

T.C.  
KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
FİNANS BANKACILIK ANA BİLİM DALI

**ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ VE FİYAT İSTİKRARI  
PERFORMANSI BAĞLAMINDA  
TCMB İLETİŞİM POLİTİKALARININ ANALİZİ**

Doktora Tezi

OĞUZHAN BİLGİÇ

İstanbul, 2010

T.C.  
KADIR HAS ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ  
FİNANS BANKACILIK ANA BİLİM DALI

**ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ VE FİYAT İSTİKRARI  
PERFORMANSI BAĞLAMINDA  
TCMB İLETİŞİM POLİTİKALARININ ANALİZİ**

Doktora Tezi

OĞUZHAN BİLGİÇ

Danışman: Doç.Dr. SEDAT AYBAR

İstanbul, 2010

## ÖZET

Para politikasına ilişkin modern literatür, politikalarına enflasyon hedefleme rejimine göre yön veren veya yükümlülüğü düşük bir enflasyon oranını sağlayıp sürdürmeye açıkça öncelik tanıyan merkez bankalarının bile, amaçlarını, feragat edilen üretim ve istihdam açısından mümkün olan en az maliyetle yerine getirmeye uğraştığına işaret etmektedir. Beklentilerin rolü ışığında, merkez bankacılarının düşük enflasyonlu bir ekonomi seyrine yönelik gayretlerine kamuoyunun ne diyeceğiyle ilgili endişeleri gayet anlaşılırdır. Para politikalarına dair iletişim, beklentileri yönetmede başarılı olduğu ölçüde, yüksek veya daha düşük faiz oranları ve finansal piyasaların daha yüksek veya daha düşük likiditesi anlamında, para politikalarının yerini tutabilmektedir. Bundan dolayı, bazen merkez bankalarının beklentileri gerçek para politikası eylemleri gerçekleştirmeksizin “idare etmeye” uğraşması şaşkıncı değildir. Bu tezde, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın enflasyon hedefleme rejimi çerçevesinde yürüttüğü iletişim politikaları, fiyat istikrarı, merkez bankası kredibilitesi ve öngörülebilirliği bağlamında ampirik olarak analiz edilmektedir.

**Anahtar kelimeler:** Merkez Bankası, İletişim, Fiyat İstikrarı, Para Politikaları, İçerik Analizi

## ABSTRACT

The modern literature on the monetary policy points that, even those central banks that conduct monetary policy according to an inflation targeting regime, or whose charge places clear primacy on maintaining a low inflation rate, nonetheless seek to achieve that objective at the least possible cost in terms of foregone output and employment. In light of the role for expectations, central bankers' concern for the public credibility of their commitment to a low-inflation trajectory is readily understandable. To the extent that communication about monetary policy is part of the "management" of the relevant expectations, communication is a substitute for monetary policy in the standard sense of higher or lower interest rates and greater or lesser liquidity of financial markets. It is not surprising, therefore, that in the monetary policy sphere as well, central banks sometimes seek to "manage" expectations without undertaking real monetary policy actions. In this thesis, Central Bank of the Republic of Turkey's communication policies under inflation targeting regime are empirically analysed in terms of price stability, central bank credibility and predictability.

**Keywords:** Central Bank, Communication, Price Stability, Monetary Policies, Content Analysis

## İÇİNDEKİLER

Tablo Listesi.....	x
Grafik Listesi.....	xi
Kısaltmalar Listesi.....	xii
Giriş.....	1

### I. BÖLÜM

#### PARA POLİTİKASININ AMACI OLARAK FİYAT İSTİKRARI VE MERKEZ BANKASI İLETİŞİMİNE TEORİK YAKLAŞIMLAR

1.1. Para Politikasının Dizaynına İlişkin Teorik Çerçeve.....	4
1.1.1. Keynesyen Politikaların Reformasyon Süreci ve Yeni Ekollerin Fiyat İstikrarına Yaklaşımları .....	9
1.1.2 Monetarist Para Politikası Argümanları .....	7
1.1.3 Yeni Klasik İktisatçıların Argümanları .....	13
1.1.4 Yeni Keynesyen İktisatçıların Argümanları ve Aktivist Politikaların Temellendirilmesi .....	14
1.1.4.1 Dinamik-Zaman Tutarsızlığı Sorunsalına Kydland-Prescott Yaklaşımı	16
1.1.4.2 Para Politikasının Dizaynında Kurala Dayalı Politikaların Öneminin Anlaşılması: Barro- Gordon Yaklaşımı .....	18
1.1.4.3 Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Kredibilitenin Öneminin Anlaşılması .....	21
1.1.4.3.1. Kredibilite ve Para Politikasındaki Rolü .....	24
1.1.4.3.2. Merkez Bankası Kredibilitesine Toplumsal Refah Yaklaşımı .....	25
1.1.5 Fiyat İstikrarına Modern Yaklaşım: Yeni Neo-Klasik Sentezin Teorik Altyapısı	27
1.2. Enflasyon Hedeflemesi .....	31
1.2.1 Enflasyon Hedeflemesine Teorik Yaklaşımlar .....	32
1.2.2 Enflasyon Hedeflemesinin Ön Koşulu Olarak Ekonomik İstikrar Ortamının Gerekliliği .....	46
1.2.2.1. İç Denge: Mali Baskınlığın Olmayışı ve Borçlanma Dinamikleri .....	46

1.2.2.2 Dış Denge: Ödemeler Dengesinin İstikrarı ve Sermaye Hareketleri .....	50
1.2.2.3 Finansal İstikrar ve Gelişmiş Banka-Finans Kesimi .....	53
1.2.2.4 Para ve Maliye Politikası Arasındaki Karşılıklı İlişkilerin Uyumlaştırılması .....	56
1.2.3 Enflasyon Hedeflemesinin Adaptasyonu .....	58
1.2.3.1 Enflasyon Hedeflemesine Uygun Olarak Para Politikasının Yürütülmesi .....	60
1.1.2.3.1. Para Politikası Karar Alma Süreci.....	61
1.1.2.3.2. Temel Politika Enstrümanının Ayarlanması: Para Politikası Kurulu.....	62
1.1.2.3.3. Temel Politika Enstrümanının Seçimi.....	64
1.1.2.4 Enflasyon Hedeflemesinin Stratejik Gereklilikleri ve Uygulama Düzeyleri.....	67
1.2.4.1 Merkez Bankası Bağımsızlığının Enflasyon Hedeflemesindeki Önemi.....	68
1.2.4.2 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Yasal Çerçevenin Oluşturulma Özellikleri.....	70
1.2.4.3 Merkez Bankasının Hesap verebilirliği.....	73
1.2.4.4 Merkez Bankasının Kurumsal ve Teknik Yeterliliği.....	74
1.2.4.5 Merkez Bankasının Şeffaflık Düzeyi.....	76
1.3. Beklentilerin Yönetimi ve İletişim Politikası.....	82
1.3.1. Kısa Vadede Beklentilerin Yönetilmesi: Öngörülebilirliğin Artırılması.....	84
1.3.2. Uzun Vadede Beklentilerin Yönetimi: Tutarlılık.....	87
1.3.3. Merkez Bankalarının İletişim Stratejileri.....	91
1.3.4. İletişim Stratejilerindeki Benzerlik ve Farklılıkların Değerlendirilmesi.....	98
1.4. Merkez Bankalarının Beklenti Yönetiminde Söylemlerin Ön Plana Çıkması: AMB Örneği.....	100
1.4.1. Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) "Sui Generis" Durumu.....	100
1.4.2. AMB'nin Fiyat İstikrarı Konusuna Yaklaşımı ve Para Politikası.....	102
1.4.2.1. AMB'nin Kendine Özgü Para Politikası Hedefleme Stratejisi.....	104
1.4.2.2. Hedefleme Stratejisinde Yapılan Revizyon.....	106
1.4.3. AMB İletişimi: Amaç ve Stratejiler.....	108

1.4.3.1 Amaçlar hakkında iletişim.....	108
1.4.3.2 Kararlar hakkında iletişim: AMB basın toplantıları.....	109
1.4.3.3 Diğer yollardan iletişim.....	110
1.4.3.4 Gelecekteki politika kararları hakkında iletişim.....	111
1.4.3.5. Ekonomik gelişmeler hakkında iletişim.....	113
1.4.3.6 AMB iletişiminin faiz oranı kararlarının öngörülebilirliği üzerindeki etkisi.....	114
1.4.3.7 AMB iletişimde tutarsızlık.....	115
1.4.3.8 AMB iletişiminin enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi.....	118

## II. BÖLÜM

### TCMB’NİN ENFLASYON HEDEFLEMESİ DÖNEMİNDE FİYAT İSTİKRARI PERFORMANSI VE İLETİŞİM POLİTİKASINA ANALİTİK YAKLAŞIM

2.1. Türkiye’de Uygulanan Hedefleme Stratejileri ve Krizler: Fiyat İstikrarının Öneminin Anlaşılması.....	121
2.1.1 Enflasyon Hedeflemesi Öncesinde Uygulanan Para Politikası Hedefleme Stratejileri .....	122
2.1.1.1 Parasal Hedefleme Stratejisi .....	122
2.1.1.1.1 1990 ve 1992 Yılı Para Programı Uygulamaları.....	123
2.1.1.1.2 Finansal İstikrarın Önem Kazanması: 1993-1997 Dönemi.....	126
2.1.1.1.3 Dezenflasyonun Gündeme Gelmesi: 1998 Yılı Para Programı.....	129
2.1.1.2 Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi Deneyimi.....	131
2.1.1.2.1 Hedefleme Stratejisinin Temel Karakteristikleri ve İşleyiş Süreci.....	132
2.1.1.2.2 Krizlere Giden Yol.....	134
2.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerinin Değerlendirilmesi.....	135
2.2.1 Kasım 2000: Pasif Para Politikası ve Likidite Krizi.....	136
2.2.2 Şubat 2001 Finansal Krizinin Dinamikleri.....	138
2.3. TCMB’nin Araç Bağımsızlığına Kavuşması ve Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Benimsenme Süreci.....	141
2.3.1 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı.....	141

2.3.2 TCMB'nin Kriz Sonrası İzlediği Strateji ve Eleştiriler Karşısındaki Tutumu.....	144
2.3.3 Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Öncesi Kurumsal ve Teknik Hazırlıklar...	145
2.3.3.1 Fiyat İstikrarı Amacının Benimsenmesi.....	145
2.3.3.2 TCMB'nin Enstrüman Bağımsızlığı ve Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi.....	146
2.3.3.3 Para Politikası Karar Alma Sürecinde Yapılan Değişiklikler.....	149
2.3.3.4 Şeffaflık-İletişim Prosedürleri ve Hesap Verebilirlik Konusundaki Gelişmeler.....	152
2.3.3.5 Operasyonel ve Teknik Altyapı.....	154
2.4. 2002-2005 Yılları Arasında Uygulanan Örtük Enflasyon Hedeflemesinin Analizi.....	156
2.4.1 Kriz Sonrası Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri.....	156
2.4.2 Faiz Politikası.....	159
2.4.3 Kur Politikası.....	162
2.4.4 Sürdürülebilirlik Sorunu: Politika Amaçları Arasında Çatışma.....	164
2.4.5 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması Yarattığı Makroekonomik Politika Ortamının Karakteristikleri.....	165
2.5. Türkiye'de Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulaması	
2.5.1 Açık Enflasyon Hedeflemesine Geçilen Ortamda TCMB Politikalarının Değerlendirilmesi.....	167
2.5.1.1 Mali Baskınlık ve Borçlanma Dinamikleri.....	168
2.5.1.2 Dışsal Baskınlık ve Sermaye Hareketleri.....	170
2.5.2 Açık Enflasyon Hedeflemesi Çerçevesinde TCMB'nin Fiyat İstikrarı Performansı.....	172
2.5.2.1 Mayıs-Haziran 2006 Döneminde Yaşanan Dalgalanma ve TCMB'nin Uyguladığı Politikalar.....	173
2.5.2.2 2006 Yılında Fiyat İstikrarı Bağlamında Alınan Sonuçlar.....	175
2.5.2.3 Açık Enflasyon Hedeflemesi Uygulamasının İlk Döneminde Alınan Sonuçların Değerlendirilmesi.....	179



2.5.2.4 2008 Enflasyon Hedefi Revizyonu.....	184
2.5.2.5 Global Finansal Krize Karşı TCMB'nin Aldığı Önlemler ve İletişim Performansı.....	187

### III. BÖLÜM

#### TCMB'NİN AÇIK ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN İLK 4 YILINDAKİ İLETİŞİMİNİN AMPİRİK OLARAK İNCELENMESİ

3.1. Model ve Veri Analizi.....	193
3.1. 1.Uygulama Çalışmasına İlişkin Literatür .....	193
3.1.1.1 Merkez Bankası İletişimine Ampirik Yaklaşımlar ve Semantik Çözümlerinin Gelişimi.....	193
3.1.1.2. TCMB İletişimine Ampirik Yaklaşımlar.....	196
3.1.2. Veriler ve Metodoloji.....	197
3.1.2.1 Ekonomik Veriler.....	197
3.1.2.2 İçerik Analizi Verileri ve Elde Edilme Yöntemleri.....	198
3.1.2.2.1 İçerik Analizi ve Kullanım Alanları.....	198
3.1.2.2.2 İçerik Analizine Konu Metinler.....	199
3.1.2.2.3 DICTION 5.0 ve İçerik Analizi Aşamaları.....	201
3.1.2.3 Modellerin Kurulma Aşamaları.....	203
3.1.2.4 Ekonomik Verilerin Analizi.....	206
3.1.2.5 İçerik Analizi Serilerin Test Edilmesi.....	206
3.2 Ampirik Sonuçlar ve Değerlendirmeler.....	207
3.2.1 Başkan Konuşmalarının İçerik Analizinin Ekonomik Veriler ve Beklentilerle Etkileşimi.....	207
3.2.2 Para Politikası Kurulu Kararlarının İçerik Analizinin Ekonomik Veriler ve Beklentilerle Etkileşimi.....	212
3.2.3 Enflasyon Raporlarının İçerik Analizinin Ekonomik Veriler ve Beklentilerle Etkileşimi.....	213
3.3. Genel Değerlendirme.....	216

SONUÇ.....	218
KAYNAKÇA.....	226

## TABLO LİSTESİ

Tablo 1: Enflasyon Hedeflemesinin Temel Karakteristikleri.....	42
Tablo 2: Enflasyon Hedeflemesi Tipleri ve Kredibilite.....	60
Tablo 3: Enflasyon Hedeflemesinin Yasal Çerçevesi.....	71
Tablo 4: Enflasyon Hedeflemesi ve Hesap Verebilirlik.....	81
Tablo 5: TCMB Para Programları (1990 – 1992).....	124
Tablo 6: 1990 ve 1992 Para Programlarına İlişkin Seçilmiş Ekonomik Göstergeler..	126
Tablo 7: 1995 Sonrası Para Programlarının Performansı.....	130
Tablo 8: İstikrar Programlarının Gözleme Dayanan Temel Özellikleri.....	136
Tablo 9: Enflasyon Hedefi ve Gerçekleşme Değerleri (2002- 2005).....	157
Tablo 10: TCMB USD Satış Kurunun Dalgalanmalar Esnasındaki Değerleri (YTL).....	178
Tablo 11: Para Politikası Kurulu'nun TCMB Gecelik Borçlanma Faizi Kararları.....	182
Tablo 12: TÜFE ve Başkan Konuşmalarındaki Vurguların Değişimi.....	210

## GRAFİK LİSTESİ

Grafik 1 : Fiyat İstikrarı ve Sürdürülebilir Büyüme Patikası.....	159
Grafik 2: Döviz Kurlarındaki Değişimler.....	164
Grafik 3: 2006 Döviz Kuru Dalgalanması.....	174
Grafik 4: Global Oynaklık Endeksi.....	176
Grafik 5: Risk Göstergeleri (Ocak-Kasım 2007).....	177
Grafik 6: TCMB Politika Faiz Oranları ve Gösterge DİBS Faiz Oranı.....	183
Grafik 7: 2008 Enflasyon Hedefi Revizyonu.....	185
Grafik 8: Enflasyon Beklentileri ve Para Politikası.....	186
Grafik 9: Yıllık TÜFE ve TCMB Politika Faizleri.....	187
Grafik 10: TCMB Faizleri ve Ortalama Mevduat Faizleri.....	190
Grafik 11: Yıllık TÜFE ve TCMB Politika Faizlerinin Seyri ve Başkan Konuşmalarındaki Enflasyon Vurgusunun Değişimi.....	209
Grafik 12: Yıllık TÜFE ve TCMB Politika Faizlerinin Seyri ve Başkan Konuşmalarındaki İyimserliğin Değişimi.....	210
Grafik 13: Yıllık TÜFE Beklentisinin Seyri ve Başkan Konuşmalarındaki İyimserliğin Değişimi.....	210
Grafik 14: Yıllık TÜFE ve TCMB Politika Faizlerinin Seyri ve Başkan Konuşmalarındaki Kötümserliğin Değişimi.....	211
Grafik 15: Yıllık TÜFE Beklentisinin Seyri ve Başkan Konuşmalarındaki Kötümserliğin Değişimi.....	212
Grafik 16: PPK Kararlarındaki Enflasyon Vurgusu ve TÜFE Beklentisindeki Değişim.....	213
Grafik 17: Enflasyon Raporlarındaki Enflasyon Vurgusu ve Yıllık TÜFE Beklentilerindeki Değişim (2006-2009).....	214
Grafik 18: Enflasyon Raporlarındaki İyimserlik ve Yıllık TÜFE Beklentilerindeki Değişim (2006-2009).....	215
Grafik 19: Enflasyon Raporlarındaki Kötümserlik ve Yıllık TÜFE Beklentilerindeki Değişim (2006-2009).....	216

## KISALTMA LİSTESİ

<b>AB</b>	Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	Amerika Birleşik Devletleri
<b>AMB</b>	Avrupa Merkez Bankası
<b>AMBS</b>	Avrupa Merkez Bankaları Sistemi
<b>APİ</b>	Açık Piyasa İşlemleri
<b>BIS</b>	Bank of International Settlements
<b>DİBS</b>	Devlet İç Borçlanma Senetleri.
<b>FED</b>	Federal Reserve
<b>FOMC</b>	Federal Open Market Committee
<b>GSYİH</b>	Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
<b>HİCP</b>	Harmonized Index of Consumer Prices
<b>IMF</b>	International Monetary Fund
<b>MA</b>	Maastricht Anlaşması
<b>NBER</b>	National Bureau of Economic Research
<b>TCMB</b>	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
<b>TÜFE</b>	Tüketici Fiyatları Endeksi
<b>TÜİK</b>	Türkiye İstatistik Kurumu

## GİRİŞ

Bu doktora tezi çalışmasının amacı, Türkiye'nin kalıcı fiyat istikrarını sağlama yolunda son dönemde izlediği para politikalarını merkez bankası iletişimi bağlamında incelemek ve uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk 4 yılını değerlendirmektir.

Uzun dönemde fiyat istikrarını sağlamak için enflasyonu düşük düzeylere çekmek gelişmekte olan ülke ekonomilerinin öncelikle çözmeleri gereken bir sorundur. Bunu gerçekleştirmek amacıyla, para otoritesine göreceli bir bağımsızlık verilmesi yönündeki politika uygulamasına ek olarak, çeşitli hedefleme stratejileriyle beraber “enflasyon hedeflemesi” adı altında yeni sayılabilecek bir yaklaşım getirilmiştir. Bu yaklaşımın ülkemizde 2002-2005 yılları arasında örtük olarak uygulandığı söylenmiş, alınan sonuçların verdiği cesaretle 2006 yılından bu yana da açık ve resmi olarak uygulanmaya başlanmıştır. Ancak Türkiye gibi ekonomik koşulları henüz tam anlamıyla hazır olmayan, hızlı finansal serbestleşmenin sert iklimini son oniki yılda üç kez krizle hisseden, dış şoklara çok açık ve dayanıksız, otuz yıllık yüksek enflasyon sürecinden yeni çıkmış bir ülkede enflasyon hedeflemesinin, özellikle de “nokta hedef” türünde ilan edilen açık enflasyon hedeflemesinin uygulama zorlukları daha ilk aylarda ortaya çıkmış, ilk iki yıllık performansın sonucunda enflasyon oranının hedefin iki kat üzerinde çıkması nedeniyle 2008 yılının Haziran ayında hedef revizyonu kararı alınmıştır. Bu kararın ardından baş gösteren global dengesizlikler sürecinde düşüş trendine giren enflasyon, uzun bir süre belirlenen hedefin altında seyretmiştir. Bu süreçte iletişim ve beklenti yönetimi bağlamında tecrübe kazanan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) krize karşı aldığı önlemler, bu önlemlerin piyasalara mesaj olarak iletimi, bu tezde şimdiye dek Türkiye'de denenmemiş türde bir ampirik çalışmaya da konu olmuştur.

Buradan hareketle çalışmanın genelinde konu hakkında yeni teorik yaklaşımlar temelinde geçirilen süreçlerin incelenmesi, orta ve uzun vadede piyasalar üzerinde etkinliğini artırması beklenen TCMB iletişiminin geldiği noktanın saptanması hedeflenmektedir.

Bu amaca uygun olarak tezin ilk bölümünde, fiyat istikrarı konusunun makroekonomik dengelere etkileri bağlamında yapılan teorik tartışmalar ve merkez bankalarının para politikalarının ana hedefi haline gelmesi süreci ele alınarak, para politikasının uygulanma sürecine ilişkin yaklaşımlar ve en modern yaklaşım olan enflasyon hedeflemesi stratejisi analiz edilmektedir. Enflasyon hedeflemesi; merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanabilen para politikası uygulaması biçiminde sunulmaktadır. Enflasyon hedeflemesinde diğer nominal çapa politikalarından farklı olarak, merkez bankaları, hedeflenen enflasyon oranına ulaşmada değişik para politikası araçlarını kullanma serbestisine sahiptirler. Bu yaklaşım ülkenin sadece kendi durumuna odaklanabilmesine olanak vermekte ve para politikası tek bir değişken yerine enflasyonu etkileyebilecek her türlü faktör göz önünde bulundurularak belirlenmektedir. Bu faktörler arasında ücret artışları, kur artışı, kamu fiyatlandırma mekanizması, bekleyişler, petrol fiyatları gibi birçok unsur yer almaktadır. Enflasyon hedeflemesinin diğer bir avantajı, bu yaklaşımın kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilmesi ve takip edilebilmesi, dolayısıyla şeffaflık içeren bir yaklaşım özelliği göstermesidir. Belli bir hedefin ilan edilmesi merkez bankasının tutarsızlık göstermesine engel olmaktadır.

Enflasyon hedeflemesine tezdeki yaklaşım, belirli ampirik genellemeler üzerinedir; bir çok ülke tarafından farklı şekillerde uygulansa da, literatürde bu tür genellemelere sıkça rastlanmıştır. Bununla beraber, tezin ikinci bölümünde TCMB'nin enflasyon hedeflemesi uygulamasının analizinin yer aldığı düşünüldüğünde, ilk bölümün içeriğinde uygulanan genel politikaların teorik altyapılarının verilerek yaklaşım farklılıklarının analizinin yapılması gerekli görülmüştür. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesinin en önemli şartlarından biri olan şeffaflık ve merkez bankası iletişim stratejisi ayrıntılı olarak ele alınmış, her ne kadar enflasyon hedeflemesi uygulamadığını ilan etse de literatürde bu stratejiye en uygun politikayı izlediği konusunda fikir birliği bulunan Avrupa Merkez Bankası'nın izlediği iletişim stratejisi detaylı olarak analiz edilmiştir.

Tezin ikinci bölümünde, Türkiye’de 2001 Krizi’ne kadar yaşanan enflasyonist süreçten kurtulma çabaları hedefleme stratejileri bağlamında ele alınmakta, daha sonra aynı yıl yapılan kanun değişikliği ile araç bağımsızlığına kavuşan TCMB’nin halihazırda uygulamakta olduğu enflasyon hedeflemesine geçiş süreci ayrıntılı olarak analiz edilmektedir. Bölüm, son dört yıldır uygulanan ancak örtük hedefleme kadar başarıya ulaşamayan açık enflasyon hedeflemesinin değerlendirilmesini de kapsamaktadır.

Son olarak üçüncü bölümde, içerik analizi yöntemi baz alınarak, enflasyon hedeflemesi rejiminin açık olarak ilan edilip uygulanmaya başlandığı 2006 yılından 2009 yılının sonuna kadar geçen 4 yıllık süreçte TCMB’nin başlıca iletişim enstrümanları olan Başkan söylemleri, Para Politikası Kurulu kararları ve Enflasyon Raporları için “enflasyon vurgusu” (kararlılık), “iyimserlik”, “kötümserlik” ve ölçümleri yapılmaktadır. Bu değişkenlerin gerçekleşen TÜFE verilerinden ne ölçüde etkilendikleri ve TÜFE beklentilerini ne ölçüde etkiledikleri standart regresyonlarla saptanmakta, politika faizleri ve kimi enstrümanların piyasa faizleriyle olan etkileşimleri de içerik analizinden çıkan sonuçlarla birlikte ortaya konmaktadır.



## I. BÖLÜM

### PARA POLİTİKASININ AMACI OLARAK FİYAT İSTİKRARI VE MERKEZ BANKASI İLETİŞİMİNE TEORİK YAKLAŞIMLAR

Ekonomi politikalarının oluşturulmasında ve uygulamasında, para politikasının rolü ve etkinliği ile ilgili olarak yapılan tartışmalar, özellikle enflasyon ve işsizlik problemlerinin çözümünde farklı iktisat ekollerinin geliştirdikleri alternatif politika önerileri çerçevesinde yapılmaktadır. İleri sürülen politika önerilerindeki farklılıkların temelinde ise para politikasının aktif (müdahaleci) ve duruma göre ayarlanabilir bir yaklaşım çerçevesinde mi yoksa önceden belirlenmiş bir kurala bağlı olarak pasif bir tutumla mı yürütüleceğine yönelik anlaşmazlık bulunmaktadır. Ele alındığı üzere, para politikası kısa dönemde üretim ve işsizlik gibi reel değişkenler üzerinde etkili olmasına rağmen uzun dönemde parasal genişlemenin üretim veya işsizlik üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır. Uzun dönemde para politikası yalnızca fiyatları etkilediğinden, enflasyonun kontrolünde para politikasına merkezi bir rol atfedilmektedir. Öte yandan para politikasının yürütülmesinde dinamik zaman tutarsızlığı probleminin ortadan kaldırılabilmesi için politikanın önceden ilan edilmiş kurallara bağlı olarak yürütülmesi gerektiği sonucuna ulaşılmıştır. Buna bağlı olarak tartışmaların para politikasının hangi tip kuralların yürütülmesi ve bu kuralların uygulanmasında ihtiyarilik derecesinin ne olması gerektiği eksenine kaydığı görülmektedir.

