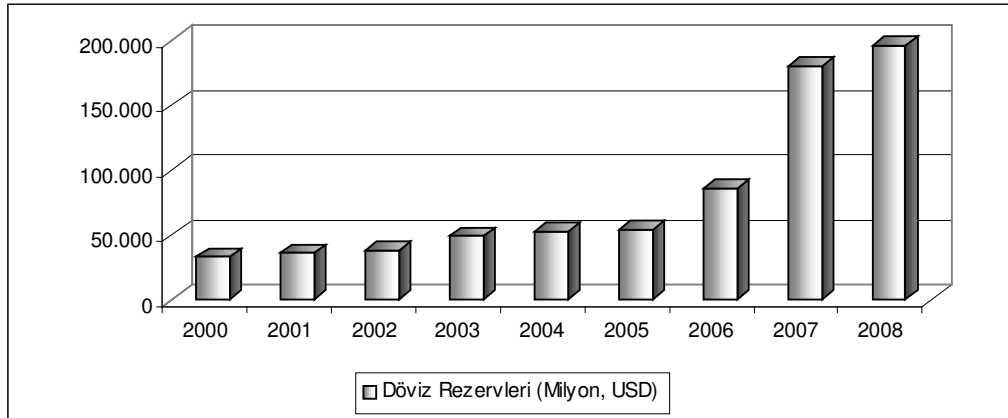
Kaynak: Sveriges Riksbank

Ek 21: Sermaye Hesabı (Net) (İsveç, 2000-2008)

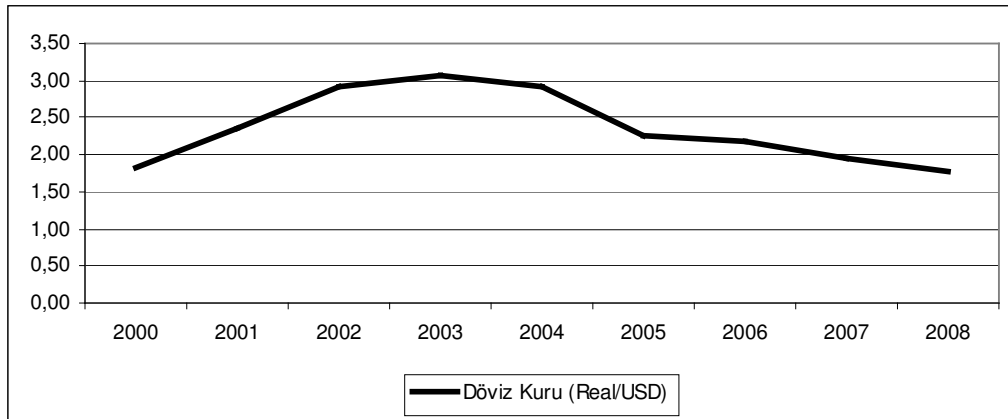
Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database, December 2008

Ek 22: Politika Faiz Oranı (İsveç, 2000-2008)

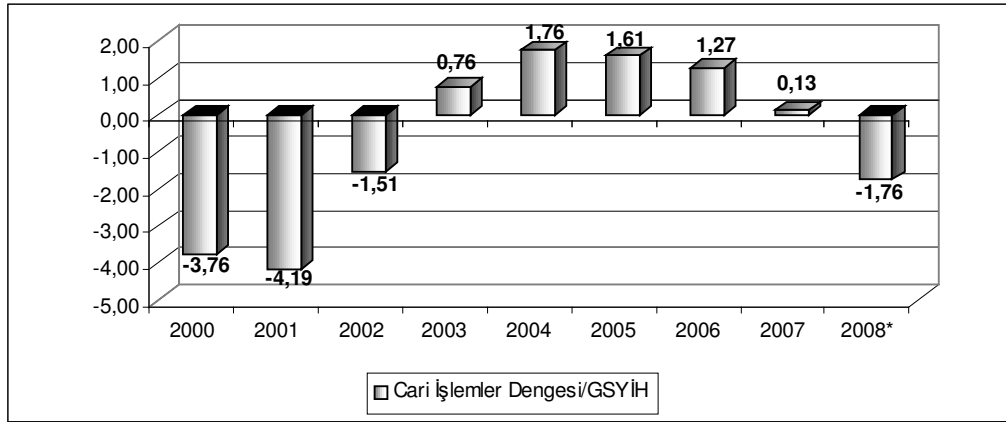
Kaynak: Sveriges Riksbank

Ek 23: Döviz Rezervi (Brezilya, 2000-2008)