Bu bölümde, yapılan tartışmalar ışığında fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik politikaların oluşum süreçleri irdelenecektir.

#### 1.1. Para Politikasının Dizaynına İlişkin Teorik Çerçeve

Para politikasının makroekonomik istikrara katkı yapacak şekilde düzenlenmesi ve yürütülmesine yönelik yaklaşımlar iki ana kutup etrafında toplanmaktadır. İlk görüş para politikasının yürütülmesinde önceden belirlenmiş kurallara göre hareket edilmesinin ekonomik istikrarı ve para politikasının performansını artıracaklarını ileri sürmektedir. İkinci ve karşıt görüş ise para politikasının yürütülmesinde herhangi bir kurala bağlı olmaksızın

para otoritesine, günün gereklerine uygun ve duruma göre değiştirilebilme imkanı veren ihtiyari politikalar izleme serbestisinin verilmesini savunmaktadır<sup>1</sup>.

Para politikasının kurala göre mi yoksa ihtiyari politikalar çerçevesinde mi yürütüleceği konusundaki tartışmanın iki aşama geçirdiği gözlenmektedir. İlk aşamayı 1960 ve 1970'li yıllar boyunca özellikle Milton Friedman'ın ileri sürdüğü görüşler ile şekillenen Keynesyen ve Monetarist iktisatçılar arasındaki tartışmalar oluşturmaktadır. Keynesyen iktisatçılar aktivist politikaları, Monetarist iktisatçılar ise para politikasının önceden belirlenmiş kurallara göre yürütülmesini savunmaktadırlar<sup>2</sup>.

Keynesyen ve Monetarist iktisatçıların para politikasının yürütülme biçimi hususundaki farklı yaklaşımlarına karşın, para politikasının oluşum süreci ve para otoritesinin davranışlarına yönelik olarak ortak bir anlayışa sahip oldukları görülmektedir. Bu yaklaşımlarda, ekonomi farklı politika aksiyon ya da kurallarına mekanik bir biçimde tepki veren pasif bir sistem olarak algılanmakta bir diğer deyişle politikaların oluşum süreci ve para otoritesinin davranışları dışsal olarak ele alınmaktadır<sup>3</sup>. Haliyle, politika oluşum ve önerme süreci veri politika amaçları setine bağlı olarak şekillenen normatif bir problem haline dönüşmektedir.

Bu nokta, para politikasının yürütülme biçimine yönelik temel tartışmanın ikinci aşamasını oluşturmaktadır. Özellikle 1980'li yıllarda Yeni Klasik İktisat çerçevesinde geliştirilen argümanlar, ekonominin politika uygulamalarına verdiği tepkileri teorik bir model dahilinde ele almaktadır. Ekonominin farklı politika aksiyon ya da kurallarına mekanik bir biçimde cevap vermektense ziyade, politika uygulamalarındaki değişikliklere rasyonel iktisadi ajanlar olarak tepki veren birimlerden oluştuğu düşünülmektedir. Bu bağlamda, rasyonel davranan birimler alternatif politika uygulamalarına bağlı olarak beklentilerini uygun bir biçimde oluşturmakta ve politika yapım sürecine katılmaktadırlar<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Andrew B. Abel and Ben S. Bernanke, *Macroeconomics*, Boston: Addison-Wesley, 2003, s.544

<sup>2</sup> Bu tartışmanın kökenleri 1930'lu yıllara kadar gitmektedir. Söz konusu konu ile ilgili J. M. Keynes ve Klasikler arasındaki tartışmalar için Elke Muchlinski, "Against Rigid Rules-Keynes' Economic Theory", *Diskussionbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin*, No.2, 2003

<sup>3</sup> Erdinç Telatar, *Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin?*, Ankara: İmaj Yayıncılık, 2002, s.108

<sup>4</sup> *ibid*, s.109

Keynesyen ve Monetarist iktisatçılar arasında para politikasının yürütülme biçimine yönelik olarak yapılan ilk tartışmaların ağırlık noktasını para otoritesinin ekonomi ile ilgili bilgilendirme düzeyi ve ekonomiye müdahale kapasitesi oluşturmaktadır. Para politikasının önceden belirlenmiş kurallara göre yürütülmesi gerektiğini savunan iktisatçılar, para otoritesinin ekonominin karmaşık yapısı ile ilgili eksik bilgiye sahip olması ve politikacılar üzerinde çıkar grupları tarafından yapılacak olası baskıların doğuracağı olumsuz sonuçların üzerinde durmaktadırlar. Ancak, akıllı bir para otoritesi ihtiyari olarak saptadığı optimal politikaların oluşum sürecinde ekonominin işleyişiyle ilgili eksik bilgi sorununu hesaba katabilir. Şayet, para otoritesi iyi niyetliyse herhangi bir kuralla ellerini bağlamanın gereği yoktur. Bu anlamda iyi niyet sahibi olduğu düşünülen para otoritesine politika yapma serbestisinin verilmesi gerekmektedir<sup>5</sup>.

Keynesyen iktisatçılar, para otoritesinin ekonomi ile ilgili olarak yeterli bilgiye sahip olduğu ve bu bilginin kullanımıyla üretilecek politikaların daha istikrarlı sonuçlar yaratacağını savunmaktadır. Herhangi bir mekanik kural ile para otoritesinin ellerini bağlamanın sonucunda, beklenmeyen şoklar ve dalgalanmalara karşı belirlenen kuralın optimal cevap üretmeyeceğini vurgulamaktadırlar<sup>6</sup>. Bu yönüyle ihtiyari politikaların özünde varolan esnekliğin ekonomide beklenmeyen değişimlerle uyumlu aktivist politika uygulamalarına olanak verdiği düşünülmektedir.

James Tobin, para politikasının yürütülmesinde hiçbir mekanik kuralın ekonomik yapıdaki değişimlerle uyumlu çalışmayacağını belirtmektedir. Bu anlamda, politika yapıcılarının toplumsal refahı artırmaya yönelik uygulamalarında asıl öncelik kurallardan ziyade, para otoritesinin ekonominin durumuna ilişkin en uygun tahmin ve yargılarını içeren para politikası hedef ve faaliyet prosedürlerinin belirlenmesidir<sup>7</sup>.

Buna karşın Monetarist yaklaşımda para otoritesinin iyi niyetli olduğu kabul edilse bile ekonominin yapısı ile ilgili olarak eksik bilgiye sahip olduğu düşünülmekte ve ihtiyari olarak

---

<sup>5</sup> Robert Barro, "Recent Developments in the Theory of Rules Versus Discretion", The Economic Journal, vol.96, Supplement: Conference Papers, 1986, s.23

<sup>6</sup> Barro, "Recent Developments...", s.25

<sup>7</sup> James Tobin, "Monetary Policy: Recent Theory and Practice", Cowles Foundation Discussion Paper, no. 1187, 1998, s.3

uygulanacak politikaların toplumsal refahı azaltabileceğine inanılmaktadır. Bu sebeple para politikasının önceden belirlenmiş bir kurala göre izlenmesi, para otoritesinin beklenmedik koşullar karşısında alışılmış olmayan tepkiler vermesini engelleyecektir<sup>8</sup>.

Milton Friedman, para politikasının önceden belirlenmiş kurallara göre yürütülmesinin, önceden kural olmaksızın para otoritesinin ihtiyari uygulamalarıyla yürütülmesine göre daha istikrarlı sonuçlar üreteceğini ileri sürmektedir. Friedman, sabit oranlı parasal büyüme kuralına dayalı para politikası yürütülmesi ile, politika kuralının para otoritesinin performansını ölçme konusunda kriter sağlayacağını, otoritenin politik baskılarından kaçınmasına olanak vereceğini ve uygulanan iktisat politikalarına özel kesim açısından belirlilik kazandıracağını vurgulamaktadır<sup>9</sup>.

Belirtilmesi gereken önemli nokta, gerek Keynesyen gerekse Monetarist iktisatçıların para politikalarının yürütülmesine ilişkin politika önerilerinin, hem ekonominin işleyişine yönelik temel bakış açıları hem de öncelik verdikleri ekonomik sorunlar temelinde ele alınmasıdır. Esas olarak Keynesyen iktisatçılar, hükümetin aktivist para ve maliye politikaları uygulamak suretiyle, parasal ve mali göstergeleri sosyal olarak arzulanır düzeylerde saptayabileceklerini düşünmektedirler<sup>10</sup>. Uygulanacak aktivist politikalarla konjonktürel dalgalanmaları azaltmak ve ekonominin uzun dönem büyüme trendi çizgisinde ilerlemesini sağlamak mümkündür. Monetarist iktisatçılar ise ekonomiye istikrar sağlama amacıyla yapılacak müdahalelerin istikrar bozucu etkileri üzerine odaklanmaktadır. Devlet müdahalesinin olmadığı bir ekonomide özel sektörün istikrarlı olduğunu, politika otoritelerinin ekonominin işleyişi hakkında bilgi ve kapasitelerinin yetersiz olması sebebiyle müdahalelerin etkinliği azaltacağına inanmaktadırlar<sup>11</sup>.

Kurallar-ihtiyari politikalar tartışmasında, 1960'lı yıllar boyunca kurallar lehine ileri sürülen argümanların esasen politik iktisat boyutu taşıdığını da dikkate almak gerekmektedir. İnsanlar tarafından değil yasalar tarafından yönetilme arzusu, kamu politikalarının seçimle göreve

---

<sup>8</sup> ibid, s.4

<sup>9</sup> Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy", The American Economic Review, vol.58, No.1, March 1968, s.11

<sup>10</sup> Friedman, "The Role of Monetary..." s.14

<sup>11</sup> K. Alec Chrystal and S. Price, Controversies in Macroeconomics, Third Edition, Great Britain: Prentice Hall, 1994, s.160

gelmemiş teknokrat nitelikli kişilere bırakılmasının antidemokratik özellik taşımasına yönelik sıkıntılar, halkın teknokratların toplumdaki elit kesimi temsil etmesine karşı duyduğu tepkiler ve seçilen kişilerin kamu yararından çok kendi çıkarlarını ön plana alarak davranacaklarına dair kaygılar kurallar lehine argümanların ekonomi-politik boyutunu oluşturmaktadır<sup>12</sup>.

Para politikasının yürütülme biçimine yönelik olarak yapılan erken tartışmalar politika otoritesinin ekonominin işleyişine yönelik bilgi ve yetenekleri üzerinde yoğunlaşırken, 1970'li yıllarda dünyada yaşanan yüksek enflasyon deneyimlerinin açıklanmasında Yeni Klasik İktisat teorisinin kurallar lehine argümanları, tartışmayı yeni bir aşamaya taşımıştır. Kurallar-ihiyari politikalar tartışmasının ikinci aşamasında sorun, politika otoritelerinin ekonomi ile ilgili bilgilenme düzeylerinden ziyade, politikaların oluşum sürecinde rasyonel beklentilere sahip özel karar birimlerinin davranışlarının dikkate alınmaması durumunda para politikasının etkinliğini yitireceği düşüncesidir<sup>13</sup>.

1970'li ve 80'li yıllar boyunca geliştirilen yaklaşımlar; politika otoritesi ekonomi hakkında tam bilgiye sahip ve toplumsal refahı en üst düzeye çıkarmaya çalışan iyi niyetli bir otorite olsa bile, günün gereklerine uygun kararlar almasının dinamik olarak tutarsız sonuçlar yaratacağını ileri sürmekte ve kurallar lehine yeni argümanlar sunmaktadır<sup>14</sup>. Burada ağırlık noktasını ihtiyari politikaların özünde varolduğu öne sürülen enflasyonist eğilimin giderilmesi amacıyla para politikasının yürütülmesinin bağlayıcı bir taahhüt şeklinde kurala dayalı olarak ele alınması ve bu sorunun çözümüne yönelik önlemler oluşturmaktadır<sup>15</sup>. Bu durumda ihtiyari politikalar kurala dayalı politikaların özel bir varyantını ifade etmektedir. Para politikasının yürütülme biçimi ile ilgili olarak yapılan tartışmaların ulaştığı ikinci aşama, iktisat politikalarının oluşturulmasında Monetarist-Yeni Klasik İktisat çizgisinin Keynesyen (aktivist) politikalara yönelik güçlü eleştirileri üzerinde yükselmiştir. Bu sebeple öncelikle Keynesyen iktisat politikalarına olan güvenin sarsılma nedenlerini açıklamak gerekmektedir.

---

<sup>12</sup> Benjamin Friedman, "Monetary Policy", NBER Working Paper, No.8057, 2000, s.18

<sup>13</sup> Alan S. Blinder, Central Banking in Theory and Practice, Cambridge: The MIT Press, 1998, s.41

<sup>14</sup> ibid, s.42

<sup>15</sup> ibid, s.42

### 1.1.1. Keynesyen Politikaların Reformasyon Süreci ve Yeni Ekollerin Fiyat İstikrarına Yaklaşımları

Makroekonomik istikrarın sağlanmasında Keynesyen- aktivist iktisat politikaları 1970'li yılların başından itibaren ciddi bir sorgulamaya tabi tutulmuştur. Keynesyen iktisatçılar, ekonomik istikrarın sağlanmasında toplam talep yönetimi politikalarına ağırlık verdiklerinden 1970'lerde yaşanan arz şoklarının Keynesyen iktisatçıların analiz aletleriyle açıklanması mümkün olmamıştır. Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde hem işsizlik hem de enflasyon problemlerinin aynı anda yaşanması (stagflasyon) geleneksel makroekonomik teoriye duyulan güvenin kaybolmasını ve yeni bir makroekonomik teori arayışlarını beraberinde getirmiştir.

1960'lı yıllar boyunca politikacılar ve iktisatçılar Keynesyen politika uygulamalarıyla makroekonomik istikrarı sağlamaya çalışmışlar ve kamuoyundan büyük destek görmüşlerdir. Tanım olarak aktivist politika, işsizlik düzeyinin tam istihdam düzeyini aştığı her durumda genişlemeci para politikalarına başvurulması ve bu şekilde işsizliği düşürmeye yönelik önlemlerin alınması olarak açıklanabilir. Aktivist politikalar üzerine görüşler iki temel prensipten hareket etmektedir<sup>16</sup>.

İlk prensip, özellikle çok sayıda denklemden oluşan büyük makroekonometrik modellerin, para ve maliye politikalarındaki değişikliklerin ekonomi üzerindeki etkilerini doğru biçimde öngörmeye olanak verecek ölçüde gelişmiş olmalarıdır. Böylelikle para ve maliye politikalarını kullanarak ekonomideki konjonktürel dalgalanmaları hafifletmek mümkündür.

İkinci prensip, Samuelson-Solow (1960) tarafından yapılan çalışma ile popülerleştirilen, uzun dönemde Phillips Eğrisinin sunduğu değiş-tokuş ilişkisidir<sup>17</sup>. IS-LM analizinin ekonominin reel (mal piyasası) ve parasal (para piyasası) yönünü birlikte ele alarak para ve

---

<sup>16</sup> Michael Woodford, "Revolution and Evolution in Twentieth Century Macroeconomics", Paper prepared for the conference on Frontiers of the Mind in the Twentieth Century, Washington, June 14-18, 1999, s.7

<sup>17</sup> P. A. Samuelson and R. M. Solow, "Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy", The American Economic Review, vol.50, No.2, May 1960, s.177-194

maliye politikalarının etkileri hakkında bir kavramsal çerçeve sunmasına karşın ücret ve fiyatların davranışları hususunda herhangi bir açıklama sunmaması modelin enflasyon analizinde kullanılmasına imkan vermemiştir<sup>18</sup>. Modeldeki bu eksiklik Phillips eğrisi ile giderilmiştir. Orijinal (geleneksel) Phillips eğrisinde parasal ücretler ile işsizlik arasındaki ilişki, enflasyon oranı ile işsizlik oranı arasındaki ters yönlü ilişkiyi ifade edecek şekilde düzenlenmiştir.

Esas olarak Keynesyen iktisat politikalarına karşı üç güçlü argümanın ortaya konduğu görülmektedir: İlki, para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinin uzun ve değişken gecikmeler ile ortaya çıktığı, ikincisi, uzun dönemde işsizlik ve enflasyon arasında değiş-tokuşun bulunmadığı ve sonuncusu zaman tutarsızlığı problemidir. Bu üç güçlü argümandan ilki Monetarist İktisatçılar, ikincisi Monetarist ve Yeni Klasik İktisatçılar tarafından vurgulanırken, son argüman ise Yeni Klasik İktisatçılar tarafından ele alınmaktadır.

### **1. 1.2 Monetarist Para Politikası Argümanları**

Para politikasının ekonomi üzerinde yarattığı etkinin iki temel boyutu bulunmaktadır. Birincisi etkinin gücünü veya büyüklüğünü ölçen "büyüklük boyutu" ve ikincisi etkinin ortaya çıkmasındaki gecikmeleri ölçen "zaman" boyutudur. Aktivist politikanın etkin bir biçimde yürütülebilmesi için, politika otoritelerinin sözkonusu iki boyut hakkında bilgi sahibi olmaları gerekmektedir. Para otoritesinin, para politikasının doğru dozunu belirlemek için etkilerinin ne kadar güçlü olduğunu; politikanın uygun zamanını belirlemek için de etkilerinin ne kadar süre sonra hissedildiğini bilme zorunluluğu bulunmaktadır. Burada temel problem, büyüklük ve zamanlama boyutlarının aktivist politikanın doğru zaman ve güçte etki göstermesini sağlayacak kadar güvenilir ve anlaşılır nitelikte mi olduğu yoksa politikanın gereğinden zayıf (güçlü) ve/veya geç (erken) etki yaratmasına yol açacak şekilde bilinemez ve öngörülemez olup olmadığı sorunudur<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> David Romer, "Keynesian Macroeconomics Without LM Curve", Journal of Economic Perspectives, vol.14, No.2, Spring 2000, s.160

<sup>19</sup> Telatar, s. 112

Büyükölük boyutu açısından bakıldığında para politikasının iktisadi faaliyeti etkileme gücü hakkında bazı Keynesyen iktisatçıların, özellikle likidite tuzağının varlığı halinde para politikasının herhangi bir etkiye sahip olmadığını ileri sürdükleri görölmektedir. Öte yandan yapılan çalışmalar, ekonomik istikrarın sağlanmasında para politikası uygulamalarının maliye politikası uygulamalarına nazaran daha geniş, daha öngörülebilir ve daha hızlı etkilere sahip olduğunu ortaya koymaktadır<sup>20</sup>.

Zaman boyutu açısından bakıldığında ise, para politikasının etkilerinin ortaya çıkmasında uzun ve değişken gecikmelerin varlığı, Keynesyen makroekonometrik modellerde politikanın etkileri açısından belirsizlik doğurmaktadır. Bu argüman M. Friedman ve izleyicilerinin mensup olduğu Monetarist iktisat ekölü tarafından ileri sürölmektedir ve aktivist politikalara karşı ilk eleştiriyi oluşturmaktadır<sup>21</sup>.

M. Friedman, ekonomide istikrarsızlık yaratan faktörlerin etkilerini dengeleyebilmek için para politikasının sınırlı bir potansiyele sahip olduğunu düşünmektedir. Ekonomide istikrarsızlık yaratan faktörler ortaya çıktığı zaman bunların etkilerinin neler olacağını veya bu etkilere karşı ne tür bir para politikasının izlenmesi gerektiği hususunda yeterli bilgilendirme sözkonusu değildir<sup>22</sup>. Buna bağlı olarak Friedman, para politikasının yaratacağı etkilerin zaman ve büyüklüğü konusunda uzun ve değişken gecikmelerin varlığından hareketle aktivist politikalara karşı tavrı almaktadır.

Para politikasının etkilerine ilişkin gecikmeler üç kısma ayrılmaktadır<sup>23</sup>: İlk gecikme bir politika değişikliğine ihtiyaç duyulduğu zaman ile sözkonusu gereksinimin fark edildiği zaman arasındaki gecikme (teşhis gecikmesi), ikinci gecikme politikada değişiklik ihtiyacının fark edildiği zaman ile politikanın fiilen değiştirildiği zaman arasındaki gecikme (eylem gecikmesi), üçüncü gecikme ise politikanın değiştirilmesi ile etkilerinin ortaya çıkması arasındaki gecikmedir (etki gecikmesi). Teşhis gecikmesi ve eylem gecikmesi birlikte iç

---

<sup>20</sup> L. C. Anderson and J. L. Jordan, "Monetary and Fiscal Actions: A Test of their Relative Importance in Economic Stabilization", iç. W. E. Gibson and G. Kauffman, Monetary Economics Reading on Current Issues, USA: McGraw Hill, 1971, s.114

<sup>21</sup> Anderson and J. L. Jordan, "Monetary...", s.113

<sup>22</sup> Friedman, "The Role of Monetary...", s.12

<sup>23</sup> Milton Friedman, "A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability", The American Economic Review, vol.38, No.3, June 1948, s.255



gecikmeyi oluştururken, politikanın uygulamaya konması ile etkilerinin ortaya çıkmaya başladığı zaman aralığı dış gecikmeyi oluşturmaktadır.

Para politikasının uzun ve değişken gecikmelere sahip olması, aktivist politikaların yetersizliğine ilişkin politik bir argüman sunmaktadır. Buna göre halk ve özellikle politikacılar politika uygulamalarını değerlendirmeleri açısından miyopik bir bakış açısına sahiptir<sup>24</sup>. Yalnızca kısa döneme odaklanmakta ve politika etkilerinin temel ekonomik problemin kendi kendine düzelmesi için gereken zamandan bile daha uzun süre sonra ortaya çıkabileceğini anlayamamaktadırlar. Politikacıların çabuk sonuç alabilecekleri politikalarla ilgilenmelerinin ve politika enstrümanlarını aşırı manipüle etme tuzağına düşmelerinin temel nedeni, uzağı görememe ve gelecekle ilgilenmeme problemidir. Örneğin politika otoriteleri genişletici para politikasını kullanmak suretiyle gereğinden yüksek olduğuna inandıkları işsizliği düşürmek isteyebilirler. Bununla birlikte, genişletici politika arzulanan etkilerini yaratıncaya kadar, ekonomideki otomatik düzeltme mekanizmaları tam istihdama geri dönüşü sağlamış olabilir. Bu durumda aktivist para politikası ekonomiyi aşırı ısıtmış olabilir ki bu da enflasyona yol açacaktır<sup>25</sup>.

Para politikasının ekonomi üzerindeki etkisinin değişken olduğu ve bu durumun aktivist politikaların cazibesini zedelediği görüşü, sadece monetaristler tarafından değil, makroekonomik politikaların para arzına odaklanması ve sabit oranlı parasal büyüme kuralının benimsenmesine dair Monetarist argümanı benimsemeyen iktisatçılar tarafından da kabul edilmektedir<sup>26</sup>. İktisatçıların, Keynesyen makroekonometrik modellerin para ve maliye politikasının etkilerini doğru bir biçimde öngördüğüne dair inançlarını yitirmeleri, (fiili ve potansiyel büyümeye yönelik tahmin farklılıklarının büyük olması gibi nedenlerle) yeni politika hedefi olarak fiyat istikrarının belirlenmesi ve buna uygun alternatif model oluşturma çabalarının artmasına yol açmıştır.

---

<sup>24</sup> ibid, s.258

<sup>25</sup> Frederic S. Mishkin, "Strategies for Controlling Inflation" iç. Monetary Policy and Inflation Targeting, Phillip Lowe (Ed.), Reserve Bank of Australia, 1997, s.9

<sup>26</sup> Telatar, s.117

### 1.1.3 Yeni Klasik İktisatçıların Argümanları

Yeni Klasik İktisat teorisinin, Keynesyen-aktivist iktisat politikalarına yönelik itirazları, Robert E. Lucas Jr.'ın öncülüğünde T.J. Sargent ve N. Wallace'nin çalışmaları ile şekillenmiştir. Yeni klasik iktisadın monetarizm içinde filizlendiği ileri sürülmekle birlikte, monetarizmin dışında geliştiği ve önemli görüş ayrılıklarının var olduğunu belirtmek gerekir. İki görüş arasındaki temel farklılık, bekleyişlerin oluşturulma biçimi ile aktivist politikaların üretim ve istihdam üzerinde kısa dönemde etkili olup olmadığı hususundaki görüş ayrılıklarından kaynaklanmaktadır<sup>27</sup>.

Yeni klasik iktisatçılar, rasyonel bekleyişler altında ve ücret ve fiyatların tam esnekliği söz konusu olduğunda uygulanacak politikaların öngörülebilir ve öngörülemez olmak üzere iki kısma sahip olduğunu vurgulamaktadırlar. Belirtilmesi gereken önemli bir nokta ekonomideki karar birimlerinin bilgilenme düzeyiyle politika yapımcıların bilgilenme düzeyi arasındaki farklılığın, öngörülemez politikalar açısından doğuracağı sonuçlardır. Eğer ekonomideki karar birimlerine nazaran politika yapımcılar bilgi avantajına sahipse uygulanacak aktivist talep yanlı politikalarla sürpriz yaratabilmek ve reel üretim ve istihdamı etkileyebilmek mümkün olacaktır. Dolayısıyla politika etkinsizliği önermesi geçerliliğini yitirecektir<sup>28</sup>.