Kaynak: Banco Central Do Brasil

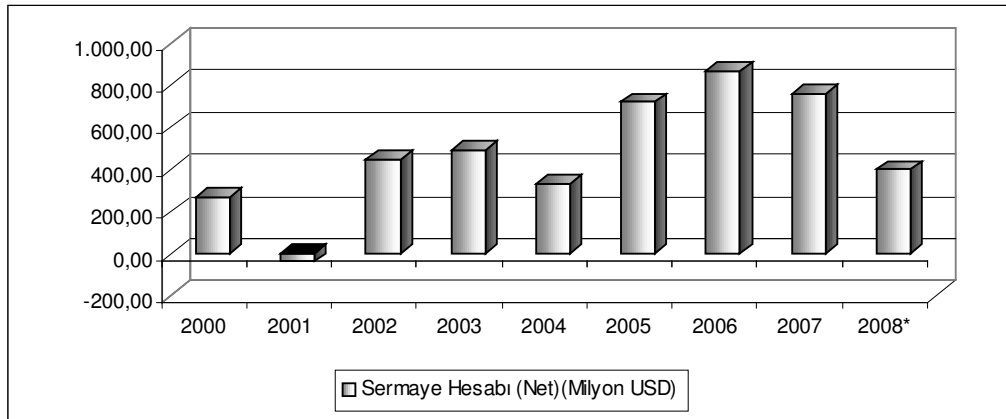
Ek 24: Döviz Kuru (Brezilya, 2000-2008)

Kaynak: Banco Central Do Brasil

Ek 25: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (Brezilya, 2000-2008)

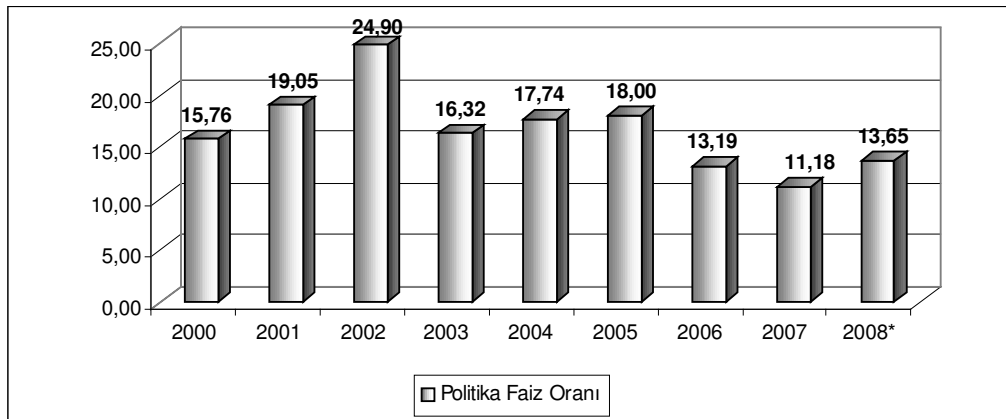
* Ekim 2008

Kaynak: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Ek 26: Sermaye Hesabı (Net) (Brezilya, 2000-2008)