Para politikasının yürütülmesi açısından Yeni Klasik yaklaşım, uygulanacak politikaların öngörülebilir kısmını kurala dayalı olarak yürütülen politikalara atfetmektedir. Politika yapım sürecinde özel karar birimlerinin davranışları ve bekleyişleri önemli olduğundan Friedman tipi sabit bir kural destek bulmamaktadır. Zira politika etkinsizliğinin varlığı sistematik olarak uygulanacak hiçbir kuralın üretim ve istihdam üzerinde etkili olamayacağını ortaya koymaktadır.

Kurallar lehine argümanların dayanak noktası Monetarist yaklaşımda olduğu gibi politika yapımcıların ekonomi hakkındaki bilgilenme düzeylerinin yetersizliğinden ziyade özel karar birimlerinin doğru politikaları anlama ve tepki verebilmedeki etkinliklerinden

<sup>27</sup> Edmund S. Phelps, Seven School of Macroeconomic Thought, The Arne Ryde Memorial Lectures, Oxford: Clarendon Press, 1991, s.42

<sup>28</sup> Henriette M. Prast, "Time Consistency, Asymmetric Information and Monetary Policy Design: An Overview", De Economist, vol.144 No.3, September 1996, s.446

kaynaklanmaktadır<sup>29</sup>. Öte yandan esas olarak aktivist ihtiyari politikaların ekonomide istikrarsızlık yaratacağı konusunda varolan görüş birliği, ağırlığın kurala dayalı politikalara verilmesini gerektirse de ne çeşit bir kuralın uygulanacağı tartışma konusudur.

Aktivist politikaların güvenilirliğine yönelik olarak Monetarist-Yeni Klasik İktisat çizgisinin getirdiği eleştirilerin temel sonucu, iktisatçılar arasında, uzun dönemde enflasyon ve işsizlik arasında ters yönlü bir ilişkinin olmadığına dair genel bir kabulün oluşmasıdır. Ancak Yeni Klasik politika etkisizliğinin geçerliliğine yönelik olarak Yeni Keynesyen İktisatçılar tarafından yapılan eleştiriler, kısa vadede Phillips Eğrisi ilişkisinin geçerli olduğunu ortaya koymaktadır<sup>30</sup>. Bu eleştirilerin temelinde ise Yeni Klasik yaklaşımın ücret-fiyat esnekliği görüşünün kabul edilmemesi yatmaktadır.

#### **1.1.4 Yeni Keynesyen İktisatçıların Argümanları ve Aktivist Politikaların Temellendirilmesi**

Politika etkisizliği önermesine karşı olarak Yeni Keynesyen İktisatçılar yapmış oldukları çalışmalar çerçevesinde, uzun vadede Phillips Eğrisinin geçersizliğini ve rasyonel beklentileri esas almakla beraber, Keynesyen iktisatta yer alan ancak yeterince açık hale getirilmemiş nominal ücret ve fiyat rijitliklerini, ücret ve fiyat ataleti, çakışan ücret sözleşmeleri, etkin ücret teorisi, menü maliyetleri gibi mikroekonomik temeller aracılığıyla açıklamakta ve kısa vadede uygulanacak aktivist politikaların reel üretim ve istihdamı etkileyebileceğini ortaya koymaktadırlar<sup>31</sup>.

Ekonomide uzun vadeli ücret sözleşmelerinin varlığı, ücret ve fiyatların beklenen fiyat düzeyinde meydana gelen değişimlere hemen cevap vermesini engellemektedir. Fischer'e göre çalışanlar yeni bilgileri elde ederek enflasyon beklentilerinde hata yapmayıp rasyonel davranırlar bile, beklentilerindeki değişimi sözleşmelerin varlığı sebebiyle ücretlerine

---

<sup>29</sup> Laurence Ball, N.G. Mankiw and D. Romer, "The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off", iç. N.G. Mankiw and D. Romer (eds.), *New Keynesian Economics*, USA: MIT Press, 1992, s.150

<sup>30</sup> *ibid*, s.151

<sup>31</sup> *ibid*, s.154

uyumlaştıramayacaklardır<sup>32</sup>. Ücretlerin sözleşme dönemi boyunca yapışkan olması uygulanacak aktivist politikanın öngörülen olması halinde bile, talepte kaymalar ve reel etkiler yaratabilecektir. Bu durumda uzun dönemli ücret sözleşmelerinin varlığı politika etkisizliği önermesini geçersiz kılacaktır<sup>33</sup>.

Yeni Keynesyen iktisatçılar tarafından aktivist politikalara getirilen bir diğer temel, monopolcü rekabet piyasalarının varlığı ve menü maliyetlerinin fiyat yapışkanlıklarına yol açmasıdır. Firmaların fiyat ayarlama maliyetleri sebebiyle, sürekli fiyat değişimleri yerine, fiyatlarını sık olmayan aralıklarla ayarlamaları; karlarını başlangıçta maksimize etmiş firmaların aksi bir arz ya da talep şoku oluştuğunda fiyat ayarlaması yaparak elde edecekleri kazançlarının ayarlama maliyetlerinin altında kalabileceği, haliyle şoklara bağlı olarak az sayıda firmanın fiyatlarını değiştirmesinin makroekonomik düzeyde fiyatları çok değiştirmeyeceği sonucunu doğuracağı ileri sürülmektedir. Dolayısıyla fiyat yapışkanlıklarının varlığı nominal şokların reel etkiler yaratmasını beraberinde getirecektir<sup>34</sup>.

Yeni Keynesyen iktisatçılar, ekonomide ücret ve fiyatların yapışkan olması sebebiyle rasyonel beklentiler altında bile sistematik (ya da öngörülen) para politikasının kısa dönemde reel etkiler yaratabileceğini ileri sürerek, rasyonel beklentilerin varlığına rağmen Keynesyen-aktivist politika reçeteleri sunmaktadırlar<sup>35</sup>.

Yeni Keynesyen iktisatçılar arasında izlenecek politikalar hususunda herhangi bir görüş birliği bulunmamasına karşın, esas olarak üretim ve istihdamdaki dalgalanmaların açıklanmasında ücret ve fiyat yapışkanlıklarına önem vermelerine paralel olarak, para politikasının ekonominin istikrarını sağlamada aktif olarak kullanılabileceğine inanmaktadırlar. Bununla birlikte, para politikası uygulamalarının yaratabileceği olası

---

<sup>32</sup> Stanley Fischer, "Long Term Contracts, Rational Expectations and the Optimal Money Supply Rule", İç. Rational Expectations and Econometric Practice, s.261

<sup>33</sup> *ibid*, s.261

<sup>34</sup> Laurence Ball, N.G. Mankiw and D. Romer, "The New Keynesian Economics and the Output-Inflation Trade-off", iç. N.G. Mankiw and D. Romer (eds.), New Keynesian Economics, USA: MIT Press, 1992, s.150

<sup>35</sup> Politika etkisizliği önermesinin aksine para arzında beklenmeyen bir değişimin etkisi, para arzında beklenen bir değişimin üretim üzerindeki etkisinden daha büyüktür. O halde aktivist politikalar kısa dönemde üretim ve istihdamı etkileyebilmek için uygulanabilir. Stanley Fischer, "On Activist Monetary, Policy With Rational Expectations", NBER Working Paper No.0341, 1979, No.3 ve W.H. Buiter, "The Role of Economic Policy After the New Classical Macroeconomics" NBER Working Paper, No.580, 1980

belirsizliklerin büyüklüğü ve uzun ve değişken gecikmelerin varlığı sebebiyle ihtiyatlı davranmaktadırlar. Bu sebeple politika yapıcıların gelecekteki para ve maliye politikalarındaki değişmelerin etkisini tam olarak öngörme kabiliyetlerinin olması gerekmektedir<sup>36</sup>.

#### **1.1.4.1 Dinamik-Zaman Tutarsızlığı Sorunsalına Kydland-Prescott Yaklaşımı**

Dinamik zaman tutarsızlığı argümanının çıkış noktası çoğu merkez bankasının üretim ve istihdamı yüksek tutma arzularına bağlı olarak, sürpriz enflasyon yaratarak bundan yararlanacakları düşüncesidir<sup>37</sup>.

Dinamik-zaman tutarsızlığı problemine bağlı olarak oluşan kredibilite sorununun anti enflasyonist politikalar ve fiyat istikrarı açısından öneminin anlaşılabilmesi için öncelikle sözkonusu problemin ortaya çıkış dinamiği ve para politikası açısından önemini ortaya koymak gerekmektedir.

Optimal politikaların dinamik-zaman tutarsızlığı problemi, optimal kontrol teorisinin dinamik ekonomik sistemlerde uygulanamamasından kaynaklanmaktadır<sup>38</sup>. Optimal kontrol yaklaşımına göre  $t_0$  döneminde gelecekteki  $t_1$  dönemi için uygulanması amaçlanan optimal politikanın  $t_1$  döneminde fiili olarak uygulanan politika ile aynı olması gerekmektedir. Kydland ve Prescott'a göre böyle bir politika analizi geçmişte alınan kararların bugüne aynen uyarlandığı bir ekonomik planlama sürecini içermektedir<sup>39</sup>. Ancak bekleyişlerin rasyonel olduğu bir ortamda özel karar birimlerinin bugünkü davranışları gelecekteki politikalara ilişkin bekleyişlerine de bağlıdır. Bu yönüyle ekonomik planlama süreci doğaya karşı oynanan bir oyundan ziyade rasyonel birimlere karşı oynanan bir oyun niteliği taşır. Kydland ve Prescott, optimal kontrol teorisinin; cari sonuçların ve sistemin durumundaki hareketlerin, sadece cari ve geçmiş politika kararları ile sistemin cari durumuna bağlı

---

<sup>36</sup> Tom Stark and H. Taylor, "Activist Monetary Policy for Good or Evil", Business Review, FED of Philadelphia, March/April 1991, s.20

<sup>37</sup> Torsten Persson and G. Tabellini, "Political Economics and Macroeconomic Policy", IISS Seminar Paper, No.630, October 1997, s.3

<sup>38</sup> *ibid.*, s.4

<sup>39</sup> Finn E. Kydland and E. C. Prescott, "Rules Rather than Discretion. The Inconsistency of Optimal Plans", iç.Rational Expectations and Economic Practice, s.620

bulunduğu koşullarda uygun bir planlama aracı olduğunu, ancak ekonomik birimlerin cari dönemdeki kararlarının gelecekteki politika eylemlerine bağlı olduğu bir ortamda, iyi tanımlanmış ve üzerinde anlaşmaya varılmış bir sosyal amaç fonksiyonu geçerli olsa bile dinamik ekonomik sistemlerde uygulanamayacağını ileri sürmektedirler<sup>40</sup>.

Rasyonel bekleyişlere sahip ekonomik birimlerin ileriye dönük öngörülerde bulunduğu bir ekonomide bugünün iktisadi kararları sadece bugünün ve geçmişin olayları ile değil gelecek olaylar hakkındaki bekleyişlerle de belirlenirler. Böyle bir ortamda politika yapıcılar, araçlarını diğer rasyonel birimlerin aksiyon ve reaksiyonlarına bağlı olarak sürekli yeniden belirlerler. İktisat politikalarının yapım süreci böylelikle politika yapıcılar (hükümet, merkez bankası) ile özel kesimdeki birimler arasında oynanan bir oyun niteliğine bürünmektedir<sup>41</sup>.

Gelinen bu nokta, kurallar ihtiyari politikalar tartışmasını da yeni bir evreye taşımaktadır. 1960'lı yıllar boyunca yapılan tartışmalarda politika otoritelerinin ekonomi hakkında bilgilenme düzeylerindeki yetersizlik vurgulanırken, yeni yaklaşımda politika otoritelerinin amaçlarının toplumun amaçları ile tutarlı olduğu ve tüm ekonomik birimlerin rasyonel bekleyişler hipotezine uygun davrandıkları kabul edilmektedir<sup>42</sup>.

Kurallar-ihtiyari politikalar tartışması Kydland-Prescott'ta bağlayıcı sabit politika (kural), bağlayıcı olmayan ayarlanabilir politika (ihtiyari davranış) şekline dönüşmüştür. Çalışmalarında kurallar, taahhüt ya da bağlayıcı sabit karar olarak ele alınmaktadır. Taahhüt, bağlayıcılık niteliği olan bir sözleşmedir ve herhangi bir karar biriminin herkes tarafından gözlenebilen bazı dışsal değişkenlere koşullu olarak yapacağı hareketlerin önceden belirlenmesi amacına hizmet etmektedir<sup>43</sup>. Bağlayıcı olmayan ayarlanabilir politika ortamında ise politika otoritesi yalnızca kendi amaçlarına ulaşmasını sağlayacak politikaları uygulayacağını belirtmektedir<sup>44</sup>.

---

<sup>40</sup> *ibid.*, s.621

<sup>41</sup> *ibid.*, s.624

<sup>42</sup> Ball, Mankiw and Romer, "The New Keynesian..." s.129

<sup>43</sup> *ibid.*, s. 131

<sup>44</sup> Telatar, s.136

Kydland ve Prescott, Phillips Eğrisi örneğinden hareketle, politikanın kurallara göre yürütüldüğü ortam ile, bağlayıcı olmayan bir tarzda belirlendiği ortamdaki elde edilen sonuçları karşılaştırmaktadır. Buna göre para otoritesine politikasını bağlayıcı olmayan bir tarzda saptama yetkisi verildiği takdirde optimal politikaların zaman tutarsızlık problemi doğmaktadır. Bu probleme bağlı olarak, politikanın kurallara göre yürütüldüğü ortamdakinden daha yüksek bir enflasyon oranı ve değişmemiş bir işsizlik (üretim) oranı oluşmaktadır. Bağlayıcı olmayan politikanın yarattığı sonuçlar daha az arzulanır olduğundan fiyat istikrarını koruma hedefi seçilmeli ve politika kurallara göre yürütülmelidir. Zaman tutarsızlığını doğuran temel faktörler ise bireylerin geleceği dikkate alarak davranmaları ve politika otoritelerinin ilan edilen politikalara bağlı kalma konusundaki yeteneksizlikleridir<sup>45</sup>.

Zaman tutarsızlığı probleminin ortaya çıkışı ve para politikasının enflasyonist eğilimi, para politikasını yürütmekten sorumlu olan merkez bankasının politika kararları ile özel kesimin ekonomik kararları arasındaki zamanlamanın ex-ante ve ex-post güdüler itibarıyla farklı olmasından kaynaklanmaktadır. Bağlayıcı olmayan politika ortamında özel sektör uygulanacak politikayı gözlemeden önce politika hakkında bekleyişler oluşturmakta ve ekonomik kararlarını buna dayandırmaktadır. Bağlayıcı olmayan ortamda politika kuralının özel sektör kararları ile aynı zamanda veya daha sonra belirlenmesi arasında bir fark bulunmamaktadır. Önemli olan husus ex-ante ve ex-post kısıtların farklılığı nedeniyle para otoritesinin sürpriz yapma eğilimidir<sup>46</sup>.

#### **1.1.4.2 Para Politikasının Dizaynında Kurala Dayalı Politikaların Öneminin Anlaşılması: Barro- Gordon Yaklaşımı**

Dinamik-zaman tutarsızlığı yaklaşımı R. Barro ve D. Gordon tarafından enflasyonist eğilimi göstermek amacıyla para politikası çerçevesinde ele alınmıştır<sup>47</sup>. Modelde para otoriteleri yüksek istihdamdan hoşlanmakta ancak enflasyonun nihai hedefinden sapmasından hoşlanmamaktadır. Politika otoritesinin amacı uzun vadede enflasyonu düşük tutmaktır ve politikasını bir dönemden diğerine değiştirecek şekilde inisiyatif kullanabilir. Uzun vadede

---

<sup>45</sup> Kydland and Prescott, s.623

<sup>46</sup> *ibid.*, s.624

<sup>47</sup> Robert J. Barro and D. B. Gordon, "A Positive Theory Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, vol.91, No.4, August 1983, s.586-610

enflasyonu düşük tutma arzusu istihdamı yüksek tutma arzusu ile birleşince iki amaç arasında sorun oluşmakta, sonuçta politika otoritesi enflasyondaki yükselişi önlemekten ziyade enflasyonla beraber gelen ek istihdamdan yararlanmayı seçmektedir<sup>48</sup>. Bu durumda ekonomi enflasyonist bir eğilim kazanmaktadır.

Barro-Gordon, bu durumu ortaya koyabilmek için bağlayıcı politika (kural) ile bağlayıcı olmayan (ihtiyari) politika ortamlarını karşılaştırmaktadır. Rasyonel beklendişler varsayımı ve kısa dönem Phillips eğrisi dahilinde merkez bankası enflasyon ve işsizlik tercihlerinin yer aldığı bir toplumsal refah fonksiyonunu maksimize etmeye ya da toplumsal kayıp fonksiyonunu (loss function) minimize etmeye çalışmaktadır. Bu tercihler genellikle sıfır enflasyon ve doğal işsizlik oranına karşılık gelen üretim düzeyidir. Buradan hareketle her iki politika ortamı şöyle karşılaştırılabilir<sup>49</sup>:

$$u = u^n - \alpha (\pi - \pi^e) \quad (2)$$

Burada,

$u$  = İşsizlik oranı,  $\pi$  = Enflasyon oranı

$u^n$  = Doğal işsizlik oranı  $\pi^e$  = Beklenen enflasyon oranıdır<sup>50</sup>.

(5) nolu Phillips eğrisi eşitliğinde enflasyon oranı ( $\pi$ ), beklenen enflasyon oranını ( $\pi^e$ ) aştığında işsizlik oranı ( $u$ ) düşük, altında kaldığında ise işsizlik oranı ( $u$ ) yüksek olacaktır. Merkez bankasının toplumsal kayıp fonksiyonu ise şöyle yazılabilir:

$$L(u, \pi) = u + \gamma \pi^2 \quad (3)$$

$L(u, \pi)$ , merkez bankasının toplumsal kayıp fonksiyonudur ve bankanın hedefi fonksiyonu minimize etmektir.  $\gamma$  parametresi ise merkez bankasının enflasyona atfettiği nispi önemi ifade etmekte ve bankanın enflasyonun hedef değerine ulaşmasına önem verdiği varsayılmaktadır. İlk durumda merkez bankasının bağlayıcı sabit bir kurala

---

<sup>48</sup> *ibid.*, s.596

<sup>49</sup> *ibid.*, s.598

<sup>50</sup> *ibid.*, s.599



dayalı olarak belirli bir enflasyon hedefine ulaşmayı taahhüt etmesi ele alındığında, rasyonel beklemeyle sahip özel karar birimleri -hanehalkı ve firmalar- sözkonusu taahhüde güvenerek beklemeylelerini oluşturacaklar ve beklenen enflasyon fiili enflasyon oranına ( $\pi=\pi^e$ ), işsizlik de doğal işsizlik oranına ( $u=u^n$ ) eşit olacaktır<sup>51</sup>. Bu politika ortamında özel karar birimleri, merkez bankasının önceden ilan ettiği kurala bağlı kalacağına ve enflasyon sürprizi yaratmayacağına inanmaktadırlar<sup>52</sup>. İkinci durumda bağlayıcı olmayan ayarlanabilir politika uygulamasını ele aldığımızda, özel karar birimleri uygulanacak politikayı gözlemeden önce enflasyon beklemeylelerini ( $\pi^e$ ) oluşturmaktadırlar. Zira merkez bankası, özel karar birimlerinin beklemeylelerini kontrol edebilmekten yoksundur<sup>53</sup>. Beklemeyleler rasyonel olduğundan özel karar birimleri sürpriz enflasyon beklemeyleşi içindedirler. Bu durumda (5) ve (6) nolu ifadeleri eşitlenirse:

$$L(u, \pi) = u^n - \alpha(\pi - \pi^e) + \gamma\pi^2 \quad (4)$$

elde edilir. Burada toplumsal kayıp sürpriz enflasyon ile negatif, fiili enflasyon ile pozitif ilişkiye sahiptir. Toplumsal kayıp fonksiyonunu minimize edecek enflasyon oranını bulabilmek için (7) nolu ifadenin  $\pi$ 'ye göre türevi alınır:

$$dL / d\pi = -\alpha + 2\gamma\pi \quad (5)$$

elde edilir. (8) nolu eşitliğin sıfır olmasıyla toplumsal kayıp fonksiyonu minimize edileceğinden,

$$\pi = \alpha / 2\gamma\pi \quad (6)$$

sonucuna ulaşılır. Bağlayıcı olmayan ayarlanabilir politika ortamında, rasyonel beklemeylelere sahip özel karar birimleri merkez bankasının sürpriz enflasyon

<sup>51</sup> Kydland and Prescott, s.626

<sup>52</sup> Blinder Alan S., Central Banking in Theory and Practice, Cambridge: The MIT Press, 1998, s.10

<sup>53</sup> Bernanke Ben S. and M. Woodford, "Inflation Forecasts and Monetary Policy", Journal of Money, Credit and Banking, vol. 29, No. 4, November 1997, s.5

yaratabileceğinin farkında olduklarından, beklenen enflasyon fiili enflasyona ( $\pi=\pi^e=\alpha/2\gamma\pi$ ) ve işsizlik doğal işsizlik oranına ( $u=u^n$ ) eşit olacaktır. Bu sonuç, bağlayıcı olmayan ayarlanabilir politika ortamlarında, özel kesimin politika otoritesinin ilan ettiği politikaya sadık kalmayacağını bilmesi ve bundan dolayı politika açıklamalarına güven duymaması nedeniyle, enflasyonun daha yüksek bir düzeyde olacağını ancak işsizlik (üretim) düzeyinin değişmeyeceğini ifade etmektedir. Barro-Gordon, bu sebeple, politika otoritesinin sürpriz enflasyon yaratma güdüsünün parasal kuralların taahhüt edilmesiyle engellenebileceğini ileri sürmektedirler<sup>54</sup>.

Barro-Gordon'a göre, zaman tutarsızlığı problemi, özel kesimin politika yapıcılarının taahhütlerine bağlı kalacaklarına inandıkları zaman politika otoritelerinin kuraldan cayma eğilimleri sebebiyle ortaya çıkmaktadır. Politika otoriteleri için ex-ante dönemde sıfır olan optimal enflasyon oranı, özel kesim bekleyişlerini oluşturduktan sonra ex-post olarak pozitif olmaktadır<sup>55</sup>. Cukierman da, politika yapıcılarının pozitif enflasyon yaratma güdüsünün kısa vadede Phillips eğrisinin sunduğu üretim ve istihdamı artırma olanağı, nominal borçları eritip senyoraaj gelirlerini artırarak bütçe açıklarının finanse edilmesi, finansal istikrarı sağlama amacıyla merkez bankasının faiz oranlarına müdahalesi ve sabit kur rejimi altında yeterli döviz rezervi bulundurmaya yönelik ödemeler bilançosu güdülerine bağlı olarak ortaya çıktığını ifade etmektedir<sup>56</sup>.

### 1.1.4.3 Fiyat İstikrarının Sağlanmasında Kredibilitenin Öneminin Anlaşılması

Fiyat istikrarı için para politikasının oluşum süreci teorik bir çerçevede ele alındığında ex-ante ve ex-post güdüler arasındaki farklılığın, politika otoritesinin başlangıçta uygulayacağını açıkladığı programdan vazgeçerek zaman tutarsız bir davranış sergilemesinden kaynaklandığı görülmektedir. Politika otoritesinin uygulayacağı programın başarısı özel kesimin politika otoritesinin yarın nasıl davranacağına ilişkin inançlarına bağlı olarak şekillenecektir. Bu durum özellikle anti enflasyonist politikaların başarısı ve sosyal maliyetlerinin azaltılması

<sup>54</sup> Robert J. Barro and D. B. Gordon, "A Positive Theory Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, vol.91, No.4, August 1983, s.599

<sup>55</sup> *ibid.*, s.599

<sup>56</sup> Alexis Cukierman, *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, Cambridge: The MIT Press, 1992, s.1

bağlamında, özel kesimin politika otoritesinin ilan ettiği programa duydukları güvene bağlı olarak oluşan kredibilite sorunu çerçevesinde ele alınmaktadır<sup>57</sup>.

Kydland-Prescott analizi açısından bakıldığında, zaman tutarsızlığının varlığı kredibilitenin yokluğu anlamında tanımlanmaktadır. Bu yönüyle bağlayıcı sabit politika ortamında uygulandığında optimal olan politikalar, bağlayıcı olmayan politika ortamlarında doğan ex-post cayma güdüsü sebebiyle bir kredibilite sorunu taşımaktadır. Politika otoritesinin önceden ilan ettiği politikalardan vazgeçip özel kesimi kandırma güdüsü ile hareket etmesi rasyonel beklayışlere sahip özel kesim nezdinde uygulayacağı politikaların güvenilir olmamasıyla açıklanmaktadır. En genel anlamda kredibilite, bu bağlamda uygulanacak politikaların bugünü ve gelecekteki yönü hakkında özel kesimin sahip olduğu inancın politika otoritelerinin başlangıçta ilan ettikleri programla tutarlılık derecesini ifade etmektedir<sup>58</sup>. Bir diğer deyişle rasyonel karar birimlerinin uygulanacak politikaların başlangıçta ilan ettikleri haliyle bugün ve gelecekte yürütüleceğine dair inancı kredibilitenin varlığı olarak karşımıza çıkmaktadır<sup>59</sup>.

Kredibilitenin önemi anti-enflasyonist iktisat politikalarının üretim ve istihdam maliyetlerinin minimize edilmesi sürecine olan etkisinden kaynaklanmaktadır. Zira kısa dönem Phillips eğrisinin geçerli olması ve ücret ve fiyatlardaki yapışkanlığın para politikası değişikliklerine beklayışlerin uyumunu yavaşlatması halinde fiyatlar genel düzeyinde azalma üretimin ve istihdamın gerilemesine neden olacaktır. Dolayısıyla enflasyonu düşürmeye yönelik politikaların üretim kaybı yaratması söz konusudur. Bu anlamda kredibilitenin önemi, uygulanacak anti-enflasyonist programa yönelik beklayışleri olumlu etkileme ve programın tutarlı bir biçimde uygulanacağına dair güven oluşturmasından kaynaklanır. İlan edilen anti-enflasyonist programın rasyonel özel karar birimleri nezdinde kredibiliteye sahip olması dezenflasyon sürecine bir tür bonus (hediye) olarak katkıda bulunması anlamına gelmektedir<sup>60</sup>.