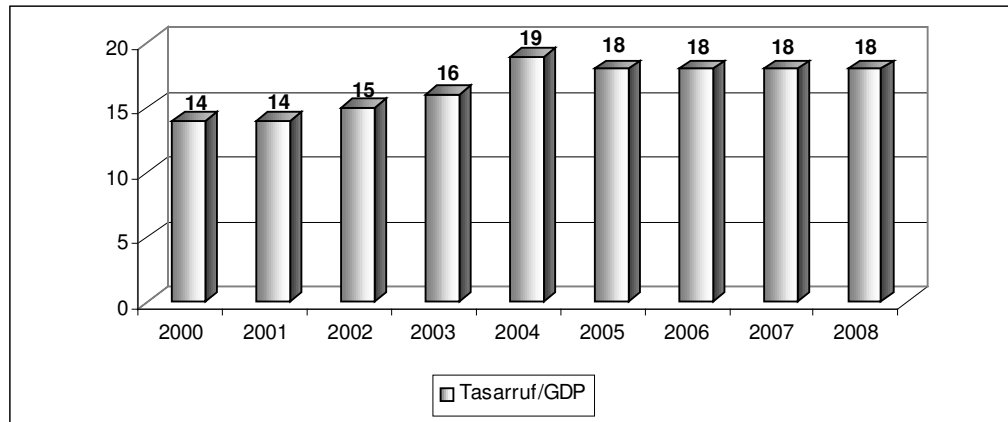
* 2008'in ikinci çeyreği

Kaynak: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

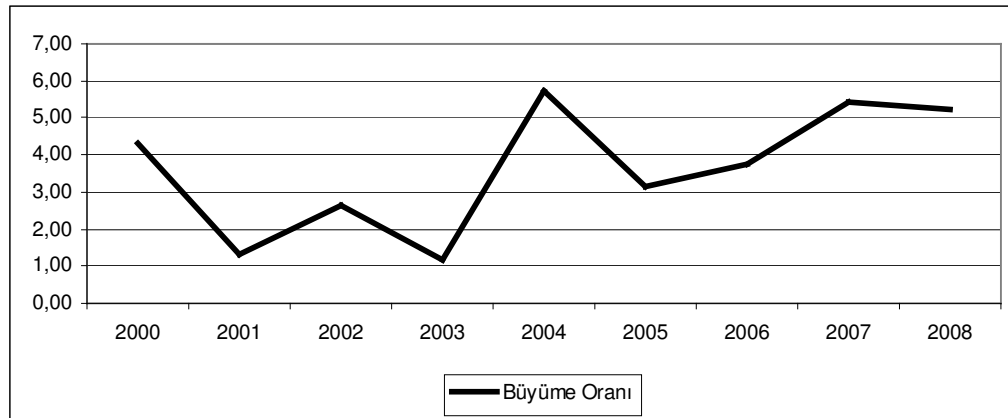
Ek 27: Politika Faiz Oranı (Brezilya, 2000-2008)

* Ekim 2008

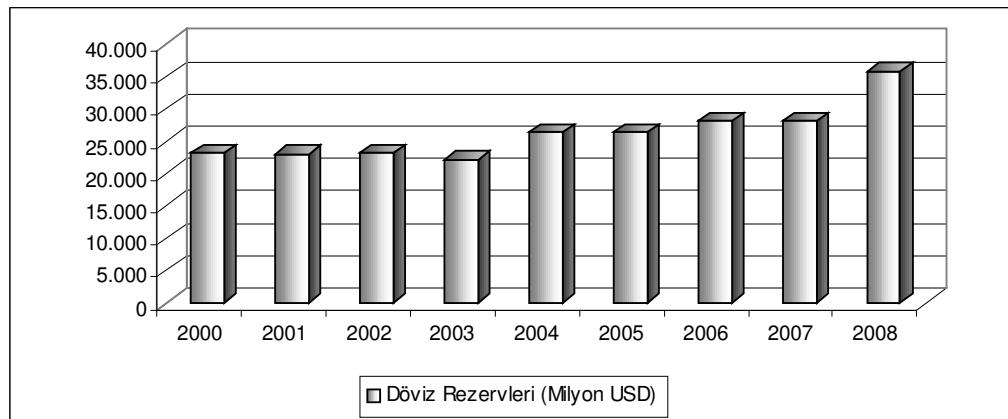
Kaynak: Banco Central Do Brasil

Ek 28: Tasarruf/GSYİH Oranı (Brezilya, 2000-2008)