---

<sup>57</sup> Cecchetti Stephen G. and Erica L. Goshen, "Understanding Inflation: Implications for Monetary Policy", NBER Working Paper, No.7482, s.12

<sup>58</sup> Kydland and Prescott, s.625

<sup>59</sup> K. Blackburn and M. Christensen, "Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence", Journal of Economic Literature, vol.27, No.1, March 1989, s.2

<sup>60</sup> Blackburn and Christensen, s.3

1970'li yıllar boyunca anti-enflasyonist politikaların uygun bir biçimde düzenlenmesi yönünde iki yaklaşım önerilmiştir. İlk yaklaşımı enflasyon oranında sürekli ve öngörülebilir bir azalışı içeren aşamalı strateji oluşturmaktadır ki Monetarist iktisatçılar tarafından önerilmektedir. İkinci yaklaşım ise Yeni Klasik iktisatçılar tarafından ileri sürülen ve enflasyon oranında hızlı ve öngörülemez bir biçimde azalmayı içeren bir programın uygulandığı şok stratejisidir. Bu iki politika önerisindeki temel farklılık, piyasanın yeni programa uyarlanma hızı ve dezenflasyonun yaratacağı maliyetler konusundaki görüş ayrılıklarından kaynaklanmaktadır. Farklılıklar ne olursa olsun her iki yaklaşımın başarısında rol oynayan temel unsur uygulanacak anti-enflasyonist politikaların özel kesim nezdinde taşıdığı kredibilitedir.

Kydland-Prescott ve Barro-Gordon analizleri ve Yeni klasik iktisadın rasyonel beklentiler yaklaşımı kurallar-ihiyari politikalar tartışmasını, iktisat politikalarının uygulanmasında ne tür bir kuralın uygulanacağı, uygun politikaların nasıl düzenleneceği ve aktivist-ihiyarilik derecesinin ne olacağı, uygulanacak politikaların kurumsal boyutunun nasıl oluşturulacağı tartışmasına dönüşmüştür. Tüm bu sorular, politika otoritesi ile özel kesim arasındaki etkileşimin enflasyon oranını belirlediğini kabul eden ve para politikasını oyun teorik bir çerçevede ele alan pozitif para politikası ve enflasyon teorisi çerçevesinde ele alınmaktadır. Para politikası ve enflasyonun oyun-teorik bir yaklaşımla ele alınması, sendikalarla yapılan toplu ücret pazarlıkları, devletin iç borçlanma stratejileri gibi süreçlerde fiyat belirleyici olan özel kesimin kararlarının para politikasının geleceğine ilişkin beklentileri içermesi halinde para otoritelerinin bu beklentileri dikkate alması gerekliliğini beraberinde getirmiştir. Enflasyon beklentileri ne kadar yüksek ise enflasyonu düşürmeye yönlendirilen para politikasının üretim-istihdam maliyetleri ve ex-post yüksek faiz oranlarının maliyeti de yüksek olacaktır. Üretim ve istihdam gibi reel değişkenlerin politika amaçları arasında yer alması durumunda, enflasyon beklentilerinin para politikası kararları ve enflasyon üzerinde önemli etkileri doğmaktadır. Tüm bunların sonucunda pozitif enflasyon teorisi çerçevesinde enflasyonun düşürülebilmesi enflasyon beklentilerinin düşürülmesi konusundaki başarıya bağlanmakta ve fiyat istikrarına yönelik her para politikası hedefleme stratejisi kredibilitayı sağlamak durumunda kalmaktadır<sup>61</sup>.

---

<sup>61</sup> Telatar, s.151

### 1.1.4.3.1. Kredibilite ve Para Politikasındaki Rolü

Bir merkez bankasının kredibilitesi, para politikası etkinliğini çeşitli yollarla artırır<sup>62</sup>;

- Kredibilitesi yüksek bir merkez bankasından gelen sinyaller kamuoyu ve ekonomik aktörler tarafından daha kolay anlaşılır.
- Bu durum parasal aktarım mekanizmasının daha etkin işlemesi ve para politikasının maliyetlerinin düşmesi demektir.
- Eğer kamuoyu merkez bankasının enflasyonu düşük tutmakta kararlı olduğuna inanırsa gelecekteki enflasyona dair beklentiler fiyat istikrarına endekslenir.
- Kredibilitesi yüksek ve son kredi mercii rolündeki bir merkez bankası enflasyon beklentilerini olumsuz yönde etkilemez; zira kamuoyu sağlanan likiditenin geçici olduğunu ve geri çekileceğini bilmektedir.

1998 yılında Blinder, 84 ülkenin merkez bankası başkanı ve çeşitli ülkelerin üniversitelerinden 53 akademisyenle yaptığı anket çalışmasında “Merkez bankaları için kredibilite neden önemlidir?” ve “Bir merkez bankası nasıl kredibilite sağlayabilir?” şeklindeki iki ana soruya cevap aramıştır<sup>63</sup>. Çıkan sonuçlar, merkez bankacıları ile akademisyenler arasında kredibilitenin önemi konusunda genel bir uzlaşımın varlığını ortaya koymuşsa da, fiyat istikrarı ile kredibilite arasındaki korelasyon bağlamında merkez bankacıların akademisyenlere göre konuya daha güçlü vurgu yaptıklarını göstermiştir.

Bununla beraber, aynı araştırmadan çıkan bir diğer sonuç da kredibilitenin “ne için” önemli olduğuna dair akademisyenler ve profesyoneller arasındaki düşünce farklılığının saptanmasıdır. Merkez bankacılar büyük oranda “düşük enflasyon için” cevabını verirken, akademisyenler “bağımsızlık”, “yerli paranın korunması”, “son kredi mercii olması” ve “daha az dezenflasyon maliyetleri” arasında dağılım göstermişlerdir<sup>64</sup>.

<sup>62</sup> Ignazio Angeloni and Michael Ehrmann: *Monetary Transmission Evidence From Europe*, European Central Bank Economic Policy Printed in Great Britain, October 2003, s. 470-501

<sup>63</sup> A.S. Blinder, *Central Bank Credibility: Why Do We Care?, How Do We Build It*, American Economic Review, 90 (5), 2000, s.1421-1431

<sup>64</sup> *ibid*, s.1426

Kredibilite tesisinin nasıl olması gerektiğine ilişkin soruya verilen cevaplarda ise akademisyenler ve merkez bankacıların büyük oranda “dürüstlük geçmişi”nin önkoşul olduğu konusunda görüş birliği içinde oldukları gözlenmiştir. Bunun yanında enflasyonla mücadele geçmişi, şeffaflık ve bağımsızlık da hemen hemen aynı oranlarda önemli görülmektedir.

#### 1.1.4.3.2. Merkez Bankası Kredibilitesine Toplumsal Refah Yaklaşımı

Merkez bankası kredibilitesine ilişkin bir diğer teorik çerçeve de sosyal refah yaklaşımıdır. Kydland ve Prescott ile Barro ve Gordon’un çalışmalarından hareketle, yaklaşımın ana hatları ve kabulleri şu şekilde özetlenebilir<sup>65</sup>:

- Kısa vadede Philips Eğrisi’nin geçerli olduğu bir durumda işsizlik oranındaki sapmalar enflasyon oranındaki değişimlerle paralel bir trend izlemektedir.
- Para otoritesinin enflasyona negatif, işsizliğe de pozitif ağırlık verdiği bir toplumsal refah fonksiyonu vardır; Para arzı oranını belirleyerek enflasyon üzerinde tartışmasız bir kontrol sağlar, bu da toplumsal refah fonksiyonunu maksimize eder.
- Kamuoyu da merkez bankasının aksiyonlarını doğru bir biçimde algılayarak enflasyon beklentilerini buna göre belirler.

Yaklaşım, Lucas tipi bir toplam arz fonksiyonu benimsemektedir<sup>66</sup>:

$$Y_t = Y_n + (\pi_t - \pi_t^e) + e_t$$

Burada  $\pi_t$ , t zamanındaki cari enflasyonu,  $\pi_t^e$  aynı zamandaki enflasyon beklentilerini ifade etmektedir.  $Y_n$ , potansiyel çıktı düzeyi,  $Y_t$  cari çıktı düzeyini,  $e$  parametresi de homojen dağılan ve 0 ortalamaya sahip arz şoklarını göstermektedir<sup>67</sup>.

Denklem, enflasyon oranını dikkate alan kamuoyunun beklentileri de hesaba katılarak ücret sözleşmeleri vb. unsurlarla genişletilebilir. Eğer enflasyon beklenenin üzerinde

<sup>65</sup> F. Kydland and E. Prescott (1977): *Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*, Journal of Political Economy, 85, s. 473-491

<sup>66</sup> R.E. Lucas, *Expectations and Neutrality of Money*, Journal of Economic Theory, 4 (2), 1972, s.113

<sup>67</sup> Kydland and E. Prescott: “*Rules Rather Than Discretion...*” s.479

gerçekleşirse, ücretler düşecek, firmalar istihdamı artırma yoluna gideceklerdir. Enflasyon beklentilerin altında kalırsa, ücretlerdeki reel artış nedeniyle istihdam bundan olumsuz etkilenecektir<sup>68</sup>.

Şayet merkez bankasının yüksek veya düşük enflasyon konusundaki tercihi kamuoyu tarafından anlaşılammışsa, yapılacak açıklamalar inandırıcı olmayacak ve çoğu zaman şüpheyle karşılanacaktır. Bunun nedeni, merkez bankasının asıl hedefi olan fiyat istikrarı dışındaki ekonomik değişkenlere de önem atfettiğinin görülecek olmasıdır. Oysa kredibilite için asıl önemli olan koşul, bir merkez bankasının düşük enflasyon taraftarı olduğunu aldığı her kararlar, yaptığı her açıklamayla vurgulaması ve bunun devamlılığını sağlayabilmesidir.

### **1.1.5 Fiyat İstikrarına Modern Yaklaşım: Yeni Neo-Klasik Sentezin Teorik Altyapısı**

1990'lı yılların başından itibaren, para politikası literatüründe meydana gelen gelişmeler ve fiyat istikrarı amacına uygun makroekonomik model arayışları çerçevesinde, Yeni Klasik-Reel Konjonktür Teorisi<sup>69</sup> çizgisi ile Yeni Keynesyen iktisat arasında bir yakınlaşmaya tanık olunmaktadır. Bu yakınlaşma, 1960'lı yılların başında J.R. Hicks, P.Samuelson ve D. Patinkin gibi iktisatçılar tarafından geliştirilen Neo-Klasik Sentez yaklaşımına benzer şekilde, Klasik ve Keynesyen unsurları biraraya getirmesi sebebiyle Yeni Neo-Klasik Sentez (New Neoclassical Synthesis) olarak adlandırılmaktadır. Yaklaşımın öncüleri arasında M. Goodfriend, R.G. King, R. Clarida, J. Gali, M. Gertler gibi iktisatçılar yer almaktadır<sup>70</sup>.

---

<sup>68</sup> *ibid.*, s.481

<sup>69</sup> Reel Konjonktür Teorisi, Keynesgil yaklaşıma karşı, 1980'li yılların başından itibaren F. Kydland, E. Prescott ve C. Plosser gibi iktisatçılar tarafından geliştirilmiştir. Reel Konjonktür teorisyenleri Yeni Klasik iktisat yaklaşımının esnek ücret-fiyat unsurlarını dinamik genel denge modellerinde kullanarak konjoktürel dalgalanmaların kantitatif açıklamalarını yapmaktadırlar. Teoriye göre ekonomi klasik dikotomiye uygundur üretim istihdam gibi reel değişkenler para arzı gibi nominal değişkenlerden etkilenmemektedir. Bu anlamda para hem uzun dönemde hem kısa dönemde yansızdır (süper yansızlık). Öte yandan yaklaşım konjoktürel dalgalanmaları maliye politikası değişiklikleri, teknolojik şoklar gibi reel değişkenlere bağlı olarak açıklamaktadır. Woodford, s.25-26 ve R.G.King and C.I.Plosser, "*Money, Credit and Prices in a Real Business Cycle*", *The American Economic Review*, vol.74, No.3, June 1984, s.363-380

<sup>70</sup> Marvin Goodfriend, "*Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer*", *International Finance* vol.5, Issue 2, July 2002,s.166

Yeni Neo-Klasik Sentez, Klasik ve Keynesyen unsurları biraraya getirmek suretiyle orijinal sentezin ruhunu miras almıştır. Metodolojik olarak Yeni Neo-Klasik Sentez, dinamik genel denge teorisini kullanmak suretiyle mikroekonomi ve makroekonomi arasındaki ayırımı ortadan kaldırmaya çalışmaktadır. Bu anlamda Yeni Klasik-Reel konjonktür Teorisi çizgisinde zamanlararası optimizasyon ve rasyonel beklendiği, Yeni Keynesyen İktisat çizgisinde eksik rekabet ve maliyetli fiyat ayarlama unsurlarını dinamik makroekonomik modellerde biraraya getirmektedir. Böylelikle makroekonominin yeni dinamik mikro temellerini ortaya koymaktadır. Ayrıca para politikasının önemi ve rolü konusunda monetarist çizgiyi benimsemektedir. Reel Konjonktür Teorisi çekirdeğine sahip olarak optimal para politikalarının kullanımına olanak sağlamaktadır. Bu yönüyle Yeni Neo-Klasik Sentez, Reel Konjonktür teorisyenleri gibi para, enflasyon ve konjonktür dalgalanmaları arasındaki ilişkiyi açıklamaya yönelik kantitatif modeller oluşturmayı amaçlamaktadır<sup>71</sup>.

Yeni Neo-Klasik Sentez, herhangi bir makroekonomik düşünce okuluna mensup olmaktan ziyade, pragmatik bir biçimde çeşitli düşünce okullarının katkılarını biraraya getirmektedir. Bu yönüyle yaklaşımın makroekonomik politikaların ideolojik içeriğini azalttığı ileri sürülmektedir<sup>72</sup>.

Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı temel özellikleri itibariyle enflasyon dinamiklerinin doğasına yeni bir perspektif getirmektedir. Firmalar bugünkü fiyatlama kararlarını alırken, geleceğe yönelik talep ve maliyet koşullarıyla ilgili beklendiğini fiyatlara yansıtırlar. Böylelikle fiyatlar genel düzeyindeki değişimler, mevcut fiyatlama kararlarını yansıtır ve enflasyon ileriye yönelik bir boyut kazanır. Rasyonel ileriye yönelik fiyatlama, monopolcü rekabet ve Reel Konjonktür teorisinin dinamik unsurlarıyla biraraya geldiğinde, para politikası ile reel ekonomik faaliyetler arasındaki ilişki; para politikasının firmaların ortalama mark-up düzeyi üzerindeki etkisi aracılığı ile kurulmaktadır. Buna göre toplam talebi artıran herhangi bir para politikası uygulaması marjinal maliyetleri artırmakta ve ortalama mark-up'ı azaltmaktadır. Ortalama mark-up'taki düşüş, Reel Konjonktür Teorisi çerçevesinde

---

<sup>71</sup> Marvin Goodfriend and Robert G. King, "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy", FED of Richmond Working Paper, No.98-5, June 1997, s.2

<sup>72</sup> Goodfriend and King, "The New Neoclassical...", s.3



vergilerdeki azalmaya benzer şekilde üretim ve istihdamdaki artışın sürmesine yol açmaktadır. Böylelikle mark-up düzeyindeki değişimler enflasyondaki değişimlerin kaynağı olmaktadır<sup>73</sup>.

Kısa dönemde, rijitliklerin varlığı sebebiyle, enflasyon-üretim (istihdam) arasındaki değiş-tokuş ilişkisi, uzun dönemde enflasyon değişkenliği ve üretim değişkenliği arasındaki değiş-tokuşun varlığı ile temsil edilmektedir. Buna göre fiyat istikrarına yönelik politikalar reel üretim ve istihdamda değişkenliğe, üretimin (istihdamın) istikrarına ya da konjonktürel dalgalanmaların azaltılmasına yönelik politikalar enflasyonda değişkenliğe yol açmaktadır<sup>74</sup>. Bu çerçevede ekonominin performansı hedef enflasyon oranı etrafındaki enflasyon değişkenliğine ve potansiyel ya da tam istihdam düzeyindeki üretim değişkenliğine bağlı olarak değişmektedir. Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımında, bu yönüyle, üretim açığı kavramının önemi büyüktür. Üretim açığı, üretimin potansiyel değerinden sapmasını ifade etmektedir. Enflasyondaki değişimlerin kökeninde mark-up düzeyindeki değişimler rol oynadığından, yaklaşımın Reel Konjonktür teorisi çerçevesinde verimlilik, maliye politikası, petrol şokları gibi arz yanlı şoklara yer vermesi, para politikasının üretimin potansiyel değerinden sapmaları dikkate alması gerekliliğini doğurmaktadır. Zira üretim açığındaki değişimler mark-up düzeyini değiştirecek ve dolayısıyla enflasyonu etkileyecektir<sup>75</sup>.

Yukarıdaki açıklamalar sonucunda yaklaşımın temel politika önerisi, optimal politikanın hem fiyat istikrarını hem de üretim açığının istikrarını gerçekleştiren politika olduğudur. Böyle bir politika hem mark-up düzeyinin istikrarını -ki mark-up sıfır enflasyonda minimize olmaktadır- ve dolayısıyla fiyat istikrarını sağlamakta hem de üretimi potansiyel düzeyinde tutmakta ve "nötr politika" olarak adlandırılmaktadır. Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımına göre politika otoritesi, üretime yönelik olarak ekonominin arz yanından gelebilecek herhangi bir şoku dengeleyecek şekilde toplam talebi "aktivist" bir biçimde kullanmak durumundadır. Buradan, daha önce değinilen tartışmaların aksine, aktivist politikaların fiyat

<sup>73</sup> Jordi Gali, "New Perspectives on Money, Inflation and the Business Cycle", NBER Working Paper, No.8767, February 2002, s.3

<sup>74</sup> John B. Taylor, "The Inflation/output Variability Trade off Revisited", iç. Goals Guidelines and Constraints Facing Monetary Policymakers, Jeffrey C. Fuhrer (Ed.), FED of Boston Conference, June 1994, s.22

<sup>75</sup> Goodfriend and King, "The New Neoclassical....", s.46

istikrarı amacına uygun bir şekilde kullanılabilceğinin rasyonel temeline ulaşılmaktadır<sup>76</sup>.

Yaklaşım, kısa dönemde fiyat rijitlikleri sebebiyle toplam talebin reel ekonomik faaliyetlerin temel belirleyicisi olduğu düşüncesini ortaya koymaktadır. Bu anlamda para politikasının ekonomi üzerinde güçlü etkileri vardır. Para politikasına atfedilen önemin pozitif ve normatif açıdan iki önemli sonucu doğmaktadır. Pozitif açıdan konjonktür dalgalanmaları para politikası uygulamalarından bağımsız olarak algılanamaz. Bu sonuç Reel Konjonktür teorisindeki produktivite, maliye politikası ve nispi fiyat şoklarına atfedilen önem ile beraber ele alınmaktadır. Normatif açıdan ortaya çıkan sonuç ise toplam talebin makroekonomik istikrarın sağlanması amacıyla para politikası tarafından yönlendirilmesi gereğidir<sup>77</sup>.

Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı, enflasyonun dinamiklerinde mark-up düzeyinde beklenen değişmelere önem verdiği için fiyat istikrarına yönelik para politikası taahhütlerinin kredibiliteye sahip olması üzerinde durmaktadır. Fiyat istikrarına yönelik politikaların kredibiliteye sahip olması bir yandan dinamik-zaman tutarsızlığı problemini ortadan kaldırırken diğer yandan bekleyişlerin enflasyon hedefiyle uyumlu hale gelmesini sağlamaktadır. Bu sebeple kurumsal olarak merkez bankasının bağımsızlığı gereklidir. Merkez bankasının açık bir enflasyon hedefine yönelik taahhütte bulunması hem para politikasının şeffaflığına hem de enflasyon hedefine ulaşmada başarılı olup olmaması konusunda hesap verebilirliğine katkıda bulunmaktadır<sup>78</sup>.

Yaklaşım, para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesini benimsemektedir. Para politikasının açık bir enflasyon hedefine ulaşma amacıyla yürütülmesinin iki temel gerekçesi bulunmaktadır. İlki, fiyat istikrarının makroekonomik istikrar ve büyüme için öneminden doğmaktadır. İkincisi ise enflasyonun sadece para politikası tarafından kontrol edilebileceği ve uzun dönemde para politikasının yalnızca enflasyonu etkileyebilme gücüne sahip olmasıdır. Buna bağlı

---

<sup>76</sup> Marvin Goodfriend and Robert G. King, "The Case for Price Stability", NBER Working Paper, No.8423, August 2001, s.40

<sup>77</sup> Goodfriend and King, "The New Neoclassical...", s.26

<sup>78</sup> Gali, s.3.ve Philip Arestis and Malcolm Sawyer, "Can Monetary Policy Affect the Real Economy?", The Levy Economics Institute Working Paper, No.355, 2002, s.3

olarak, maliyet kökenli enflasyon dinamikleri ihmal edilmekte örneğin gelirler politikası gibi alternatif politikalar etkin bulunmamaktadır<sup>79</sup>.

Yaklaşımına göre optimum para politikası enstrümanı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Merkez bankası enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefine ne ölçüde uygun olduğuna bakarak faiz oranını belirlemektedir. Ekonomide denge faiz oranı, toplam talebi toplam arzı eşitleyen ve fiili üretim ile potansiyel üretimi eşitleyen (sıfır üretim açığı) faiz oranıdır. Dolayısıyla para politikası dışsal bir süreç olmaktan ziyade ekonomik gelişmelere sistematik bir biçimde cevap veren içsel bir süreç haline gelmektedir. Para politikası enstrümanı olarak faiz oranının seçilmesi ile enflasyon hedeflemesine de vurgu yapılmaktadır. Enflasyon hedeflemesi para politikası enstrümanının simetrik bir biçimde kullanılması ile ele alınmaktadır. Buna göre enflasyon hedefin üzerinde olduğunda kısa vadeli faiz oranı yükseltilmekte, enflasyon hedefin altında olduğunda kısa vadeli faiz oranı düşürülmektedir<sup>80</sup>.

Daha önce ele alınan ve 1970'li yıllardan bu yana para politikası literatürüne yapılan katkıların, Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı bünyesinde biraraya getirilmesi iktisatçılar arasında para politikasının dizaynı ve yürütülmesi hususunda bir uzlaşma zemini oluşturmuştur. Yaklaşım makroekonomik istikrarın sağlanmasında fiyat ve üretim istikrarını birarada yürütmeye yönelik politika uygulamalarına (nötr politika) imkan verirken, kuralla dayalı ve aktivist politikalar arasında bir dikotomi olmadığını rasyonel temellerini açıklamaktadır. Öte yandan istikrarın sağlanmasında para politikasına (maliye politikasına nazaran) merkezi bir rol atfedilmekte ve enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde para politikasının yalnızca enflasyonu kontrol etmeye yönelmesi vurgulanmaktadır.

## **1.2. Enflasyon Hedeflemesi**

İlk defa Aralık 1989'dan itibaren Yeni Zelanda da uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesinin, özellikle 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren artan bir biçimde

---

<sup>79</sup> Arestis and Sawyer, "*Can Monetary Policy...*", s.3

<sup>80</sup> Goodfriend and King, "*The New Neoclassical...*", s.43. ve Arestis and Sawyer, "The Nature and the Role of Monetary Policy When Money is Endogenous", s.3

gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler tarafından para politikası hedefleme stratejisi olarak benimsendiği görülmektedir.

1995 yılına gelindiğinde dünyada Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, Avustralya ve İsveç'ten oluşan 5 gelişmiş ülkenin enflasyon hedeflemesi uyguladıkları gözlenmektedir. Bu ülkelere 1999 yılında Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Güney Kore, İsrail, Kolombiya, Polonya, ve Şili'den oluşan 7 gelişmekte olan ülke katılmıştır. 1999 yılı sonu itibariyle enflasyon hedeflemesi uygulayan 12 ülke varken, 2007 yılı sonu itibariyle 2'si gelişmiş (İzlanda ve Norveç) 7'si gelişmekte olan ülke (Filipinler, Güney Afrika, Macaristan, Meksika, Peru, Tayland ve Türkiye) olmak üzere 9 ülke daha katılmıştır<sup>81</sup>.

İlk defa gelişmiş ülkelerce izlenen enflasyon hedeflemesinin, son yıllarda ağırlıklı olarak gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulandığı gözlenmektedir. Gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Kolombiya, Meksika, Şili, Peru gibi Latin Amerika ülkeleri, Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya gibi Avrupa Birliği üyesi ve Euro'ya geçmek üzere olan geçiş ekonomilerinin yanı sıra Filipinler, G. Kore ve Tayland gibi Asya ülkeleri ile G. Afrika, İsrail ve son olarak Türkiye bulunmaktadır. Gerek dünyada büyük kabul görmesi, gerekse Türkiye'nin de bu stratejiyi benimsemesi nedeniyle enflasyon hedeflemesi amaç değişken hedefleme stratejisi bağlamında teorik, fiyat istikrarına yönelik uygulama özellikleri bağlamında da pratik olarak ayrıntılı bir biçimde incelenecektir.

### **1.2.1 Enflasyon Hedeflemesine Teorik Yaklaşımlar**

1970'li yılların başından günümüze gerek iktisat teorisindeki gelişmeler gerekse merkez bankalarının para politikası uygulamalarından elde ettiği deneyimler, para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olması gerektiği hususunda geniş bir uzlaşığı ortaya koymaktadır. Bu uzlaşığı, tartışmaların para politikasının fiyat istikrarına uygun bir

---

<sup>81</sup> T. Petursson, "The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance", Central Bank of Iceland Working Paper No. 23, June 2004, s. 14

biçimde dizayn edilmesi ve yürütülmesine odaklanmasının yanı sıra enflasyon hedeflemesinin teorik temellerini de ifade etmektedir<sup>82</sup>.

Bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi; para politikasının fiyat istikrarı amacına uygun bir biçimde dizayn edilebilmesi için gerekli olan açık bir hedef ve bu hedefin ve dolayısıyla para politikasının kredibilitesinin sağlanması için gerekli olan merkez bankasının bağımsızlığı, şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi kurumsal unsurları ve taahhüt mekanizmalarını kendi bünyesinde bir araya getirmektedir. Bu yapı; stratejinin, para politikasının günümüzde ulaştığı düzeyi yansıtan bir doğaya sahip olmasına karşılık gelmektedir<sup>83</sup>.

Enflasyon hedeflemesi, düşük ve istikrarlı bir enflasyona ulaşmayı ve bunu sürdürülebilir kılmayı arzulayan bir ülkede para politikasının temel amacının fiyat istikrarı olması gerektiği yönünde literatürde oluşan entelektüel-teorik ve ampirik birikimin ürünüdür<sup>84</sup>. Bu anlamda sözkonusu birikim, para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olması gerektiği yönünde varılan dört temel uzlaşma noktasını ifade etmektedir:

1. Para arzındaki bir artış orta vadeden uzun vadeye kadar nötrdür bir diğer deyişle parasal genişlemenin üretim veya işsizlik üzerinde nihai bir etkisi yoktur, sadece fiyatları etkiler. Dolayısıyla merkez bankaları uzun vadede sadece enflasyon hedefini (fiyat istikrarını) gözetmelidirler.
2. Enflasyon hem kaynakların etkin dağılımı hem de uzun dönemli sürdürülebilir büyümenin sağlanması açısından önemli maliyetler oluşturmaktadır.
3. Para kısa dönemde nötr değildir - zira kısa vadede ücret ve fiyatlar yapışkandır-bu anlamda para politikası üretim ve işsizlik gibi bir dizi reel değişken üzerinde önemli kısa vadeli etkilere sahiptir. Ancak bu etkilerin doğası ve/veya büyüklüğü, kendilerini

---

<sup>82</sup> Mishkin Frederic S. and A.Posen, *Inflation Targeting: Lessons from Four Countries*, FED of New York Economic Policy Review, Vol.3 No.3, August 1997, s.21

<sup>83</sup> *ibid.*, s.22

<sup>84</sup> Mishkin Frederic S., "Issues in Inflation Targeting", iç. Price Stability and Long Run Target for Monetary Policy Mishkin Frederic S., "Strategies for Controlling Inflation" iç. Monetary Policy and Inflation Targeting, Phillip Lowe (Ed.), Reserve Bank of Australia, 1997

gösterecekleri zaman ufku ve ekonominin diğer bölümlerine yansımaları hususu yeterince açıklığa kavuşmuş değildir.

4. Para politikası enflasyon üzerinde süresi belirsiz bir gecikme ile etkili olmakta ve enflasyon üzerindeki etkisi değişkenlik göstermektedir. Bu iki faktör merkez bankalarının dönem bazında enflasyonu kontrol edebilme gücünü azaltmaktadır<sup>85</sup>.

Enflasyon hedeflemesini savunanlar tarafından sözkonusu dört uzlaşma noktasına ilave edilen beşinci bir uzlaşma noktasından söz etmek mümkündür. Buna göre merkez bankasının para politikası uygulamasında ihtiyari biçimde davranma olanağına sahip olması para politikasına enflasyonist bir eğilim kazandırmaktadır. Daha önce incelenen dinamik zaman tutarsızlığı argümanı çerçevesinde, uygun bir taahhüt tekniğinin geliştirilmemiş olması durumunda merkez bankasının düşük enflasyon hedefinin kredibilitesi sağlanamamaktadır<sup>86</sup>.

Zaman tutarsızlığı argümanı, para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarını sağlamak olması gerektiği üzerindeki uzlaşmaya bağlı olarak, fiyat istikrarına uygun para politikası hedefleme stratejilerinin dizaynı ve yürütülmesi yönündeki arayışların temelini oluşturmaktadır. Son yirmi yılda optimal para politikalarının dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili olarak yapılan tartışmaların üç temel nokta üzerinde yoğunlaştığı görülmektedir:

1. Phillips eğrisinin modern versiyonu çerçevesinde fiyat istikrarı ile üretim istikrarı arasındaki en uygun bileşimin – optimal para politikasının – sağlanması,
2. Optimal politikanın zaman tutarsızlığı sorunu çerçevesinde hem enflasyon hem de üretimde meydana gelebilecek dalgalanmaları azaltabilmek için uygun taahhüt mekanizmalarının geliştirilmesi,

---

<sup>85</sup> Paul R.Masson, S.Sharma and M.A.Savastano, “*The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries*”, IMF Working Paper No. 130, October 1997, s.5-6

<sup>86</sup> *ibid*, s.5

3. Para politikası temel enstrümanının herhangi bir istikrarsızlık yaratmadan nasıl kullanılacağını ortaya koyan para politikası kurallarının belirlenmesi<sup>87</sup>.

Sözkonusu üç temel sorun etrafında yapılan araştırmaların, Yeni Klasik ve Yeni Keynesyen iktisatçılar arasında bir uzlaşmayı ve para politikasının teorik çerçevesiyle uygulama süreçleri arasında bir köprüyü ifade eden Yeni Neoklasik Sentez yaklaşımı dahilinde şekillendiği görülmüştür. Bu anlamda Yeni Neoklasik Sentez yaklaşımı yukarıdaki üç temel sorunun çözümü ve fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik olarak enflasyon hedeflemesini temel politika reçetesi olarak ileri sürmektedir<sup>88</sup>.

Yukarıda belirtilen uzlaşma noktaları ve optimal para politikalarının dizaynı ve yürütülmesi yönünde geliştirilen yaklaşımlar üzerine bina edilen enflasyon hedeflemesi, öncelikle, literatürde ve uygulamada para politikası ile ilgili teorik-ampirik gelişmelere uygun bir hedefleme stratejisi olması ve sözkonusu gelişmeleri bünyesinde barındırması itibariyle önem kazanmaktadır. Bu çerçevede gerek iktisatçılar gerekse merkez bankacılar arasında para politikasının temel prensipleri ve kurumsal özellikleri hususunda varılan uzlaşmanın temel çizgileri şöyle sıralanabilir.<sup>89</sup>

Temel Prensipler:

- Fiyat istikrarı ekonominin sağlıklı işlemesi için önemli faydalar sağlamaktadır.
- Maliye politikası para politikası ile birlikte uyumlu çalışmalıdır.
- Zaman tutarsızlığı kaçınılması gereken önemli bir sorundur.
- Para politikası ileriye yönelik bir biçimde yürütülmelidir.
- Politika yapıcılar demokrasinin işleyişinin bir gereği olarak hesapverebilir olmalıdır.
- Para politikası sadece fiyat istikrarı ile değil üretim istikrarı ile de ilgilenmelidir.
- Finansal krizler ve finansal istikrarsızlıklar üretimde ciddi azalışları beraberinde getirmektedir.

---

<sup>87</sup> William T.Gavin, "Inflation Targeting: Why it Works and How to Make it Work Better", FED of St.Louis Working Paper No.027, September 2003, s.8

<sup>88</sup> Yeni Neoklasik Senteze uygun bir model çerçevesi için Robert G. King and A.L.Wolman, "Inflation Targeting in a St.Louis Model of the 21st Century", Fed of St.Louis Review, vol.78 No.3, May-June 1996

<sup>89</sup> Frederic S.Mishkin, "What Should Central Banks Do ?", Fed of St.Louis Review, vol.82 No.6, November - December 2000, s. 1-11

## Kurumsal Özellikler

- Para politikasının uzun vadede öncelikli hedefi fiyat istikrarı olmalıdır.
- Fiyat istikrarının sağlanmasında açık bir nominal çapa kullanılmalıdır.
- Merkez bankası politikalarını oluşturma açısından amaç bağımlı(goal dependence) olmalıdır.
- Merkez bankası politika araçlarını seçmede enstrüman bağımsızlığına sahip olmalıdır.
- Merkez bankası politika uygulamalarında hesapverebilir olmalıdır.
- Merkez bankası politika uygulamalarında şeffaflığa ve kamuoyu ile iletişim prosedürlerine önem vermelidir.
- Merkez bankası fiyat istikrarına destek sağlamak amacıyla finansal istikrar amacına da sahip olmalıdır<sup>90</sup>.

Para politikasının dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili olarak ortaya konulan temel prensipler ve kurumsal özelliklere ait çerçeve, ilk olarak 1989 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesinin “yeni” bir hedefleme stratejisi olup olmadığına dair tartışmaları beraberinde getirmektedir.

Esas olarak uygulamada yer alan merkez bankacılar, parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi şeklinde 1970'li yıllardan bu yana gelişen hedefleme stratejilerine ait temel çizgi içerisinde; enflasyon hedeflemesinin, geçmiş hedefleme stratejilerinden radikal bir kopuştan ziyade, sözkonusu çizginin kendi içerisinde meydana gelen olayı ifade ettiğini belirtmektedirler. Bu anlamda enflasyon hedeflemesi, merkez bankacılar açısından para politikasının yürütülmesinde henüz denenmeyen nominal çapayı oluşturmakta ve daha önce denenmiş hedefleme stratejilerinin güçlü yanlarının korunduğu ancak handikaplarının ortadan kaldırıldığı bir stratejiyi ifade etmektedir<sup>91</sup>.

---

<sup>90</sup> *ibid*,s.8

<sup>91</sup> Gabriel Sterne, “*Inflation Targets in a Global Context*”, 10 Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges, Fourth Annual Conference of the Central Bank of Chile, Santiago, November 30- December1, 2000, s.5, Örneğin İngiltere Merkez Bankası başkanı Mervyn King'e göre enflasyon hedeflemesi para teorisi ve politikası ya da para politikası aktarım mekanizması açısından yeni bir görüşü ifade etmemektedir.Mervyn King, “Challenges for Monetary Policy: New and Old”, iç.New Challenges of Monetary Policy, FED of Kansas, August 26-28 1999, s.32



Bunun yanında enflasyon hedeflemesinin entelektüel – tarihsel kökenleri A. Marshall (1887), K. Wicksell (1898) ve ardından I. Fisher ve J.M. Keynes (1923)'in çalışmalarında, para politikası için temel bir standard oluşturmaya yönelik olarak fiyat endekslerinin oluşturulması ve hedeflenmesi yönündeki çabalara kadar geri götürülmektedir<sup>92</sup>. Buna bağlı olarak İsveç'in 1930'lu yılların başında “fiyat düzeyi hedeflemesi” şeklinde oluşturduğu para politikası stratejisinin temel prensipleri ve kurumsal özellikleri itibariyle sözkonusu çalışmalar neticesinde oluşturulduğu ve dolayısıyla günümüzde enflasyon hedeflemesinin para politikasının yürütülmesinde “yeni “bir çerçeveyi ifade etmediği ileri sürülmektedir<sup>93</sup>.

Bu argümanlara karşıt olarak Bernanke ve Mishkin, enflasyon hedeflemesinin, özellikle para politikasının günümüzde vardığı düzey ve uygulama biçimini yansıtması ve geçmişten farklı olarak şeffaflık ve hesapverebilirliğe yapmış olduğu güçlü vurgular dahilinde “yeni “bir hedefleme stratejisi olduğunu vurgulamaktadırlar. Bu yönleriyle enflasyon hedeflemesi gelecekte tüm merkez bankalarının uygulayabileceği ortak ve sistematik bir para politikası çerçevesi sağlamaktadır<sup>94</sup>.

Öte yandan enflasyon hedeflemesi ile özellikle parasal hedefleme arasındaki ayrımın “semantik” içeriğe sahip olduğuna ve sadece farklı değişkenlere ait enformasyonlara ağırlık vermeleri sebebiyle de enflasyon hedeflemesinin “yeni” bir içeriğe sahip olmadığı ve bu anlamda tüm ara hedefleme stratejileri arasında “temel bir eşdeğerlik teoremi”nin varlığına da işaret edilmektedir. Bu argümanlar dahilinde enflasyon hedeflemesinin izlerini tarihsel deneyim sürecinde ve diğer hedefleme stratejilerinin teknik karakteristiklerinde bulmak mümkündür<sup>95</sup>.

---

<sup>92</sup> Andrew G.Haldane, “On Inflation Targeting in the United Kingdom”, Scottish Journal of Political Economy, vol.45, No.1, February 1998, s.2

<sup>93</sup> Claes Berg and Lars Jonung, “Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931-1937”, Journal of Monetary Economics, vol.43 no.3, June 1999, s..526-551

<sup>94</sup> Ben S.Bernanke and Frederic S.Mishkin, “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, Journal of Economic Perspectives, vol.11 No.2, Spring 1997, s.98

<sup>95</sup> Haldane, s.4

Bernanke ve Mishkin, diğer hedefleme stratejileri ile enflasyon hedeflemesi arasındaki temel farkın, yukarıda ortaya konulan para politikasının temel prensipleri ve kurumsal özelliklerini tek bir hedefleme stratejisi çatısı altında ortaya koyması olduğunu belirtmektedir. Buna bağlı olarak enflasyon hedeflemesi para politikasını nihai amaç üzerine inşa etmek suretiyle tüm iktisadi ajanların para politikası ile nelerin yapılabileceğini ya da para politikasından nelerin beklenip beklenemeyeceğini kavradıkları bir para politikası çerçevesi ortaya koymaktadır<sup>96</sup>.

Bu yönüyle, enflasyon hedeflemesinin önemli bir özelliği literatürdeki gelişiminin yaklaşımın çeşitli ülkeler tarafından uygulanmasından ve belirli bir deneyim kazanılmasının ardından 1990'lı yılların sonu ve 2000'li yılların başından itibaren yoğunlaşmış olmasıdır. Ülkelerin farklı uygulamaları ve farklı yazarlar tarafından enflasyon hedeflemesinin farklı unsurlarının ön plana çıkarılarak ele alınması belirli bir kavramsal çerçevenin oluşturulması yönünde güçlükleri beraberinde getirmektedir<sup>97</sup>.

Nitekim, bu güçlükleri yansıtır bir biçimde, literatürün ve para politikası uygulama sürecinin teknik özelliklerine bağlı olarak kullanılan terminolojide de belirli farklılıklar oluşmuştur. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi katı-esnek, tam-kısmi, doğrudan-dolaylı, açık-gizli (ya da örtük) gibi çeşitli nitelemelerle tanımlanmakta ve tanımlardaki bu çeşitlilik hangi ülkelerin enflasyonu hedefledikleri yönünde yapılacak bir sınıflandırmayı da güçleştirmektedir<sup>98</sup>.

Para politikası hedefleme stratejisi olarak on beş yıllık bir uygulama geçmişine sahip olmasına karşın, enflasyon hedeflemesinin nasıl tanımlanacağı ve hangi ülkelerin enflasyon hedeflemesi uyguladıklarının belirlenmesi hususunda literatürde ortak bir görüşün bulunmadığı da görülmektedir. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesinin kendi evrimi içerisinde hareketle belirli ayırt edici karakteristiklerinin oluşmasına bağlı olarak ortak bir tanım çerçevesinin çıkarılması mümkündür.

---

<sup>96</sup> Bernanke and Mishkin, s. 101

<sup>97</sup> Bu yargı enflasyon hedeflemesini konu alan gerek erken tarihli gerekse son tarihli hemen hemen tüm çalışmalarda vurgulanmaktadır. *Inflation Targets*, (eds.) Leonardo Leiderman and Lars E.O.Svensson, London: Center for Economic Policy Research, 1995, s.11-18 ve Edwin M.Truman, *Inflation Targeting*, Washington: Institute of International Economics, October 2003, s.5-9

<sup>98</sup> Edwin M.Truman, *Inflation Targeting...*, s.7

Esas olarak enflasyon hedeflemesinin tanımlanmasında iki temel sorun ile karşılaşmaktadır. İlk sorun, enflasyonun ve buna bağlı olarak fiyat istikrarının, para arzı ve döviz kuru gibi bir ara hedef değişken olmaktan ziyade her ülkenin ulaşmayı arzuladığı nihai bir politika amaç değişkeni olmasından kaynaklanmaktadır. İkinci sorun, hedefleme stratejisinin adaptasyonu açısından, ülkelerin enflasyon hedeflemesinin farklı unsurlarını farklı dönemlerde uygulamaya koymalarından kaynaklanmaktadır. Bir diğer deyişle her ülke, enflasyon hedeflemesini özellikle şeffaflık ve operasyonel karakteristikler açısından farklı düzeylerde/biçimlerde uygulamakta ve stratejilerinin uygulama sonuçları ve deneyimlerine bağlı olarak süreç içerisinde olgunlaştırmaktadırlar. Bunda enflasyon hedeflemesinin henüz kendi evrim süreci içerisinde olması ve ülkelerin bu evrim sürecinin farklı aşamalarında enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmeleri de rol oynamaktadır.

Para politikası hedefleme stratejileri incelenirken tartışıldığı gibi “eğer bir merkez bankası enflasyonu hedef aldığını söylüyorsa o merkez bankasının enflasyon hedeflemesi uyguladığı söylenebilir” şeklinde bir kendini tanımlama (self-declaration) kabul edilebilir<sup>99</sup>. Ancak böyle bir tanım enflasyon hedefi açıklamanın, enflasyon hedeflemesi uygulaması için ne kadar gerek ve yeter şart olduğuna bağlı olarak problem oluşturmaktadır. Bu anlamda enflasyon hedeflemesini, para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğu kabulüne dayandığından hareketle, sadece fiyat istikrarını amaçlayan para politikası şeklinde tanımlamak mümkün değildir. Bu durum, fiyat istikrarı, rakamsal bir enflasyon hedefi şeklinde operasyonel hale getirilerek tanımlansa bile geçerlidir. Zira, incelendiği üzere, fiyat istikrarının para politikasının temel amacı olduğu hususunda genel bir uzlaşma mevcuttur. Aksi halde tüm başarılı merkez bankalarının enflasyon hedefleyici, başarısız olanlarında enflasyon hedefleyici olmadığı şeklinde yanlış bir sonuç ortaya çıkabilir<sup>100</sup>.

Nitekim, Bundesbank ve AMB'nin para politikası stratejileri esas olarak fiyat istikrarını amaçlamalarına ve açık ya da örtük rakamsal bir enflasyon hedefine sahip olmalarına

---

<sup>99</sup> Otmar Issing, “*Inflation Targeting: A View from the ECB*”, iç. Inflation Targeting: Prospects and Problems, Fed of St. Louis Review, vol.86, no.4, July-August 2004, s.169

<sup>100</sup> *ibid.*, s.170

rağmen enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanmamaktadır. Bu bağlamda söz konusu merkez bankaları fiyat istikrarı amacı ve enflasyon hedefleriyle, esas olarak para politikası ile nelerin yapılabileceğinin anlaşılması ve uygulama performanslarının değerlendirilmesi için bir kriteri ortaya koymaktadırlar.

Fiyat istikrarı amacı ve rakamsal enflasyon hedefinin varlığının enflasyon hedeflemesi uygulandığı yönünde bir anlamı doğurmaması karşısında, belirgin bir tanım yapabilmek için enflasyon hedeflemesinin temel karakteristiklerinin ortaya konması gerekir. Bu konuda ülkelerin enflasyon hedeflemesini farklı düzeylerde uygulamalarına bağlı olarak çeşitli iktisatçılar ve merkez bankacılar tarafından farklı karakteristikler ortaya konarak genel bir liste dahilinde tanımlama yapılmaktadır<sup>101</sup>.

Literatürde enflasyon hedeflemesinin genel bir çerçevede tanımı şöyle yapılmaktadır: Enflasyon hedeflemesi, enflasyon oranı için yıllık ya da daha fazla bir zaman aralığını içeren resmi bir rakamsal hedefin (ya da hedef aralığının) kamuoyuna ilan edildiği ve fiyat istikrarının para politikasının nihai ve öncelikli amacı olduğu bir para politikası çerçevesidir. Enflasyon hedeflemesinin diğer karakteristikleri arasında para otoritelerinin para politikasının yönü ve geleceğine ilişkin planları ve amaçları ile ilgili olarak kamuoyu ile güçlü bir iletişim prosedürü ve şeffaflığa dayalı politika süreçleri oluşturmaları yanında sözkonusu amaçlara ulaşmak için merkez bankasının hesapverebilirliğini sağlayıcı mekanizmaların bulunması yer almaktadır<sup>102</sup>.

Yukarıdaki tanım çerçevesinde bakıldığında, enflasyon hedeflemesinin rakamsal bir enflasyon hedefinin ilanı ve fiyat istikrarı amacının önceliğinden daha öte bir içeriğe sahip olduğu görülmektedir. Bu tanımda açık olarak belirtilmese de, enflasyon hedeflemesini savunanlar tarafından dile getirilen önemli bir karakteristik, stratejinin fiyat istikrarı dışında kalan üretim istikrarı ve finansal istikrar gibi amaçları gözardı

---

<sup>101</sup> Örneğin Hans Genberg enflasyon hedeflemesinin para politikasının amaçlarının belirtilmesinden başka bir içeriğe sahip olmadığını belirterek çok genel bir tanım yapmaktadır. Hans Genberg, "Inflation Targeting- The Holy Grail of Monetary Policy?", HKIMR Working Paper No.2, January 2002, s.2

<sup>102</sup> Ben S.Bernanke, Thomas Laubach et al., *Inflation Targeting: Lessons from International Experience*, Princeton: Princeton University Press, 1999, s.4

etmediği ve bu amaçlarla ilgili olarak ta kamuoyu ile güçlü bir iletişim ve şeffaflık sürecine sahip olduğudur<sup>103</sup>.

Enflasyon hedeflemesi, hedefe ulaşım ulaşmama konusunda aktif bir değerlendirme sürecine sahip olması itibariyle diğer hedefleme stratejilerinden ayrılmaktadır. Zira para politikasının sahip olduğu şeffaflık ve kamuoyu ile iletişime verilen önem stratejinin temel çekirdeğini oluşturan unsurlardan biridir. Bu anlamda gerek fiyat istikrarı dışındaki amaçlar gerekse enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesi ile ilgili şeffaflık süreçlerinin strateji bünyesinde ön plana çıkması optimal para politikalarının dizayn edilmesinde yeni bir ortodoksinin oluştuğu şeklinde nitelendirilmektedir<sup>104</sup>.

Bernanke vd. (1999) tarafından yapılan tanıma paralel olarak Mishkin (2000), Hebbel (2002) ve Tapia ve Ito ve Hayashi (2004) tarafından çeşitli ülke deneyimleri çerçevesinde yapılan tanımların temel özellikleri takip eden tabloda görülmektedir. Merkez bankasının bağımsızlığı hemen hemen tüm tanımlarda enflasyon hedeflemesinin bir karakteristiği olarak belirtilmesine karşın, enflasyon hedeflemesine geçiş ile birlikte aynı anda bağımsızlığı sağlayıcı düzenlemelerin yapılmadığından hareketle, sözkonusu özellik ayırtedici bir nitelikten ziyade para politikasının modern unsurlarından biri olarak ta değerlendirilmektedir<sup>105</sup>.

Öte yandan takip eden tabloda yer alan tanımlarda bazı karakteristikler enflasyon hedeflemesinin tanımlanmasında belirgin bir biçimde vurgulanmazken örtük olarak ilgili yazarlar tarafından sözkonusu karakteristiklerin kabul edildiği görülmektedir. Örneğin para politikasının operasyonel değişken olarak enflasyon tahminlerini kullanması Ito ve Hayashi tarafından belirgin bir biçimde vurgulanmasına rağmen Hebbel ve Tapia her ülkenin bu kriteri sağlamadığından hareketle örtük olarak sözkonusu karakteristiğe vurgu yapmaktadırlar.

---

<sup>103</sup> Truman, s.13

<sup>104</sup> Jon Faust and Dale W.Henderson, “*Is Inflation Targeting Best-Practice Monetary Policy?*”, iç.Inflation Targeting: Prospects and Problems, s.119

<sup>105</sup> Thorarinn G. Petursson, “*New Focuses in Central Banking: Increased Independence, Transparency and Accountability*”, Monetary Bulletin, Central Bank of Iceland, No.4, 2001, s.50

Enflasyon hedeflemesini katı-zorlayıcı bir kural çerçevesinde değerlendirenlerin temel argümanı, stratejinin üretimin istikrarı vb. diğer amaçları hiç dikkate almadığı ve bu anlamda katı bir uygulama sunması nedeniyle enflasyon hayranı merkez bankalarına uygun olduğudur. Bu yaklaşım para politikası kurallarını Kyland-Prescott-Barro-Gordon çizgisi dahilinde ele almaktadır<sup>106</sup>.

Bernanke ve Mishkin'e göre enflasyon hedeflemesini klasik bir politika kuralı olarak tanımlamak iki önemli eleştiriyi beraberinde getirir. İlk olarak, para politikasının enflasyon dışında başka bir amacının olmadığı fikri merkez bankacılar, kamuoyu ve akademisyen-iktisatçılar tarafından pek destek bulmayacaktır. Buna bağlı olarak, merkez bankalarının üretim, istihdam, döviz kuru gibi değişkenleri dikkate alması enflasyon hedeflemesinin kural olarak algılanması sonucunda olumsuz makroekonomik sonuçların doğmasını beraberinde getirecektir<sup>107</sup>.

Nitekim, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler düşük ve istikrarlı enflasyonu başarmaları ve sürdürmelerine rağmen dezenflasyonun düşük üretim-istihdam maliyetlerine neden olduğuna dair yeterince ampirik kanıt bulunmamaktadır. Bu bağlamda para politikası kuralının adaptasyonu ile artan kredibilitenin dezenflasyonun reel maliyetlerini azaltacağı argümanı enflasyon hedeflemesi için geçerli olmamaktadır.

---

<sup>106</sup> Benjamin M.Friedman, "The Use and Meaning of Words in Central Banking: Inflation Targeting, Credibility and Transparency", NBER Working Paper No. 8972, June 2002, s.9

<sup>107</sup> Bernanke and Mishkin, s. 105

**Tablo 1: Enflasyon Hedeflemesinin Temel Karakteristikleri**

Temel Karakteristikler	Bernanke vd. (1999)	Mishkin (2000)	S.Hebbel ve Tapia (2002)	Ito ve Hayashi (2004)
Para politikasının birincil ve öncelikli amacı olarak fiyat istikrarına yönelik kurumsal taahhüt	Evet	Evet	Örtük Olarak Evet	Evet
Açık bir rakamsal enflasyon hedefinin ilanı	Evet	Evet	Evet	Evet
Enflasyon hedefi için belirli bir zaman ufku (orta vade)	Evet	Evet	Örtük Olarak Evet	Örtük Olarak Evet
Operasyonel değişken olarak enflasyon tahminlerinin kullanılması	Açık Değil	Örtük Olarak Evet	Örtük Olarak Evet	Evet
Para politikasının yönü ve geleceği ile ilgili yüksek düzeyde şeffaflık ve iletişim prosedürleri	Evet	Evet	Evet	Evet
Merkez bankasının politikaları ile ilgili hesapverebilirlik mekanizmaları	Evet	Evet	Evet	Evet
Merkez bankasının enstrüman bağımsızlığı	Evet	Evet	Evet	Evet
Para politikasının yürütülmesinde mümkün olan tüm enformasyonun kullanılması	Örtük Olarak Evet	Evet	Açık Değil	Açık Değil
Merkez bankasının enflasyonu tahmin etme ve reaksiyon gösterme kapasitesi	Örtük Olarak Evet	Örtük Olarak Evet	Evet	Örtük Olarak Evet

Kaynak: Bernanke et al., p.4, Frederic S. Mishkin, “*Inflation Targeting in Emerging Market Countries*”, The American Economic Review, vol.90 No.2, May 2000, p.105, Klaus Schmidt-Hebbel and Matias Tapia, “*Monetary Policy Implementation and Results in Twenty Inflation Targeting Countries*”, Banco Central de Chile Working Papers No. 166, June 2002, p.1, Takatoshi Ito and Tomoko Hayashi, “*Inflation Targeting in Asia*”, HKIMR Occasional Paper, No.1, March 2004, p.7’den yararlanılarak hazırlanmıştır.

Bu çerçevede enflasyon hedeflemesi, teknik olarak, merkez bankasına basit ve mekanik bir kural gibi uygulama prosedürü sunmamaktadır. Aksine, ekonominin çeşitli yapısal modelleri ve mümkün olan tüm enformasyonun değerlendirildiği, “her şeye bak” (look at everything) şeklinde nitelendirilebilecek ve tek bir hedefe odaklanmayı

gerektirmeyen bir politika çerçevesi sunmaktadır. Bunun yanında, orta vadeden uzun vadeye uzanan enflasyon hedefi, merkez bankalarına istihdam ve döviz kuru gibi değişkenleri dikkate alabilecekleri ya da ihtiyari davranabilecekleri bir manevra alanı temin etmektedir<sup>108</sup>.

Bernanke vd., (1999) bu anlamda enflasyon hedeflemesini ; para politikasının esnekliğini kaybetmeden belirli bir kavramsal çerçeve ve doğasında var olan disipline edici etkiyle beraber, hem kural hem de ihtiyari uygulamalara atfedilen avantajları bünyesinde barındıran “sınırlandırılmış ihtiyarılık” nitelemesiyle karakterize etmektedirler<sup>109</sup>.

Sınırlandırılmış ihtiyarılık, politika kuralının katılığı ile ihtiyari politikaların özünde varolan disiplin eksikliği arasında bir dengeyi ifade etmektedir. Bu bağlamda, merkez bankası ekonominin işleyişi ile ilgili eksik bilgi ortamının ve politika gecikmelerinin varlığı dahilinde kısa vadede oluşabilecek rahatsızlıkların üretim ve istihdam üzerindeki etkilerini ortadan kaldırma imkanına kavuşmaktadır. Bununla birlikte, para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin belirli bir gecikme ile ortaya çıkmasına bağlı olarak, uzun vadeli nihai amacı olan enflasyona (fiyat istikrarı) yönelik tahhüdünü korumakta ve olası enflasyonist baskıları önceden müdahale ile ortadan kaldırmaktadır. Dolayısıyla sınırlandırılmış ihtiyarılık politikaların ileriye yönelik bir bakış açısı ile yürütülmesini de temsil etmektedir<sup>110</sup>.

Enflasyon hedeflemesi, bu yönüyle, bir politika kuralı gibi merkez bankasının niyetleri ve eylemleri ile ilgili olarak şeffaflığı sağlamakta ve esnek uygulama imkanı sunarak kısa vadede hedeften meydana gelebilecek sapmalara karşı politika tepkileri verebilmeyi mümkün kılmaktadır. Öte yandan uzun vadeli enflasyon hedefinin varlığı ekonomi için bir nominal çapa işlevi görmekte ve politika uygulamalarının şeffaflığına bağlı olarak oluşturulan hesap verebilirlik mekanizmalarıyla merkez bankasının – ya da politika yapıcıların- kısa vadeli eylemlerinin uzun vadeli sonuçlarını dikkate almasını ve

---

<sup>108</sup> *ibid*, s.106

<sup>109</sup> Bernanke et al., s. 22

<sup>110</sup> Ben S.Bernanke, “*Constrained Discretion and Monetary Policy*”, s.2



politikalarını ileriye yönelik bir bakış açısı ile yürütmelerini sağlamaktadır<sup>111</sup>. Bernanke vd.'ne nazaran Svensson enflasyon hedeflemesini, operasyonel karakteristikler ve stratejinin yürütülmesi açısından, politika kuralı olarak tanımlamaktadır. Esas olarak bu yöndeki tartışmalar genel çerçeveden ziyade enflasyon hedeflemesinin nasıl modelleneceği yönünde yapılmakta, optimal politikanın niteliği ve enflasyon hedeflemesinin mükemmel uygulama biçimine yönelik çabaları oluşturmaktadır. Bu yönüyle Svensson, Woodford, McCallum, Kuttner, Faust ve Henderson, Gali çerçevesinde gelişen literatür esas olarak enflasyon hedeflemesinin (en uygun biçimde) nasıl yürütülmesi gerektiğini ortaya koyan teknik-operasyonel boyutları ele almaktadır.

Bu tartışmalar dahilinde enflasyon hedeflemesinin tanımlanması daha önce para politikası kural tipleri açıklanırken incelendiği gibi zaman tutarsızlığı argümanının ötesinde – özellikle Woodford'un zaman sınırsız perspektifi bağlamında- yaklaşımları içermektedir. Tartışmalar enflasyon hedeflemesinin, ekonomide geçerli olan koşullara, enstrüman ayarlarının tanımlandığı önceden belirlenmiş bir formüle dayalı olarak mı (enstrüman kuralları) yoksa bir amaç fonksiyonu ve bir makro model dahilinde her periyod yeniden optimizasyon yaparak mı (hedefleme kuralı) yürütüleceği şeklinde iki ana ekseninde gelişmektedir<sup>112</sup>.

Esas olarak para politikası uygulama sürecine ait teknik literatür dahilinde merkez bankasının bir enflasyon hedefine sahip olması, belirli bir zaman ufkunda enflasyonun hedef değerine uygun şekilde temel politika enstrümanının ayarlanmasını dolayısıyla reaksiyon fonksiyonunun minimizasyonunu ifade etmektedir. Ancak enflasyon hedefinin varlığı bu durumda bile merkez bankasını her dönem ihtiyari bir biçimde yeniden optimizasyon yapma konusunda serbest bırakmaktadır. Bu anlamda enflasyon hedefinin varlığı ve merkez bankasının temel politika enstrümanını serbestçe kullanması Bernanke vd.'nin “sınırlandırılmış ihtiyarilik” kavramsallaştırmasıyla örtüşmektedir<sup>113</sup>.

---

<sup>111</sup> Ben S. Bernanke, “A Perspective on Inflation Targeting”, *BIS Review*, No. 15, March 2003, s.2

<sup>112</sup> Woodford Michael, "Commentary: How Should Monetary Policy Conducted in an Era of Price Stability?" iç. *New Challenges for Monetary Policy*, A Symposium sponsored by the FED of Kansas City, August 26-28 1999, s.28

<sup>113</sup> Ben S. Bernanke, “A Perspective on Inflation Targeting”, *BIS Review*, No. 15, March 2003, s.2

Faust ve Henderson, bu çerçevede, Svensson'un kural tanımıyla Bernanke vd. tarafından yapılan tanım arasında görünürde varolan çelişkinin ortadan kalktığını ifade etmektedirler. Svensson basit bir biçimde genel tanımdan bahsetmekte ancak hedefleme kuralı çerçevesinde merkez bankasının temel politika enstrümanını serbestçe kullanmasının-ihiyari davranış biçiminin-nasıl bir kural olarak ifade edileceğini ortaya koymaktadır. Bu anlamda belirtilmesi gereken önemli husus, Svensson tipi kuralın zorlayıcı-katı bir kural ile herhangi bir ilgisinin olmadığıdır<sup>114</sup>.

Faust ve Henderson, kuralın kurumsal bir taahhüt mekanizması çerçevesinde ifade edilmesiyle günlük politika uygulamaları arasında ikili bir ayırımın yapılması gerektiğini ifade etmektedir. Eğer, zorlayıcı – katı bir kural varsa, sözkonusu ayırım kuralın izlenmesi şekline dönüşmektedir. Eğer politika yapıcılarının değerlendirmeleri önemliyse kurumsal taahhüt mekanizmaları ve günlük politika uygulamaları karşılıklı etkileşim içindedir ancak birbirlerinden açıkça ayrılmalıdırlar. Bu anlamda alternatif politika kurallarının performans analizi stratejinin kurumsal dizaynına katkıda bulunurken, günlük politika uygulamalarına ilişkin çalışmalar ihtiyari davranışların optimal bir biçimde nasıl uygulanacağını ortaya koymaktadır. Bu argümanlar dahilinde enflasyon hedeflemesi klasik anlamda ihtiyariliğin uygulandığı bir hedefleme stratejisi olarak değerlendirilmektedir<sup>115</sup>. Belirtilmesi gereken önemli bir nokta, enflasyon hedeflemesinin tanımlanması ile ilgili teknik literatürün uygulama ile tam olarak örtüşmediğidir. Bu anlamda Truman, enflasyon hedeflemesinin politika kuralından (reaksiyon fonksiyonundan) hem daha fazla hem de daha az noktayı ifade ettiğine dikkat çekmektedir. Strateji politika kuralından daha fazla anlama sahiptir zira şeffaflık, hesapverebilirlik gibi unsurları bünyesinde barındırmaktadır. Bununla beraber, politika kuralından daha az bir içeriğe sahiptir zira merkez bankasının davranışlarını model belirsizliği vb. nedenlerle kesin bir biçimde tanımlamak mümkün değildir. Bu yönleriyle enflasyon hedeflemesi eklektik bir içeriğe sahiptir<sup>116</sup>.

---

<sup>114</sup> Faust and Henderson, s. 119

<sup>115</sup> *ibid*, s. 119

<sup>116</sup> Truman, s. 14

Tüm bu tanımlar ve açıklamalar çerçevesinde değerlendirildiğinde, yeni bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin iki temel özelliğinin literatürde ve uygulamada ön plana çıktığı görülmektedir. Enflasyon hedeflemesi, politika yapıcılar ve kamuoyu arasında, para politikasına ilişkin olarak yüksek düzeyde şeffaflık ve iletişim prosedürleri oluşturmakta, para politikasının yapım sürecine belirli bir disiplin ve hesapverebilirlik mekanizması temin ederek, politikaları sistematik bir çerçeveye oturtmaktadır<sup>117</sup>.

### **1.2.2 Enflasyon Hedeflemesinin Ön Koşulu Olarak Ekonomik İstikrar Ortamının Gerekliği**

Enflasyon hedeflemesinin uygulamadaki etkinliği ve başarısı önemli ölçüde makroekonomik istikrar ortamının varlığına bağlı olarak gerçekleşmektedir. Makroekonomik istikrar ortamının varlığı ile ekonominin iç ve dış denge açısından sürdürülebilir bir görünüm arz etmesi gerekliliği üzerinde durulmaktadır.

#### **1.2.2.1. İç Denge: Mali Baskınlığın Olmaması ve Borçlanma Dinamikleri**

Fiyat istikrarı amacına yönelik olarak istediği para politikası enstrümanını serbest bir biçimde seçme yetkisine sahip bir merkez bankasının, enflasyon hedeflemesini etkin bir biçimde uygulayabilmesi için ekonomide mali baskınlığın olmaması gereklidir.

Mali baskınlığın olmaması, para politikasının yürütülmesinde ülke kamu maliyesinin belirleyici olmaması veya temel politika enstrümanının ayarlanmasında kısıtlayıcı dinamikler taşımasını ifade etmektedir<sup>118</sup>. Bu anlamda kamu sektörünün, direk olarak merkez bankasından borçlanmasının hiç olmaması yanında geniş bir vergi tabanının varlığı ve sistematik bir biçimde senyoraj gelirine bağımlı olmaması beklenmektedir. Bunun yanında, yurtiçi finansal piyasaların kamu borcunu emmeye olanak tanıyacak ölçüde derin ve gelişmiş olması ve kamunun uluslar arası piyasalardan borçlanma olanaklarının varlığına bağlı olarak kamu borç stoğunun olumsuz dinamikler yaratacak

<sup>117</sup> Bernanke et al., s. 23

<sup>118</sup> Francesco Giavazzi, "Inflation targeting and the Fiscal Policy Regime", Bank of England Quarterly Bulletin, Autumn 2003, s. 338

kadar büyük olmaması ve sürdürülebilir bir nitelik taşıması enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi ve başarısı açısından gereklilik arz etmektedir<sup>119</sup>.

Borç stoğunun milli gelire oranının yüksek olduğu ekonomilerde düşük bir enflasyon hedefi ve fiyat istikrarının sağlanabilmesi için uygulanan sıkı para politikası ve yüksek reel faiz oranları aynı zamanda borcun sürdürülebilirliğini de güçleştirmekte ve merkez bankası temel politika enstrümanının serbestçe kullanılmasında kısıtlanmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde işleyebilmesi için mali baskınlığın olmaması gerekliliği C. Sims (2003), C. Favero ve F. Giavazzi (2004) ve O. Blanchard'ın (2004) çalışmalarında ortaya konulan çerçeveden hareketle ele alınabilir<sup>120</sup>.

Mali baskınlığın olduğu bir ekonomide, ülkenin uyguladığı maliye politikasının davranışları ve borç stoğunun sürdürülebilirliğine ilişkin bekleyişler faiz dışı fazla ile sinyallenmektedir. Buna bağlı olarak sermaye hareketlerinin serbest ve uluslar arası piyasalardan borçlanma olanaklarının mevcut olduğu bir ortamda gerek yerli gerekse yabancı yatırımcılar açısından ülkenin mali disipline yönelik performansı bir diğer deyişle borcun sürdürülebilirliğine ilişkin risk priminin ölçülmesinde ise Yükselen Piyasalar Bono Endeksi –spread-değeri (Emerging Market Bond Index-EMBI) kullanılmaktadır<sup>121</sup>. Esas olarak risk priminin yüksek ve oynak nitelikler arz etmesinin - EMBI spread değerindeki dalgalanmaların – para politikasının yürütülmesi açısından üç temel yansıması söz konusu olmaktadır<sup>122</sup>:

İlk olarak, EMBI spread değerindeki değişme döviz kurunu daha oynak hale getirmektedir. Ülkenin risk primi yükseldiğinde ülkeye yönelik kısa vadeli sermaye girişleri aniden durabilmekte ve döviz kuru, ödemeler bilançosunun sermaye

---

<sup>119</sup> Massson et al. s.8

<sup>120</sup> Christopher A. Sims, “Limits to Inflation Targeting”, Carlo A. Favero and Francesco Giavazzi, “Inflation Targeting and Debt: Lessons from Brazil” NBER Working Paper, No. 10390, March 2004, Olivier Blanchard, “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons from Brazil”, NBER Working Paper No. 10389, March 2004

<sup>121</sup> EMBI, gelişmekte olan ülkelere ait bono getirilerinin ABD bonolarının getirisine kıyasla risk primini gösteren endekstir ve uluslar arası yatırım kuruluşu J. P. Morgan tarafından hazırlanmaktadır.

<sup>122</sup> Favero and Giavazzi, s. 2

hesabındaki açığı dengelemek ve cari dengede (dış ticaret dengesi) fazla vermek amacıyla değer kaybetmektedir. Döviz kurundaki değer kaybı, ülkenin kamu borcunun döviz cinsinden ya da dövize endeksli olan kısmını etkileyerek borç/GSYİH oranını değiştirmektedir.

İkinci olarak merkez bankası, risk primindeki değişmelerin yol açtığı kur hareketi enflasyon beklentilerini değiştirdiği ölçüde kısa vadeli faiz oranlarını yeniden ayarlamaktadır. Bunun yanında EMBI spread değerindeki değişme döviz kuru aracılığıyla değil doğrudan enflasyon beklentilerini ve kısa vadeli faiz oranlarını etkileyebilir zira borçlanma maliyetindeki yükselme ileride kamu borcunun bir bölümünün monetize edileceği beklentisi doğurabilir.

Üçüncü olarak, EMBI spread'i uzun vadeli borçlanma faizlerini de etkileyebilir. İlk etki dolaylı olarak kısa vadeli faiz oranlarındaki değişmelerin tüm faiz oranlarının vade yapısını değiştirmesi ile ortaya çıkmaktadır. Doğrudan etki ise uzun vadeli borçlanma faizlerinin risk ve vade primlerini de içermesi ve söz konusu primlerin kısa vadede bile borçların ödenmemesi olasılığına bağlı olması sonucu ortaya çıkmaktadır.

Belirtilen üç etki çerçevesinde, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda yerli ve yabancı iktisadi ajanların kamu borcunun sürdürülebilirliğine yönelik beklentileri ve ülkenin faiz dışı fazla ve mali disipline yönelik tavrı EMBI spread değerindeki değişme ile yakından ilişkili olmaktadır<sup>123</sup>. Bu durum aynı zamanda enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde işleminde yerli ve yabancı iktisadi ajanların ülkenin izlediği maliye politikasına ilişkin beklentileri ve mali disiplinin rolünü ortaya koyma imkanı sunmaktadır.

Esas olarak herhangi bir dış şok neticesinde risk priminde bir değişme meydana geldiğinde döviz kuru değer kaybetmekte ve enflasyon beklentileri olumsuzlaşmaktadır. Şayet faiz dışı fazla borç/GSYİH oranını istikrarlı tutacak şekilde ayarlanırsa enflasyon

---

<sup>123</sup> Drudi and Prati, s. 27, Guillermo A. Calvo, "Globalization Hazard and Delayed Reform in Emerging Markets", *Economia*, Vol. 2 No. 2 Spring 2002, s. 2, Vivek Arora and M. Cerisola, "How Does U. S. Monetary Policy Influence Sovereign Spreads in Emerging Markets?", *IMF Staff Papers* Vol. 48 No. 3, 2001

hedeflemesinin işleyişinde herhangi bir sorun doğmamaktadır. Kısa vadeli faiz oranlarındaki yükseliş kısmen de olsa döviz kurundaki değer kaybını giderecek ve kurda sağlanan istikrar kısa vadeli faiz oranındaki yükselişin borçlanma maliyeti üzerindeki etkisini sınırlayacaktır. Böylelikle borç/GSYİH oranını istikrarlı kılmak için faiz dışı fazlada daha küçük bir artış yeterli olmaktadır.

Öte yandan kısa vadeli ve yüksek bir borç stoğunun varolduğu bir durumda kısa vadeli faiz oranındaki yükseliş borçlanma maliyetini artırmaktadır. Şayet faiz dışı fazla değişmez ise, borç/GSYİH oranı artacak ve EMBI spread değeri yükselecektir. EMBI spread değerinin artışı ek olarak yeniden borç/GSYİH oranını yükseltecektir zira kurdaki değer kaybı kamu borcunun döviz cinsinden ya da dövize endekli kısmının ulusal para cinsinden GSYİH içindeki değerini artırmaktadır. Kurdaki değer kaybı aynı zamanda enflasyon beklentilerini olumsuz etkilemekte ve enflasyonu da yükseltmektedir. Bu süreç merkez bankasının kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmesi ve tekrar borçlanma maliyetinin artması ile devam etmektedir<sup>124</sup>.

Mali baskınlığın olduğu bir ekonomide enflasyon hedeflemesi uygulandığında, para politikası aktarım mekanizmasının döviz kuru ve faiz oranı kanalları ters yönde çalışmaktadır<sup>125</sup>. Kısa vadeli faiz oranlarındaki yükselişe bağlı olarak döviz kuru değerlenmekte ve faiz arbitrajı için imkan oluşmaktadır. (pozitif etki) Ancak, kısa vadeli faiz oranlarındaki artışın borçlanma maliyetini artırmasına bağlı olarak EMBI spread değeri yükselmekte, borçların ödenememe riski doğmakta ve kısa vadeli sermaye çıkışlarına bağlı olarak döviz kuru değer kaybetmektedir (negatif etki).

Bu anlamda merkez bankası, kısa vadeli faiz oranı silahını kur değişmelerine karşı enflasyon hedefi doğrultusunda kullanabilme açısından ülke kamu maliyesinin yapısal özellikleri tarafından kısıtlanmakta ve fiyat istikrarının sağlanması mali baskınlığın olduğu bir ekonomide tehlikeye düşmektedir.

---

<sup>124</sup> Giavazzi, s. 337

<sup>125</sup> Blanchard, s. 2

Enflasyon hedeflemesi ile ilgili yapılan erken tarihli çalışmalarda, merkez bankasının enstrüman bağımsızlığı ve mali baskınlık ve kronik bütçe açıklarının olmaması gerekliliği, para politikasının kredibilitesi için stratejik gereklilik olarak değerlendirilmektedir<sup>126</sup>. Ancak yukarıda ortaya konulan analiz çerçevesi dahilinde, kamu borcunun büyüklüğü yanında bileşimi ve vade yapısının da enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde işleyişinde rol oynadığı gözlenmektedir.

Bu anlamda kredibiliteye sahip bir enflasyon hedeflemesi için kronik bütçe açıkları ve yüksek kamu borç stoğunun bulunmaması gerekliliği yanında, kamu borcunun uzun vadeli bir yapı sergilemesi, döviz kuru ve kısa vadeli faiz oranlarıyla olan bağının kriz dinamiği yaratacak nitelikler taşımaması önem kazanmaktadır<sup>127</sup>. Hem borç stoğunun büyüklüğü hem de bileşimi ve vade yapısının arz ettiği nitelikler özellikle dışa açık ekonomilerde borç yönetiminin enflasyon hedeflemesinin önemli bir unsuru olduğunu ortaya koymaktadır<sup>128</sup>.

Belirtilmesi gereken son bir nokta kamunun para politikasının kredibilitesi için neden faiz dışı fazla vermek zorunda olduğudur. Borç/GSYİH oranını istikrarlı kılabilmek için faiz dışı fazla verme yükümlülüğünün altında yatan temel neden borç üzerinden yapılan faiz ödemelerinin kontrol edilememesidir. Zira sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda döviz kuru ve faiz oranı dışında kamuya kontrol edebileceği tek değişken olarak faiz dışı fazla kalmaktadır.

### **1.2.2.2 Dış Denge: Ödemeler Dengesinin İstikrarı ve Sermaye Hareketleri**

Enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde işleyebilmesi hususunda makroekonomik istikrar ortamının gerekliliği ekonominin iç dengesi yanında dış dengesinin de varlığına bir diğer deyişle dışsal bir baskının olmamasına karşılık gelmektedir. Enflasyon hedeflemesi, esnek kur rejimi ya da serbest dalgalanma ile birlikte uygulandığında hem kısa vadeli faiz oranı serbestçe kullanılabilen hem de olası dış şoklar karşısında kur

<sup>126</sup> Masson et al. s. 8

<sup>127</sup> Barry Eichengreen and Alan M. Taylor, “*The Monetary Consequences of Free Trade Area of the Americas*”, NBER Working Paper, No. 9666, April 2003, s. 30

<sup>128</sup> Francesco Giavazzi and A. Missale, “*Public Debt Management in Brazil*”, NBER Working Paper, No. 10394, March 2004, s. 2

rahatlıkla uyum sağlayabilmektedir. Ancak döviz kurunun TÜFE'nin önemli bir belirleyicisi olduğu ve özellikle kısa vadeli sermaye hareketlerinin portföy tercihlerine bağlı olarak yön değiştirdiği ekonomilerde – iç denge ile ilgili ortaya konulan dinamiklerin yanında-merkez bankası kısa vadeli faiz oranlarını konjonktür karşıtı bir biçimde kullanma hususunda kısıtlanmaktadır<sup>129</sup>.

Nitekim kısa vadeli sermaye hareketlerindeki ani duruşlara ya da kısa vadeli sermaye girişlerine bağlı olarak para politikası fiyat istikrarı ile kur istikrarı arasında çatışma yaşamaktadır. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde işleyebilmesi için dışsal baskının olmaması gerekliliği M. Kumhof ve R. Caballero ve A. Krishnamurty'nin çalışmalarından hareketle ele alınabilir<sup>130</sup>.

Sermaye hareketlerinde ani bir duruş ilk olarak döviz kurunda ciddi bir değer kaybı doğurur. Bu durumda merkez bankası kısa vadeli faizleri yükseltmek ya da düşürmek hususunda bir açmaz ile karşılaşmaktadır: Şayet kısa vadeli faizleri yükseltirse kurdan enflasyona geçiş düşük olmakta ancak para politikası kur istikrarına önem vererek konjonktüre uygun davranmaktadır. Bir diğer deyişle merkez bankası EMBI spread değerindeki yükselişin ekonominin iç dengesindeki olumsuz etkilerine vurgu yapmaktadır. Buna mukabil kısa vadeli faiz oranlarının düşürülmesi kurdan enflasyona geçişi artırmakla beraber para politikası konjonktür karşıtı uygulanmış olacaktır<sup>131</sup>.