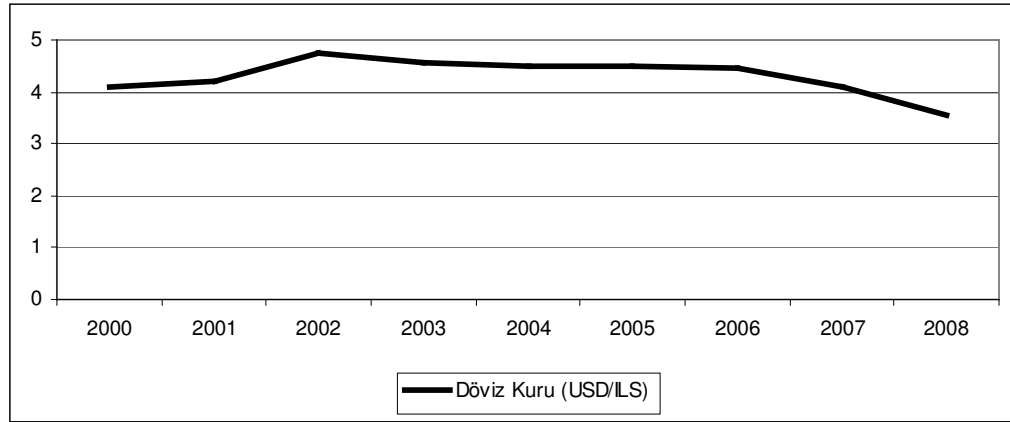
Kaynak: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

Ek 29: Büyüme Oranı (Brezilya, 2000-2008)

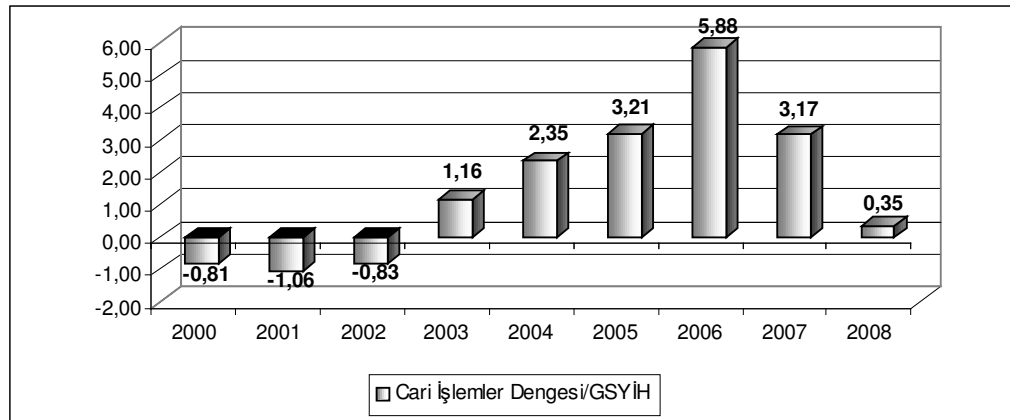
Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database, December 2008

Ek 30: Döviz Rezervi (İsrail, 2000-2008)

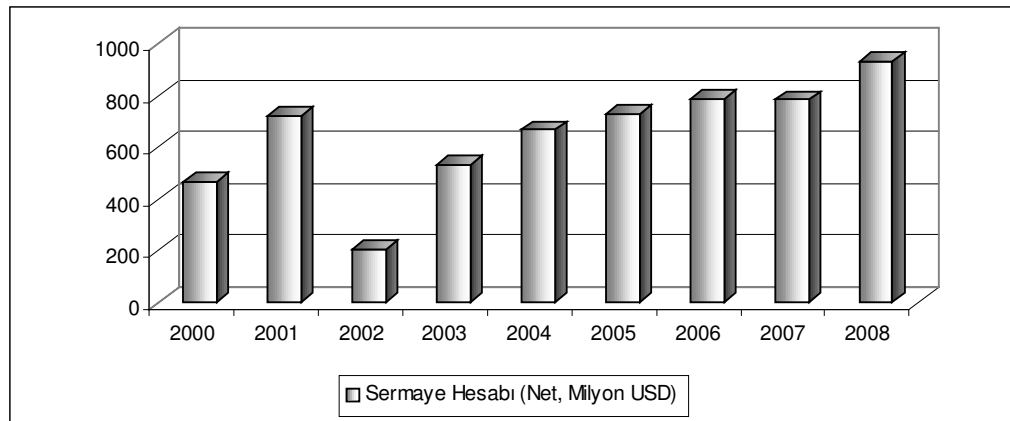
Kaynak: Bank of Israel

Ek 31: Döviz Kuru (İsrail, 2000-2008)