Esas olarak merkez bankasının kısa vadeli sermaye hareketlerinde meydana gelen ani duruş karşısındaki tavrı, kamu ve özel kesimin döviz cinsinden ya da dövize endeksli borç stoğunun büyüklüğü ve bileşimi ve vade yapısına bağlı olarak şekillenmektedir. Bu bağlamda kamu ve özel kesimin bilançolarında kur ve vade uyumsuzluğunun varlığı bir

---

<sup>129</sup> Jiri Jonas and Frederic Mishkin, “*Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects*”, NBER Working Paper, No. 9667, April 2003, s. 43

<sup>130</sup> Michael Kumhof, “*A Critical View of Inflation Targeting: Currency Crises and Imperfect Credibility*”, iç. 10 Years of Inflation Targeting: Designs, Performance and Challenges ve Ricardo Caballero and A. Krishnamurty, “*Inflation Targeting and Sudden Stops*”, NBER Working Paper, No. 9599, April 2003

<sup>131</sup> Javier S. Gomez, “*Inflation Targeting, Sudden Stops and the Costs of Fear of Floating*”, Banco de la Republica Colombia Seminar Paper No. 276, 2003, s. 2



diğer deyişle pasiflerin dolarizasyonu olgusunun geçerli olması merkez bankasının ani duruş karşısında izleyeceği politikayı belirlemektedir<sup>132</sup>.

Ani duruşun döviz kurunda yol açtığı değer kaybının beklenen ilk etkisi, üretim açığı üzerinde pozitif etkide bulunarak ülkenin rekabet gücündeki artışla ihracatın yükselmesi ve cari dengenin iyileşmesidir. Ancak kamu, özel kesim ve bankacılık kesimin bilançolarında varolan kur ve vade uyumsuzluğu firmaların net değerinin azalmasına ve likidite sorunlarına bağlı olarak borçların ödenememesi ve toplam talebin ve üretimin azalmasına yol açmaktadır<sup>133</sup>. Bu bağlamda ikinci etki, ilk etkiden beklenen sonucu kısmen ortadan kaldırmaktadır.

Öte yandan kurdaki değer kaybı, ithal malları fiyatlarındaki artışla enflasyon bekleyişlerini olumsuz hale getirmekte ve enflasyonu artırıcı etkide bulunurken bilanço etkileri tersine işleyerek üretimi düşürmektedir. Dolayısıyla kısa vadeli sermaye hareketlerinde ani bir duruş karşısında merkez bankası, kurdaki değer kaybının hem enflasyon üzerindeki ilk etkilerini bertaraf etmek hem de üretim-istihdam kaybını azaltmak ve olası bir finansal istikrarsızlığın doğmasını engellemek için faiz oranlarını yükselterek kur istikrarına öncelik vermek ve konjoktüre uygun bir para politikası izlemek durumunda kalmaktadır<sup>134</sup>.

Yukarıda ortaya konulan çerçeve sermaye girişlerinin arttığı ve döviz kurunun değer kazandığı durum için de ele alınabilir. Şayet sermaye girişleri portföy tercihlerindeki değışmeden kaynaklanıyorsa merkez bankasının faiz oranlarını düşürmesi gerekmektedir<sup>135</sup>. Ancak bu tarz bir politika davranışı enflasyon hedeflemesi ile çelişmektedir, çünkü faiz azalışına bağlı olarak toplam talep ve enflasyonda bir yükseliş söz konusu olacaktır. Öte yandan herhangi bir politika tepkisinin verilmemesi, kurdaki değer artışının cari dengeyi kötüleştirilmesi ve ülkenin rekabet gücünün kaybolmasına bağlı olarak kısa vadeli sermaye hareketlerinde bir çıkışı ve bilinen etkilerin doğmasını

---

<sup>132</sup> Caballero and Krishnamurty, s. 4

<sup>133</sup> Gomez, s.9

<sup>134</sup> Bu yönüyle kur istikrarına verilen önceliğe bağlı olarak enflasyon hedeflemesi ile döviz kuru hedeflemesi arasında herhangi bir ayırım kalmamaktadır. Kumhof, s. 34

<sup>135</sup> Gomez, s. 23

beraberinde getirebilecektir. Sermaye girişleri ve kurun değer kazanması karşısında merkez bankası döviz piyasasına sterilizasyona yönelik müdahalede bulunarak, sermaye girişlerinin tamamıyla cari açığın finansmanına yönelmemesi amacıyla döviz rezervlerini artırma yoluna gidebilir. Ancak bu tarz bir müdahale sermaye girişlerini azaltmak için kısa vadeli faizlerin düşürülmesine ve dolayısıyla yeniden konjoktüre uygun para politikası davranışına yol açmaktadır<sup>136</sup>.

Enflasyon hedeflemesi altında sermaye hareketlerinde ani bir duruş kısa vadede kurdaki değer kaybı ile enflasyonu hedef düzeyin üzerine çıkarsa da orta-uzun vadede kurun denge değerine dönmesine bağlı olarak enflasyon tekrar kontrol altına alınabilir. Buna bağlı olarak faiz oranındaki düşüşler ile ekonomi tekrar büyüme sürecine girebilecektir. Öte yandan kur istikrarına yönelik politika davranışı faiz oranlarındaki yükseliş ile kısa vadede enflasyonu kontrol altına almayı mümkün kılsa da sermaye çıkışlarının doğurduğu daraltıcı etkiler üretimin ve istihdamın azalmasına bağlı olarak enflasyon üzerinde ikinci bir düşüş etkisi doğurmaktadır. Ancak bu durumda para politikası resesyonun etkilerini daha da derinleştirmekte ve ekonominin büyüme sürecine geçiş süresi uzayabilmektedir<sup>137</sup>.

Enflasyon hedeflemesi altında para politikasının dışsal baskı altına girmemesi için merkez bankasının yurtiçi enflasyonu hedeflemek suretiyle şeffaf politika sürecinin desteğiyle orta vadeye odaklanarak konjoktür karşıtı politika izleyebileceği ve kriz dönemlerinde faiz oranlarını yükseltmek durumunda kalmayacağı vurgulanmaktadır. Bunun yanında enflasyon hedefinin ABD faiz oranları, EMBI spread değeri gibi değişkenlere koşullu türetilmesi ya da kısa vadeli sermaye hareketlerindeki ani duruşlar karşısında istisna içeren belirli kuralların uygulanması önerilmektedir<sup>138</sup>.

### **1. 2.2.3 Finansal İstikrar ve Gelişmiş Banka-Finans Kesimi**

Enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde uygulanabilmesi için, finansal piyasaların düzgün bir biçimde işlemesi ve banka-finans kesiminin belirli düzeyde gelişmiş olması

<sup>136</sup> Jonas and Mishkin, s. 43-44

<sup>137</sup> Gomez, s. 22

<sup>138</sup> Gomez, s. 26 ve Caballero and Krishnamurty, s. 3

gerekmektedir. Fiyat istikrarına nazaran finansal istikrarın tanımı üzerinde ortak bir uzlaşının varolmaması, enflasyon hedeflemesi açısından finansal istikrarın öneminin ortaya konulmasında belirli güçlükleri barındırmaktadır. Buna rağmen, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi açısından finansal istikrarın varlığı birbiriyle bağlantılı iki unsura işaret etmektedir<sup>139</sup>:

İlk unsur, finansal sistemin kendisinden beklenen işlevleri yerine getirerek sağlıklı bir biçimde işlemesine karşılık gelmektedir. Bu anlamda finansal istikrar; finansal sistemin, etkin bir kaynak tahsisi yapabilmesi, finansal riskleri değerlendirebilme, yönetebilme ve olası şokları emebilme yeteneğine sahip olmasını ifade eder. Para politikası ilk etkilerini finansal sistem aracılığıyla gösterdiği için, aktarım mekanizmasının sağlıklı işleyebilmesi finansal piyasaların derin ve likit bir yapıya sahip olmasını gerektirmektedir.

İlk unsura bağlı olarak ikinci unsur, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için banka-finans kesiminin sağlam bir yapıya sahip olmasını ve kriz dinamiği doğuracak kırılmalıklar taşımamasına karşılık gelmektedir. Bu bağlamda finansal istikrar, banka-finans kesiminin krizlere karşı minimum risk taşıyan bir görünümde olmasını ifade eder. Banka –finans kesiminin sağlıklı olması, kısa vadeli faizlerin enflasyon hedefi doğrultusunda uygulanmasında kısıtlayıcı dinamikler taşımaması yanında özellikle varlık fiyatlarının makroekonomik temellerden kopuk bir biçimde değerlendirilerek finansal istikrarsızlığa yol açmamasını yansıtmaktadır.

Gerek banka-finans kesiminin kırılmalık yapısı gerekse makroekonomik istikrarsızlığın varlığına bağlı olarak finansal istikrar amacı ile fiyat istikrarı amacı arasında bir çatışma doğabilmektedir. Örneğin, banka-finans kesiminin kurumsal ve bilanço yapısının güçlü olmaması kısa vadede para politikasının enflasyon hedefi doğrultusunda sıkışması önünde kısıtlayıcı olabilmektedir. Nitekim kısa vadeli faiz oranlarında agresif yükselişlere dayanıklı olmayan bir banka-finans kesimi, merkez bankasından sıklıkla

---

<sup>139</sup> Garry J. Schinasi, “*Defining Financial Stability*”, IMF Working Paper No. 187 October 2004, s. 6-7 ve Andrew Crockett, “*Why is Financial Stability a Goal of Public Policy*”, iç. *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, s. 8-9

likidite enjekte edilmesini gerekli kıldığı gibi, banka-finans kesimi içerisinde gizlenen ve devlet garantisi altına alınmış belirli yükümlülüklerin aniden ortaya çıkması, hem banka-finans kesimine yönelik mali destek verilmesini hem de mali baskınlığın ortaya çıkarak borç/GSYİH oranının yükselmesini beraberinde getirebilmektedir<sup>140</sup>.

Buna rağmen, hakim görüş fiyat istikrarı ile finansal istikrarın uzun vadede birbirini destekleyen amaçlar olduğunu ve enflasyon hedeflemesinin orta-uzun vadede etkinliği için finansal istikrarın varlığını gerekli görmektedir. Öte yandan enflasyon hedeflemesi açısından önemli bir konu, ekonominin makroekonomik temellerinde bir değişme olmamasına karşın finansal istikrarsızlığın doğabileceğidir. Bu bağlamda finansal istikrarsızlığın, özellikle 1990'lı yıllarda sermaye hareketlerinin uluslararasılaşması ve finansal liberalizasyonun da etkisiyle, düşük enflasyon ve fiyat istikrarı ortamının varlığına bağlı olarak ortaya çıktığı ileri sürülmekte ve finansal piyasaların kendilerine has özelliklerine vurgu yapılmaktadır<sup>141</sup>.

Finansal piyasalar doğaları gereği, kısa vadeli miyopik davranış karakteristiğinin yanı sıra, ekonominin temellerinde herhangi bir değişme olmasa bile rasyonel olmayan iyimser –coşkulu davranışlara açık bir yapı sergilemektedirler. Ekonomi ile ilgili iyimser dalgaların yükseldiği dönemlerde, geleceğe yönelik kar bekleme eğilimlerinin artmasıyla varlık fiyatları yükselmekte ve bu yükselişi finanse edebilmek için iktisadi ajanların daha fazla borçlanma yoluna gitmeleri söz konusu olabilmektedir. Yükseliş döneminde, varlık fiyatlarındaki artışlar bilançoları sağlıklı göstererek borçların artmasını saklayabilir. Ancak, olası bir kötümser dalgaya bağlı olarak balon patladığında, tüm bu süreç tersine dönmekte ve finansal istikrarsızlık ile karşı karşıya kalınmaktadır. Bu anlamda enflasyon hedeflemesi açısından önemli olan, oluşan balonun iktisadi ajanların borçluluk düzeyi, kredi genişlemesi vb. göstergeler bağlamında genel olarak finansal istikrar ve reel ekonominin işleyişi ile ilgili neleri ifade ettiğidir<sup>142</sup>.

---

<sup>140</sup> Felix Eschenbach and L. Schuknecht, “*The Fiscal Costs of Financial Stability Revisited*”, ECB Working Paper No. 191, November 2002, s. 31 ve Mihaljek and Tissot, s. 19

<sup>141</sup> C. Borio, B. English and A. Filardo, “*A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for Monetary Policy*”, BIS Working Papers No. 127, February 2003

<sup>142</sup> Claudio Borio and S. Lowe, “*Securing Sustainable Price Stability: Should Credit Come Back from the Wilderness*”, BIS Working Papers No. 157, July 2004, s. 19.

Öte yandan banka-finans kesiminin gelişmiş yapısı ve düzgün işleyen para, sermaye ve döviz piyasalarının varlığı hem kısa vadeli faizlerin hem de açık piyasa işlemlerinin etkinliğini artırmaktadır. Derin ve likit finansal piyasalar para politikasının geleceği hakkında ekonominin temelleri ile ilgili doğru bilgiyi merkez bankasına sinyallemede ve şokların emilmesine katkıda bulunarak merkez bankasının enflasyon hedefine odaklanmasına yardımcı olmaktadır. Finansal piyasaların kamunun borçlanma ihtiyacını karşılayacak şekilde derin olması merkez bankasının rahatlamasına ve para politikasının etkinliğine katkıda bulunmaktadır.

Gelişmiş bir finansal sistemin varlığı, ayrıca, merkez bankasının para politikasını etkin bir biçimde kullanabilmek için banka-finans kesiminin bilanço yapısı ve ülkenin döviz rezervlerini yönetmesine ve gerektiğinde banka-finans kesimine yönelik son borç verici merci olarak kredi arz etmesine imkan verir. Böylelikle para ve döviz piyasasına yönelik önemli miktardaki müdahale ve operasyonlar piyasa fiyatlarında herhangi bir sapma doğurmadan uygulanabilmektedir<sup>143</sup>.

#### **1.2.2.4 Para ve Maliye Politikası Arasındaki Karşılıklı İlişkilerin Uyumlaştırılması**

Para ve maliye politikaları ile politikaları saptama ve yürütmekten sorumlu otoritelerin karşılıklı ilişkilerinin yapısı ve doğurduğu sonuçların analiz edilmesi, enflasyonun hangi nedenlerden kaynaklandığının bir diğer deyişle ekonomide fiyat düzeyinin nasıl belirlendiğinin ortaya konması ve para politikasının enflasyon hedefine yönelik olarak yürütülmesinde maliye politikasının rolünü açıklığa kavuşturmak açısından gereklilik arz etmektedir.

Klasik teori ve Monetarist görüş, miktar kuramı çerçevesinde fiyat düzeyinin tek belirleyicisi olarak para politikasını görmektedir. Bu anlamda enflasyon parasal bir olgudur ve her zaman ve her yerde parasal genişlemenin sonucudur. Fiyat istikrarının sağlanması amacıyla sadece para politikası yeterli görülmekte ve mali otoritenin denk

---

<sup>143</sup> Stephen Bell, "Inflation-Plus Targeting at the Reserve Bank Australia", The Australian Economic Review, Vol. 37 No. 4, December 2004 s. 395

bütçe sorumluluğuna sahip olduğu bir ortamda maliye politikasının fiyat istikrarı amacı için herhangi bir fonksiyonu kalmamaktadır<sup>144</sup>.

Keynesyen yaklaşım ise enflasyonist açık analizi dahilinde para arzı artışlarının yanında bütçe açıklarının da efektif talebi ve fiyat düzeyini etkileyeceğini kabul etmekle beraber uygun bir para politikası ve vergilerdeki artışlarla fiyat istikrarının yeniden sağlanabileceğini vurgulamaktadır. IS-LM-AD analizine bağlı olarak merkez bankası nominal faiz oranını ayarlamak suretiyle mal ve para piyasasının eş anlı dengesini sağlayabilmektedir<sup>145</sup>.

Esas olarak her iki yaklaşımda da maliye politikasının fiyat düzeyi üzerindeki etkisi ihmal edilmekte, bütçe açıkları zımnen geçici olarak varsayılmaktadır. Parasal ve mali otorite ise kendilerine ait reaksiyon fonksiyonları olan iki ayrı ajan olarak algılanmamaktadır. Ancak bütçe açıklarının sürekli hale geldiği ve bütçe denklığı sorumluluğunu yerine getirmeyen bir mali otorite davranışı söz konusu olduğunda para politikası maliye politikasının güdümü altına girmekte ve enflasyonun hangi otorite tarafından nasıl kontrol edileceği sorusu gündeme gelmektedir<sup>146</sup>.

Bu durum, parasal ve mali otoritelerin davranışlarının ayrı birer ajan olarak ele alınmasını gerektirmektedir. Dolayısıyla para politikasını enflasyon hedefine uygun bir biçimde yürütülebilmesi ve merkez bankasına fiyat istikrarı amacına yönelik olarak enstrüman bağımsızlığı tanınmasının uygulamaya ne ölçüde yansıtacağı parasal ve mali otoriteler arasındaki ilişkilerin yapısına bağlı olmaktadır.

### **1.2.3 Enflasyon Hedeflemesinin Adaptasyonu**

Enflasyon hedeflemesinin adaptasyonu, gelişmekte olan ülkeler için belirli bir aşamalı geçişe bağlı olarak dezenflasyon ve para politikasının kredibilitésinin inşa edilmesi

<sup>144</sup> Leitemo, "A Game Between Fiscal and the Monetary....", s.20

<sup>145</sup> Cafer Unay, *Makro Ekonomi*, genişletilmiş ve yenilenmiş 7. baskı, Bursa:VİPAŞ Yayın No. 13, 1999, s. 275-276

<sup>146</sup> Leitemo, s.24

sürecini içermesine rağmen gelişmiş ülkeler için böyle bir durum söz konusu değildir. Buna bağlı olarak, enflasyon hedeflemesinin adaptasyonunda ülkenin yaşadığı tarihsel enflasyon deneyiminin ne kadar önemli olduğu hususunda farklı görüşler mevcuttur. M. Neumann - J. von Hagen ve F. Mishkin-K. Schmidt-Hebbel tarafından yapılan çalışmalarda yüksek enflasyona sahip ülkelerin geçmiş politika başarısızlıkları nedeniyle enflasyon hedefine yönelmeleri daha muhtemel olarak değerlendirilmesine rağmen E. Truman ve T. Petursson tarafından yapılan çalışmalarda birçok ülkenin enflasyon hedeflemesine geçmeden önce enflasyonu tek haneli düzeye indirdikleri ve para politikasının kredibilitelerini inşa ettikleri vurgulanmaktadır<sup>147</sup>.

Bu çerçevede IMF iktisatçıları tarafından yapılan kategorizasyon, gerek enflasyon oranının uygun başlangıç düzeyine yönelik yaklaşım farklılıkları gerekse formel bir enflasyon hedefine sahip olmasına rağmen enflasyon hedeflemesi uygulamayan ya da serbest ya da yönetimli dalgalanma şeklinde kur rejimi olan ve potansiyel olarak enflasyon hedeflemesine geçmeyi arzulayan ülkelerin varlığına bağlı olarak yapılmıştır<sup>148</sup>.

Esas olarak IMF tarafından yapılan sınıflandırma, açık bir enflasyon hedefi ve hedefe yönelik kurumsal taahhüt mekanizmalarının varlığı yanında düşük enflasyona yönelik para politikasının kredibilitelerinin tesis edilmiş olması kriterlerini kullanmaktadır. Bu kriterler uyarınca enflasyon hedeflemesi 3 grup ülke ayırımına bağlı olarak şöyle sınıflandırılmaktadır<sup>149</sup>:

İlk grup tam donanımlı enflasyon hedeflemesini (full-fledged inflation targeting) uygulayan ülkelerden oluşmaktadır. Bu kategorideki ülkeler, açık bir enflasyon hedefine ve hedefe yönelik kurumsal taahhüt mekanizmalarına sahip, para politikasını şeffaf ve

---

<sup>147</sup> M. J. M. Neumann and J. Von Hagen, “Does Inflation Targeting Matter”, FED of St. Louis Review, Vol. 84 No. 4, July/August 2002, s. 145, Mishkin and Schmidt-Hebbel, s. 7, Truman, s. 39, T. Petursson, “The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance”, Central Bank of Iceland Working Paper No. 23, June 2004, s. 14

<sup>148</sup> A. Carare and M. Stone, “Inflation Targeting Regimes”, IMF Working Paper No. 9, January 2003, s.15

<sup>149</sup> A. Carare and M. Stone, s.20

hesap verebilir bir biçimde yürüten ve para politikasının kredibilitésinin inşa edildiği ülkeleri kapsamakta ve 7'si gelişmiş 13'ü gelişmekte olan 20 ülkeden oluşmaktadır<sup>150</sup>.

İkinci grup pragmatik enflasyon hedeflemesini (eclectic inflation targeting) uygulayan ülkelerden oluşmaktadır. Bu kategorideki ülkeler, para politikası uygulamaları itibariyle heterojen bir görünüm arz etmekte açık bir enflasyon hedefi ve hedefe yönelik şeffaf ve hesap verebilir güçlü bir çerçeve olsun ya da olmasın sahip oldukları yüksek kredibilite sayesinde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını sürdürebilmektedir. Ayrıca fiyat istikrarı ve finansal istikrarın varlığı, ilk kategoriden ayrı bir biçimde, optimal para politikası izlemeye yönelik esnekliği temin etmektedir. Bu grupta FED ve AMB'nin yanı sıra Japonya, İsviçre ve Singapur gibi ülkeler yer almaktadır<sup>151</sup>.

Üçüncü grup eksik donanımlı-yumuşak enflasyon hedeflemesini (inflation targeting lite) uygulayan ülkelerden oluşmaktadır. Bu gruptaki ülkelerde açık bir enflasyon hedefi bulunmakla birlikte hedefe yönelik kurumsal taahhüt mekanizmaları zayıftır ve para politikasının kredibilitésini heniz tesis edilememiştir. Bu grupta yer alan ülkeler makroekonomik istikrarı tam sağlayamamış, sığ finansal piyasalar ve yüksek kamu borcuna sahip olmanın yanında şoklara karşı kırılgan bir yapı sergilemektedir. Bu anlamda yumuşak enflasyon hedeflemesi para politikasının kredibilitésinin inşası ve enflasyon hedeflemesinin stratejik gerekliliklerinin karşılanması için belirli bir geçiş stratejisini temsil etmektedir<sup>152</sup>. Üç tip enflasyon hedeflemesi arasında yapılacak geçişler tanım gereği, gelişmiş ülkeler için II. gruptan I. gruba ve I. gruptan II. gruba söz konusu olmaktadır. Gelişmekte olan ülkeler için tek alternatif ise III. gruptan I. gruba geçişi simgelemekte ve enflasyon hedeflemesine geçiş hedefe yönelik kredibilitésinin sağlandığı anlamına gelmektedir<sup>153</sup>. Dolayısıyla tam donanımlı enflasyon hedeflemesi uygulamayı arzulayan potansiyel ülkelerin, enflasyon hedeflemesinin stratejik gerekliliklerini karşılamalarına bağlı olarak I. grubun içerisinde yer alabilecekleri açıktır<sup>154</sup>.

---

<sup>150</sup> Truman, s. 40

<sup>151</sup> *ibid*, s.41

<sup>152</sup> Mark R. Stone, "Inflation Targeting Lite", IMF Working Paper No. 12, January 2003, s. 22

<sup>153</sup> Nitekim Avustralya ve Kanada II. gruptan I. gruba geçmiştir. *ibid*, s.22

<sup>154</sup> *ibid*, s.24



**Tablo 2: Enflasyon Hedeflemesi Tipleri ve Kredibilite**

	Tam Donanımlı	Pragmatik	Eksik Donanımlı
Kredibilite	Orta-Yüksek	Yüksek	Yumuşak düşük
Enflasyon hedefinin açıklık düzeyi	Yüksek	Oldukça düşük	Düşük
Diğer amaçlara ilişkin esneklik	Düşük	Yüksek	Yüksek

Kaynak: A. Carare and M. Stone, "Inflation Targeting Regimes", IMF Working Paper No. 9, January 2003, p. 21

### 1.2.3.1 Enflasyon Hedeflemesine Uygun Olarak Para Politikasının Yürütülmesi

Para politikasının enflasyon hedefine uygun bir biçimde yürütülmesi, stratejinin operasyonel dizaynına benzer şekilde para politikası karar alma ve oluşum süreci açısından belirli değişimlerin yapılmasını gerektirmektedir.

Woodford, enflasyon hedeflemesi altında para politikasının yürütülmesini "özel kesim bekleyişlerinin yönetimi" şeklinde karakterize etmektedir<sup>155</sup>. Enflasyon hedeflemesi altında merkez bankasının politika aksiyonlarının nihai hedef değişkenler ve ekonomi üzerindeki etkisi özel kesimin enflasyon, üretim ve faiz oranlarının geleceğine ilişkin bekleyişleri aracılığıyla gerçekleşmektedir. Bu bağlamda para politikasının yürütülmesi açısından yapılacak yenilikler, esas olarak politika aksiyonlarının özel kesim tarafından anlaşılması ve etkin bir iletişim sürecinin oluşturularak belirsizliklerin ortadan kaldırılmasına yönelik olmakta ve enflasyon hedeflemesinin taşıdığı şeffaflık ve hesap verebilirlik özellikleri ile yakından bağ kurmaktadır<sup>156</sup>.

Para politikasının yürütülmesi ile ilgili olarak yapılacak yenilikler, öncelikle para politikası karar alma sürecinin doğası ve işleyiş sürecinin değiştirilmesi yanında ekonominin bir makro modeli çerçevesinde para politikası aktarım mekanizmasının detaylı bir biçimde ortaya konması, belirli bir enflasyon tahmin prosedürü ve enflasyon

<sup>155</sup> Michael Woodford, "Inflation Targeting and Optimal Monetary ...."s. 16

<sup>156</sup> *Ibid*, s.16

tahmini üzerinde etkide bulunabilecek tüm enformasyonun kullanıldığı geniş bir bilgi setinin oluşturulmasını kapsamaktadır<sup>157</sup>. Bu bağlamda temel politika enstrümanının ayarlanma süreci ile ilgili operasyonel yeniliklerin ardından incelenmesi gereken, kur değişimleri ve varlık fiyatlarında meydana gelen hareketlere uygun politika tepkilerinin nasıl verileceği ve maliye politikası ile para politikası arasındaki ilişkinin dinamikleridir. Bu durum, para politikasının enflasyon hedefine uygun bir biçimde yürütülmesi, uygun bir döviz kuru rejiminin seçimini ve maliye politikasının enflasyon hedefine ulaşma yolunda olumsuz dinamikler doğurmaması açısından para politikalarıyla koordinasyonunu gerektirmektedir<sup>158</sup>.