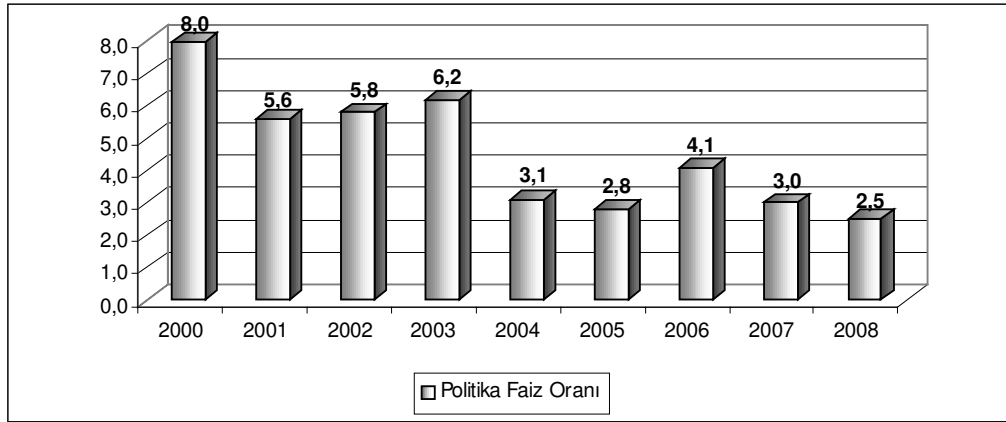
Kaynak: Bank of Israel

Ek 32: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (İsrail, 2000-2008)

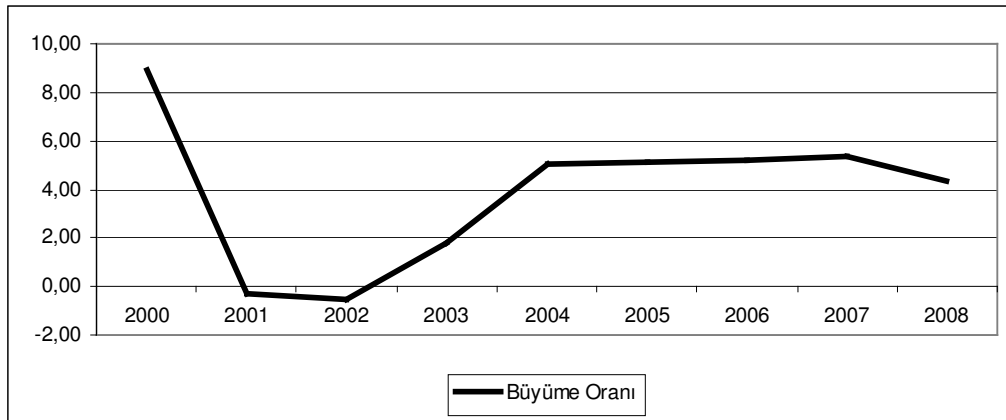
Kaynak: Bank of Israel

Ek 33: Sermaye Hesabı (Net) (İsrail, 2000-2008)

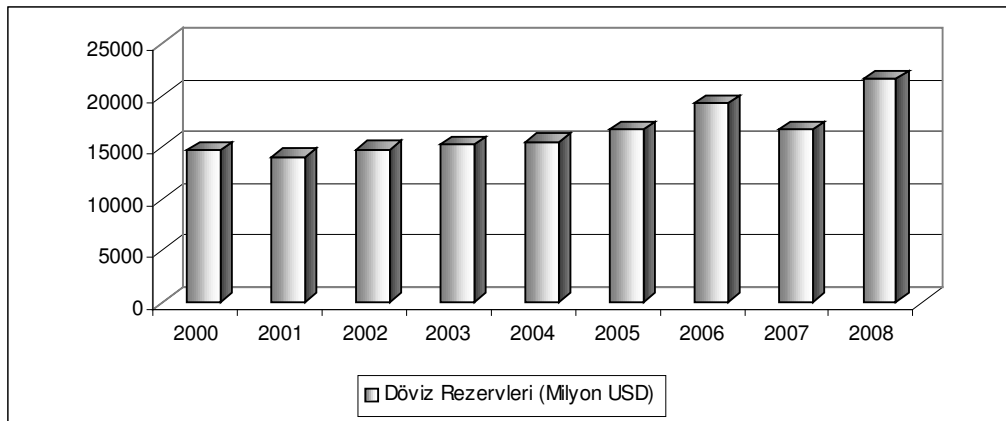
Kaynak: Bank of Israel

Ek 34: Politika Faiz Oranı (İsrail, 2000-2008)

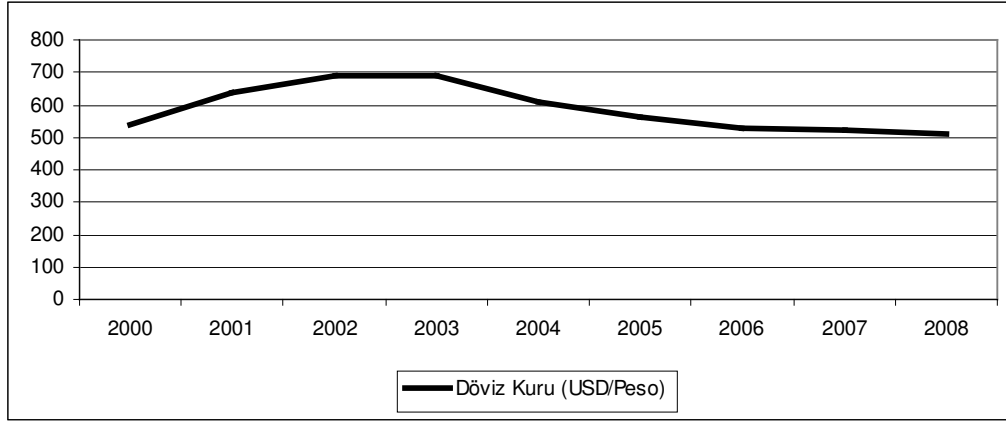
Kaynak: Bank of Israel

Ek 35: Büyüme Oranı (İsrail, 2000-2008)

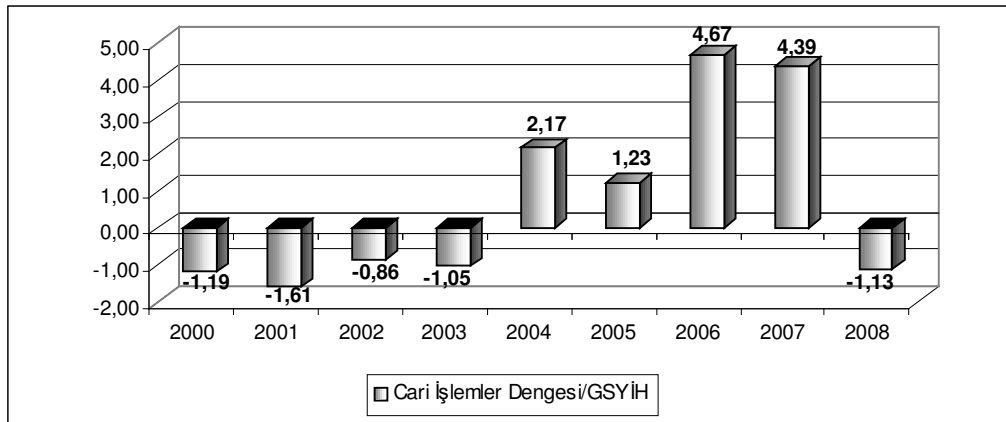
Kaynak: Bank of Israel

Ek 36: Döviz Rezervi (Şili, 2000-2008)

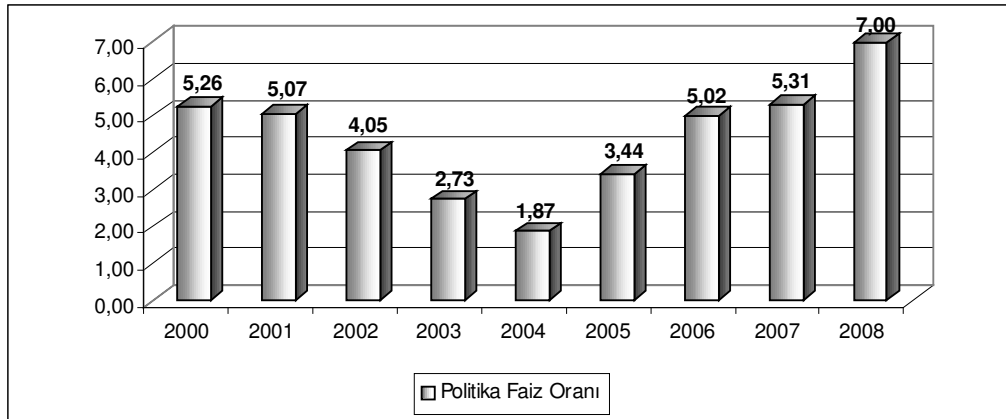
Kaynak: The Central Bank of Chile

Ek 37: Döviz Kuru (Şili, 2000-2008)

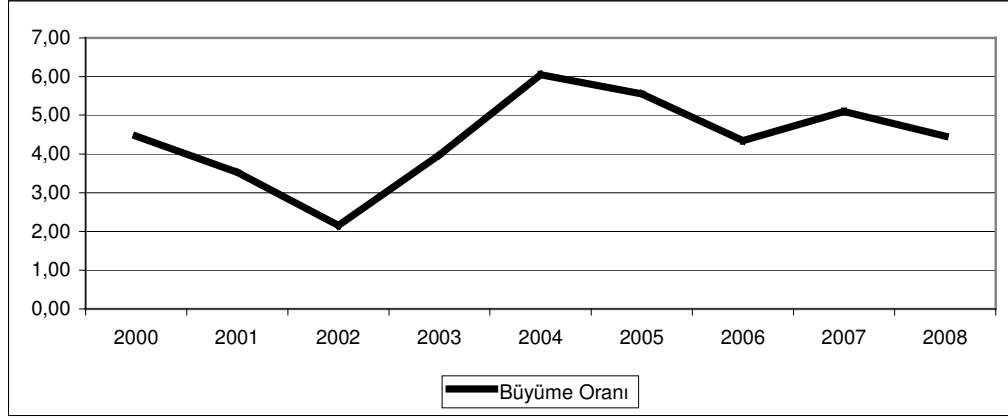
Kaynak: The Central Bank of Chile

Ek 38: Cari İşlemler Dengesi/GSYİH Oranı (Şili, 2000-2008)

Kaynak: The Central Bank of Chile

Ek 39: Politika Faiz Oranı (Şili, 2000-2008)

Kaynak: The Central Bank of Chile

Ek 40: Büyüme Oranı (Şili, 2000-2008)

Kaynak: IMF, World Economic Outlook Database, December 2008

Ek 41: Enflasyon Hedeflemesinin Uygulamasına İlişkin Genel Çerçeve							
Ülke	Hedefe Başlama Tarihi	Hedef Fiyat Endeksi	Hedef İlanı	Hedekten Ayrılma Şartı	Hedekten Sapma Durumunda Açıklama	Para Politikası Aracı	Döviz Kuru Politikası
Kanada	Şubat 1991	Çekirdek TÜFE (gıda, enerji ve dolaysız vergiler hariç)	Hükümet ile Merkez Bankası Birlikte	Olağanüstü durumlarda hedefte revizyon yapılabilir (Büyük petrol şokları ve doğal afetler)	Kamu Açıklaması	Kısa dönem faiz oranı	Dalgalı döviz kuru
Yeni Zelanda	Mart 1990	1990-1997: TÜFE 1998-1999: TÜFE'den faiz harcamaları düşülmüştür. 2000'den itibaren: TÜFE	Hükümet ile Merkez Bankası Birlikte	PTA'larda belirtilen durumlar dışında hedekten sapma yapılmamaktadır	Kamu Açıklaması (RBNZ Başkanı istifaya davet edilebilir)	RBNZ'nin belirlediği resmi faiz oranı (OCR)	Dalgalı döviz kuru
İsveç	Ocak 1993	TÜFE	Merkez Bankası	Yok	Yok	Repo oranı	Dalgalı döviz kuru
İngiltere	Ekim 1992	1992-2003: RPIX (TÜFE'den ipotek faizi hariç tutulmuştur) 2004'ten itibaren: TÜFE	Hükümet	Yok	Maliye Bakanı'na açık mektup yazılır	Kısa dönem faiz oranı	Dalgalı döviz kuru
Brezilya	Haziran 1999	TÜFE	Hükümet	Yok	Maliye Bakanı'na açıklama yapılır	SELIC	Dalgalı döviz kuru
Şili	Ocak 1991	TÜFE	Hükümet	Yok	Yok	Kısa dönem faiz oranı	Dalgalı döviz kuru
İsrail	Ocak 1992	TÜFE	Hükümet	Yok	Hedekten %1'lik sapma olması halinde kamu açıklaması	Kısa dönem faiz oran	Dalgalı döviz kuru
Türkiye	Ocak 2006	TÜFE	Hükümet ile Merkez Bankası Birlikte	Para politikasının denetimi dışındaki unsurlardan dolayı hedeflerden çok büyük ve uzun süreli sapmalar olacağının belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması	Hedekten (+/-) 2'lik sapma olması durumunda kamu açıklaması ve hükümete açık mektup yazılması	Bankalararası Para Piyasası ve İMKB Repo-Ters Repo Pazarında uygulanmakta olan gecelik faiz oranları.	Dalgalı döviz kuru

ÖZET

ÇALIK, Emine. Enflasyon Hedeflemesi: Ülke Uygulamaları ve Türkiye, Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2009.

Enflasyon hedeflemesi, fiyat istikrarını sağlamak için ara hedef yerine enflasyon tahminlerinin kullanıldığı bir para politikası stratejisidir. Yüksek enflasyonun ekonomik büyümeye zarar verdiğinin ve fiyat istikrarının sürekli büyüme ve düşük işsizlik düzeyi için gerekli olduğunun farkına varılması, enflasyon hedeflemesi stratejisinin söz konusu amaçları gerçekleştirebilmek için en doğru ve en uygulanabilir yol olduğu konusunda görüş birliğine varılmasına neden olmuştur. 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlayan bu stratejinin başarılı olması, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için de enflasyon hedeflemesinin alternatif bir strateji olmasını sağlamıştır. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin Merkez Bankaları benzer şekilde enflasyonun mümkün olan en düşük seviyesinde fiyat istikrarının sağlanmasının tek amaçları olduğunu ilan etmiştir.

Bu çalışmanın amacı, para politikası uygulamasında açık enflasyon hedeflemesine geçen seçilmiş yedi ülkenin düzenlemeleri ve tecrübelerini değerlendirmektir. Söz konusu ülkeler, İsveç, İngiltere, Yeni Zelanda, Kanada, Brezilya, İsrail ve Şili'dir. Seçilmiş bu yedi ülke, enflasyon hedeflemesine geçerken farklı yasal düzenlemeler ve uyum süreçleri geçirdikleri için, bu ülkelerin tecrübeleri uygulamadaki farklılıkların ve benzerliklerin görülmesine yardımcı olacaktır.

Anahtar Sözcükler

1. Enflasyon hedeflemesi
2. Fiyat istikrarı
3. İmkansız üçleme
4. Merkez Bankası
5. Para politikası

ABSTRACT

ÇALIK, Emine. Inflation Targetting: Country Practices and Turkey. Dissertation, Ankara, 2009.

Inflation targeting is a strategy of monetary policy which uses inflation forecasting instead of an intermediate goal in order to achieve price stability. With the realization that high inflation harms economic growth, and that price stability is a necessary condition for continuous growth and low unemployment, there is a growing consensus that an inflation targeting strategy is the right and most practical way of achieving those objectives. Success of the this strategy that New Zealand, have applied since 1990, gave rise to an alternative strategy for other countries. Inflation targeting strategy have been so powerful that the Central Banks of both the industrialized and the developing economies alike have declared that maintaining price stability at the lowest possible rate of inflation is their only objective.

The objective of this study is to examine arrangements and experiences in seven chosen countries that have adopted explicit inflation targets as guides for the conduct of monetary policy. The countries in question are Canada, New Zealand, Sweden, United Kingdom, Israel, Brazil and Chile. As these countries instituted their inflation targets with substantially different legislative provisions and targetting procedures, their experiences should eventually provide useful information concerning the differences and similarities of policy practices.

Key Words

1. Inflation targeting
2. Price stability
3. Impossible trinity
4. Central Bank
5. Monetary policy