#### **1.2.3.1.1 Para Politikası Karar Alma Süreci**

Para politikası karar alma süreci, temel politika enstrümanının enflasyon hedefine uygun bir biçimde nasıl ayarlandığını ortaya koymaktadır. Burada tartışma noktasını, temel politika enstrümanının ayarlanmasında hangi kural tipinin dikkate alınacağı ve merkez bankasının ekonomi ile ilgili kendi görüş ve değerlendirmelerine ne kadar yer verileceği oluşturmaktadır.

Esas olarak enflasyon hedeflemesi altında optimal politika, Bernanke-Mishkin ve Svensson-Woodford çizgisi çerçevesinde sınırlandırılmış ihtiyariliğe bağlı olarak esnek enflasyon (tahmin) hedeflemesine karşılık gelmektedir. Böyle bir karar alma süreci, temel politika enstrümanının mevcut düzeyinin belirlenmesinde, belirli bir makro modelin ve geniş bir bilgi setinin kullanıldığı ancak gerek modelin varsayımlarının oluşturulması ve sonuçlarının değerlendirilmesi ve gerekse para politikası aktarım süreci ve özel kesim beklentileri ile ilgili olarak merkez bankasının yargılarına yer veren bir yapıya sahiptir.

---

<sup>157</sup> Mishkin, “*Issues in Inflation Targeting*”, s. 16

<sup>158</sup> Leitomo Kai, “*A Game Between Fiscal and the Monetary Authorities under Inflation Targeting*”, European Journal of Political Economy, Vol. 20 Issue 3, September 2004

Buradan hareketle enflasyon hedeflemesi altında temel politika enstrümanına ilişkin kararın kim tarafından nasıl alındığı ve karar alma sürecinde ihtiyaç duyulan temel unsurlar aşağıda ele alınacaktır.

#### **1.2.3.1.2 Temel Politika Enstrümanının Ayarlanması: Para Politikası Kurulu**

Temel politika enstrümanının ayarlanması kararının kim tarafından nasıl alındığı hususu gerek para politikasının işleyişi gerekse merkez bankasının organizasyonel yapısı ve hesap verebilirliği ile yakından ilgilidir.

Temel politika enstrümanına ilişkin karar, merkez bankası başkanı ya da banka bünyesinde oluşturulan Para Politikası Kurulu tarafından alınabilir. Ancak genel olarak ekonominin mevcut durumu ve geleceği ile ilgili farklı görüşlerin varlığı temel politika enstrümanına ilişkin kararın bir Kurul tarafından alınması yönündeki eğilimi güçlendirmiştir. Bunun yanında para politikası karar alma süreci ile ilgili olarak yapılan çalışmalar grup kararının ortalama olarak tek bir kişinin kararına nazaran daha olumlu sonuçlar verdiğini ortaya koymaktadır<sup>159</sup>.

Para politikasının yürütülmesinde ekonominin doğru modelinin ne olduğu ve data belirsizlikleri yanında, modelin parametreleri ile ilgili belirsizlikler temel politika enstrümanının doğru bir biçimde ayarlanmasını güçleştirmektedir. Bu yönüyle Para Politikası Kurulu'nun varlığı, karar almadan önce bir yandan ekonominin mevcut durumu ve geleceği ile ilgili olarak farklı görüşlerin ele alınması ve tartışılmasını diğer yandan karşılıklı bilgi paylaşımı ve öğrenme sürecini teşvik etmektedir. Bunun yanında Kurul üyeleri arasında ortaya çıkabilecek anlaşmazlıklar (optimal enflasyon oranına yönelik farklı görüşler, ekonominin mevcut durumu ve geleceği ile ilgili farklı beklentiler ya da farklı deneyim ve yetenek düzeylerinin olması gibi nedenlerle) temel

---

<sup>159</sup> Alan S. Blinder and J. Morgan, "Are Two Heads Better Than One?: An Experimental Analysis of Group vs. Individual Decision Making", NBER Working Paper No. 7909, September 2000, s. 1 ve C. Lombardelli and J. Talbot, "Committees versus Individuals: An Experimental Analysis of Monetary Policy Decision Making", Bank of England Quarterly Bulletin, Autumn 2002, s. 269

politika enstrümanına ilişkin kararın oylama sonucu (voting) alınması ile ortadan kaldırılabilmektedir<sup>160</sup>.

Aslında, temel politika enstrümanına ilişkin kararın bir Kurul tarafından alınması enstrüman bağımsızlığının kurumsallaşmasına karşılık gelmektedir. Bu yönüyle Kurul üyeleri, Banka Meclisi (Board of Governors) tarafından ya da merkez bankası başkanı (genellikle Kurul'un da başkanıdır), başkan yardımcıları ve banka baş iktisatçısı gibi kişilerden oluşan bir heyet şeklinde de teşkil edilebilmektedir. Bunun yanında Kurul üyesi olarak merkez bankası dışından piyasa profesyonelleri, ekonominin farklı sektörlerine ait uzmanlar ve akademisyenlere de yer verilebilmektedir<sup>161</sup>.

Temel politika enstrümanının hangi düzeyde saptanacağına bir Kurul tarafından karar verilmesi, enflasyon hedeflemesi altında para politikası karar alma sürecinin enflasyon tahmini ve para politikasının geleceği ile ilgili olarak model dışı bilgi ve değerlendirmelere de yer veren bir yapıya sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Buradan hareketle Svensson, para politikası karar alma sürecinde, enflasyon-üretim açığı ve faiz oranı arasında optimal kombinasyonun sağlanması için altı adımı içeren esnek enflasyon (tahmin) hedeflemesine yönelik bir reçete sunmaktadır<sup>162</sup>. Buna göre,

1. Merkez bankası öncelikle, enflasyonun hedef değerinden üretimin potansiyel üretim düzeyinden sapmalarına yönelik olarak bir kayıp fonksiyonu formüle etmeli ve açıklamalıdır. Bu fonksiyon enflasyon hedefinin zaman ufku boyunca geçerli olmalıdır.
2. Temel politika enstrümanına yönelik her para politikası kararından önce (örneğin her çeyrek dönemde) merkez bankasının aktarım mekanizması ile ilgili

---

<sup>160</sup> Charles Goodhart, "Recent Developments in Central Banking: Some Special Features of the Monetary Policy Committee and of the European System of Central Banks", FMG Special Paper No. 118, November 1999 ve Jan M. Berk and B. K. Bierut, "Committee Structure and its Implications for Monetary Policy Decision Making", Tinbergen Institute Discussion Paper No. 053/2, 2003, s. 2

<sup>161</sup> Schaechter and Stone, s. 33

<sup>162</sup> Svensson, "Monetary Policy and Real Stabilization", ps. 282-283, Svensson, para politikası karar alma sürecine ilişkin olarak ortaya koyduğu altı aşamanın mevcut enflasyon hedeflemesi uygulayıcıları açısından en mükemmel uygulama biçimini (best practice) ifade ettiğini belirtmektedir. Nitekim, literatürde yapılan tartışmalar söz konusu altı aşama etrafındaki farklı yaklaşımları kapsamaktadır.

görüşleri, mevcut ekonomik duruma yönelik tahminleri ve makroekonomik ortam ve olası şoklara yönelik değerlendirme ve yargılarına bağlı olarak alternatif faiz oranı patikaları için hedef değişkenlerin koşullu tahminleri yapmalı ve böylelikle uygun bir alternatif enflasyon ve üretim açığı tahminler seti oluşturmalıdır.

3. Merkez bankası, oluşturduğu alternatif enflasyon-üretim açığı tahminler setinden kayıp fonksiyonunu minimize edecek ve dolayısıyla hedef değişkenler için en uygun enflasyon ve üretim açığı bileşimine karşılık gelecek kombinasyonu seçmelidir.
4. Merkez bankası, hedef değişkenlerin optimal projeksiyonu ve sözkonusu projeksiyon ile uyumlu zamana bağlı olarak değişen faiz oranı patikasını duyurmanın yanı sıra yayınlamalı ve projeksiyonlardan elde edilen sonuçlar ile ilgili analizlerini açıklamalıdır. Bu projeksiyonlar aynı zamanda merkez bankasının gelecek enflasyon, üretim açığı ve faiz oranına yönelik en uygun koşullu olmayan tahminlerine karşılık gelmektedir.
5. Merkez bankası bir sonraki Para politikası Kurulu toplantısına kadar geçerli olacak optimal faiz oranı patikasına yönelik projeksiyon ile uyumlu mevcut faiz oranı düzeyini saptamalıdır.
6. Merkez bankası bir sonraki para politikası kararını alma zamanı geldiğinde, 2 ve 5 no'lu adımları, ekonomi ile ilgili gelen yeni bilgi seti, mevcut koşullara yönelik yeni tahminleri, ve olası şoklara ve yeni yargılarına bağlı olarak tekrar etmelidir<sup>163</sup>.

#### **1.2.3.1.3 Temel Politika Enstrümanının Seçimi**

Para politikasını enflasyon hedefine yönelik olarak yürütebilmek için uygun bir operasyonel hedef değişkenin temel politika enstrümanı olarak seçilmesi gerekmektedir. Temel politika enstrümanı merkez bankasının niyetlerini en uygun bir biçimde yansıtan para piyasası göstergesi olarak tanımlanabilir.

---

<sup>163</sup> Svensson, "Monetary Policy and Real Stabilization", s. 282-283

Finansal piyasalarda dolaşan likiditeyi kontrol etmek isteyen merkez bankası, hanehalkı ve firmaların, bankalar ve diğer finansal kurumlar tarafından arzedilen ve karşılığında rezerv tutmakla yükümlü oldukları paraya yönelik taleplerini etkilemek suretiyle tüm finansal varlıkların faiz oranlarını belirleyebilmektedir.. Bu sebeple enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları, parasal büyüklüklerin hedeflenmesinden vazgeçilmesinin de katkısıyla temel politika enstrümanı olarak kısa vadeli faiz oranlarını (bankalararası para piyasası gecelik faiz oranını) kullanmaktadırlar.

Özellikle 1990'lı yıllardan sonra finansal piyasaların hızla gelişmesi ve yeni piyasa enstrümanlarının ortaya çıkması para ve para benzeri araçlar, kredi ve yabancı paralar arasındaki ikamenin artışı, bankacılık sisteminin gelişmesi paranın tanımını ve para arzı sürecini etkilemiştir. Bu sebeple merkez bankaları piyasalara aktif bir oyuncu gibi katılmakta ve banka-finans kesimi ile ilişkide bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları, bu sürece paralel olarak, daha fazla piyasaya ağırlık veren dolaylı para politikası enstrümanlarının kullanılmasına ağırlık vermektedirler. Dolaylı para politikası enstrümanları günlük likidite yönetimi, enflasyonist şoklara hızlı bir biçimde tepki verme ve politika sinyalleme açısından daha uygun olan açık piyasa işlemleri, reeskont penceresi ve zorunlu karşılık uygulamaları şeklinde kullanılmaktadır<sup>164</sup>.

Para politikasının yürütülmesinde kısa vadeli faiz oranlarının yanı sıra, belirli bir baz yılına göre kısa vadeli faiz oranı ve döviz kurundaki değişimin ağırlıklandırılmış toplamından oluşan Parasal Koşullar Endeksi'de kullanılmaktadır. Endeksin kullanılmasında en önemli etken, özellikle dışa açık ve küçük ekonomilerde politika tepkilerinin toplam talep ve enflasyon üzerinde faiz oranı mı yoksa döviz kuru kanalı aracılığıyla mı gerçekleştiğini belirlemenin güçlüğüdür<sup>165</sup>.

Endeksin değerindeki değişme para politikasındaki sıkılığın ya da gevşekliğin derecesini göstermektedir. Bu anlamda parasal koşullar endeksi para politikasının

---

<sup>164</sup> Alina Carare, A. Schaechter, M. Stone and M. Zelmer, "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting", IMF Working Paper No. 102, June 2002, s. 16 Schaechter and Stone, s. 23

<sup>165</sup> Schaechter and Stone, s. 23

yürütülmesinde operasyonel hedef değişkenin düzeyinin belirlenmesinde bir gösterge olmakta ve ekonomi üzerindeki enflasyonist baskıların hangi kanal aracılığıyla gerçekleştiğinin anlaşılmasına yardımcı olmaktadır. Bunun yanında iktisadi ajanların, her döviz kuru şokunu dengelemek ve endeksin değerini korumak için faiz oranının kullanılacağı yönündeki beklentileri, para politikasının yönünün tayin edilmesi ve şeffaflık açısından handikap doğurmaktadır<sup>166</sup>.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankasının izlediği para politikasının etkinliği ve dolayısıyla etkin bir likidite yönetimi, merkez bankasının para piyasalarına net fon arz eden bir konuma (piyasadan para çeken konumdan piyasaya para veren) gelmesi ile mümkündür<sup>167</sup>. Merkez bankası para piyasalarında borçlu konumda olduğunda diğer borç vericiler ile rekabet etmek durumunda olduğundan kısa vadeli faiz oranı üzerinde daha az etkide bulunabilmektedir. Bu anlamda enflasyon hedeflemesinin ilk aşamalarında özellikle dışa açık küçük ekonomilerde meydana gelen sermaye girişlerine bağlı olarak birçok merkez bankası finansal sistemde yapısal likidite fazlası ile karşı karşıya kaldıklarından, kısa vadeli faiz oranları üzerinde tam olarak etkide bulunamamaktadırlar.

Bu sebeple, özellikle IMF programı ile birlikte enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde merkez bankasının Net Uluslararası Rezervleri'ne taban ve Net İç Varlıkları'na tavan hedefler konulmak suretiyle hem ülkenin net döviz rezervinin korunması ve döviz piyasasına müdahalelerin sınırlanması hem de fiyat istikrarı amacını tehlikeye atacak şekilde parasal genişlemenin önüne geçilmesi amaçlanmaktadır. Taban ya da tavan hedeflerin aşılması, tek başına genişlemeci bir para politikasının varlığına işaret etmemekle birlikte, uygulanan para politikasının yeniden değerlendirilmesi yönünde sinyal vermektedir. Bu yönüyle kısa vadeli faiz oranları aynı

---

<sup>166</sup> Carare et al., s. 18

<sup>167</sup> Mario I. Blejer, A. M. Leone, S. Rabanal and G. Schwartz, "Inflation Targeting in the Context of IMF Supported Adjustment Programs", IMF Working Paper No. 31, March 2001, s. 5

zamanda, enflasyon ve üretim açığı üzerinde enstrüman değişkeni olarak kullanılmanın yanı sıra parasal tabanı hedef patikada tutmak için kullanılan bir değişken olmaktadır<sup>168</sup>.

#### **1.2.4 Enflasyon Hedeflemesinin Stratejik Gereklilikleri ve Uygulama Düzeyleri**

Enflasyon hedeflemesinin stratejik gereklilikleri denildiğinde ilk olarak, para politikasının yasal-kurumsal çerçevesinin oluşturulması üzerinde durulmaktadır. Yasal çerçeve, fiyat istikrarı amacının koruma altına alındığı ve istediği enstrümanı serbestçe seçebilme hususunda bağımsız bir merkez bankasının varlığını gerektirmektedir. Kurumsal çerçeve ise enflasyon hedeflemesinin ayırt edici unsurlarından olan şeffaflık ve hesap verebilirlik mekanizmalarının oluşturulmasını ifade etmektedir<sup>169</sup>.

Stratejik gerekliliklerde ikinci olarak, enflasyon hedeflemesinin başarılı ve etkin bir biçimde işleyebilmesi için makroekonomik istikrar ortamının varlığı ve buna bağlı bir biçimde finansal istikrarı temsil etmektedir. Bu anlamda ekonominin iç ve dış dengesinin enflasyon hedeflemesinin yürütülmesinde ne gibi dinamikler doğurduğu ele alınmaktadır. Finansal istikrar ortamının varlığı ve banka-finans kesiminin gelişmişlik düzeyi ise, finansal istikrarın fiyat istikrarı gibi merkez bankalarının benimsedikleri bir amaç olması itibariyle önem kazanmaktadır<sup>170</sup>.

Genel olarak, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi yürütebilmek için belirli bir kurumsal ve teknik yeterliliğe sahip olması, kendi başına enflasyon hedeflemesinin gerektirdiği bir unsur olmadığı ve merkez bankacılığının günümüzde geldiği düzeyi ifade ettiği yönündeki argümanlar çerçevesinde bir stratejik gereklilik olarak değerlendirilmemektedir. Buna mukabil, merkez bankasının kurumsal ve teknik yeterliliğe sahip olması enflasyon hedeflemesi uygulayan ya da enflasyon

---

<sup>168</sup> Peter Isard and D. Laxton, “*Inflation Forecast Targeting and the Role of Macroeconomic Models*”, iç. *Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic*, (Ed.) Warren Coats, Prague: Czech National Bank, s. 106

<sup>169</sup> Schaechter and Stone, s. 33

<sup>170</sup> *ibid*, s.34



hedeflemesine geçmeyi amaçlayan gelişmekte olan ülkeler açısından stratejik bir gereklilik olarak karşımıza çıkmaktadır<sup>171</sup>.

#### **1. 2.4.1 Merkez Bankası Bağımsızlığının Enflasyon Hedeflemesindeki Önemi**

Enflasyon hedeflemesinin yasal ve kurumsal unsurları, hedefe ulaşma konusunda bağımsız kılınan merkez bankasının para politikası uygulamaları ile ilgili olarak şeffaf ve hesap verebilir bir konumda olmasını temin etmektedir. Bu anlamda yasal-kurumsal unsurlar kredibilitenin ötesinde, demokratik işleyişe sahip bir toplumda merkez bankası ile kamuoyu ve hükümet-mali otorite arasındaki ilişkileri de ortaya koyması nedeniyle enflasyon hedeflemesinin ekonomi-politik boyutuna karşılık gelmektedir<sup>172</sup>.

Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için merkez bankasının bağımsız olması gerekliliğin temelinde, para politikasının nihai ve öncelikli amacı olarak fiyat istikrarının belirlenmiş olması yatmaktadır. Bunun yanında uygun bir biçimde dizayn edilmiş merkez bankası yasası, enflasyon hedeflemesinin başarısı ve para politikasının kredibilitesi açısından gereklilik arz etmektedir.

Para politikasının fiyat istikrarı amacı doğrultusunda yürütülmesi ile ilgili olarak merkez bankasının bağımsız olması gerekliliği, enflasyon hedeflemesinin uygulamaya başlanmasından önce birçok gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından benimsenmiştir. Bu bağlamda bağımsızlık kavramı üzerine ilk yaklaşımlar, kavramı merkez bankası ile hükümet arasındaki ilişkileri düzenleyen yasal çerçeve açısından ele almakta ve yasal (legal) bağımsızlık ile fiili (actual) bağımsızlık üzerinde durmaktadır<sup>173</sup>.

Yasal-fiili bağımsızlık ayırımına dayalı olarak yapılan çalışmaların temel vurgusu, fiyat istikrarı amacını açıkça ifade eden ve merkez bankasını hükümetten ve diğer kamu kurum ve kuruluşlarından gelebilecek baskılar karşısında koruma altına alan bir düzenlemenin merkez bankası yasasında yapılmasıdır. Bu yönde yapılan çalışmalar

---

<sup>171</sup> Schaechter and Stone, s.34

<sup>172</sup> Cukierman, Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence, s. 369

<sup>173</sup> *Ibid*, s.372

merkez bankasının bağımsız olduğu ülkelerin daha düşük enflasyon performansı gösterdiği yönünde sonuçlar ortaya koymuştur<sup>174</sup>.

Merkez bankasının bağımsızlığına yönelik yasal düzenleme yaklaşımı, enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşabilmesi için fiyat istikrarı amacının nihai ve öncelikli amaç olduğuna dair kurumsal bir taahhüdün merkez bankası yasasında açık bir biçimde yer alması gerekliliğine temel oluşturmaktadır. Buna bağlı olarak enflasyon hedeflemesi açısından bağımsızlık, seçilen nihai amaca-hedefe yönelik hareket etme hususunda merkez bankasının bağımsız davranabilme yeteneği dahilinde ele alınmaktadır.

Bu çerçevede geliştirilen yaklaşımlar, daha önce belirtildiği gibi, para politikası uygulama sürecine atıfta bulunarak amaç-enstrüman bağımsızlığı ayırımına vurgu yapmakta ve enflasyon hedeflemesinin işleyişi açısından uygun bir çerçeve sunmaktadır. Bu anlamda, fiyat istikrarı amacına ulaşabilmek için yetki verilen merkez bankası söz konusu amacı gerçekleştirme yönünde istediği enstrümanı serbestçe seçme ve kullanma olanağına sahip olmalıdır<sup>175</sup>.

Gerek yasal-fiili bağımsızlık, gerekse amaç-enstrüman bağımsızlığı ayırımları, özünde, ekonominin kendi öznel koşulları dahilinde fiyat istikrarı amacını tehdit eden unsurların -siyasetçilerin zaman tutarsızlığına yol açan baskıları ve kronik bütçe açıklarının merkez bankası kaynaklarından finanse edilmesi gibi- ortadan kaldırılmasını amaçlamaktadır. Bunun yanında, finansal sistemin etkin bir biçimde işlememesinden kaynaklanan sorunların ve sistemik krizlerin para politikası üzerindeki etkilerinin giderilmesi amacıyla fiyat istikrarı amacını destekleyici ikincil bir amaç olarak finansal istikrar amacına merkez bankası kanunlarında yer verilmektedir<sup>176</sup>.

Finansal istikrar amacının merkez bankası yasasında varolması halinde, fiyat istikrarı amacına nazaran taşıdığı önem ve öncelik açık bir biçimde ortaya konmalıdır. Merkez

<sup>174</sup> Helge Berger, J. de Haan and S. C. W. Eijffinger, “*Central Bank Independence: An Update of Theory and Evidence*”, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 15 No. 1, February 2001, s. 30

<sup>175</sup> Tonny Lybek and J. Morris, “*Central Bank Governance: A Survey of Boards and Management*”, IMF Working Paper No. 226, December 2004, s. 11

<sup>176</sup> Peter J. N. Sinclair, “*Central Banks and Financial Stability*”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, November 2000, s. 378.

bankasının iki amaç arasındaki olası çatışmaları önleyebilmek için hangi durumlarda son borç verici merci olarak işlev göreceği, ödemeler sisteminin işleyişi ve bankacılık isteminin denetim-gözetim süreçleri açısından ne gibi bir role sahip olacağına merkez bankası yasasında açık bir biçimde tanımlanması para politikasının kredibilitesine daha fazla katkıda bulunacaktır<sup>177</sup>.

Enflasyon hedeflemesi açısından, merkez bankası bağımsızlığının yasal teminat altına alınması kadar, söz konusu yasanın uygun bir biçimde dizaynı da önem kazanmaktadır<sup>178</sup>. Bu bağlamda merkez bankası yasasında, sadece para politikasının amaç ve öncelikleri değil, enflasyon hedeflemesi altında para politikası uygulama sürecinin özelliklerine bağlı olarak Para Politikası Kurulu üyelerinin nasıl seçileceği, hükümet ile koordinasyon ve olası çatışma durumları, kendi iç yönetim (governance) yapısının işleyişi, denetim ve hesap verebilirlik unsurları da açık bir biçimde tanımlanmalıdır. Öte yandan, bir kurum olarak merkez bankasının kendi bütçesini oluşturması ve personel yapısını belirlemesi, kendi imkan ve kaynaklarını kullanabilmesi hususunda kurum dışı müdahalelerden uzak olması da bağımsızlığın unsurları arasında yer almaktadır. Haliyle merkez bankasının olası kar ya da zarar etmesi karşısında nasıl bir prosedür izleneceğinin de merkez bankası yasasında açık bir biçimde ortaya konması gerekmektedir<sup>179</sup>.

#### **1.2.4.2 Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkelerde Yasal Çerçevenin Oluşturulma Özellikleri**

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon hedeflemesinin dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili farklılıklar, kredibilite ve esneklik arasında uygun bir bileşimin ülkelerin kendi öznel makroekonomik koşullarına bağlı olarak ortaya çıkmasından kaynaklanmaktadır. Bunun yanında enflasyon hedeflemesi ile ilgili deneyim-birikim

---

<sup>177</sup> Finansal istikrarın merkez bankası kanunlarında nasıl bir çerçeveye oturtulduğunu gösteren bir çalışma için S. Oosterlo and J. de Haan, "A Survey of Institutional Frameworks for Financial Stability", DNB Occasional Studies, Vol. 1 No. 4, 2003

<sup>178</sup> Lybek and Morris, s. 19 ve Schaechter and Stone, s. 33. İlgili literatür, merkez bankasının yapısını kurumsal yönetim (corporate governance) ilkeleri çerçevesinde ele almaktadır.

<sup>179</sup> Bu konu merkez bankasının kendi bilançosunu kontrol edebilme gücü ile yakından ilgilidir. Christopher A. Sims, "Fiscal Aspects of Central Independence", CESifo Working Paper No. 547, August 2001, s. 2

artıkça ve fiyat istikrarını sürdürme-koruma hususunda başarı kazanıldıkça hedefin parametreleri ve yürütülmesi ile ilgili karakteristikler de kendi içinde bir evrim sürecine tabi olmaktadır<sup>180</sup>. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesi altında para politikasının fiyat istikrarı amacı doğrultusunda yürütülmesinin gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde merkez bankası yasasında kurumsal hale getirildiği gözlenmektedir. Tablo 3, her iki ülke grubunda enflasyon hedeflemesinin yasal çerçevesini ortaya koymaktadır. Buna göre, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarı para politikasının nihai amacını temsil etmekte ve diğer amaçlar karşısında önceliğe sahip bulunmaktadır.

**Tablo 3: Enflasyon Hedeflemesinin Yasal Çerçevesi**

ÜLKELER	Para Politikasının Amacı			Bütçe Açıklarının Finansmanı		
	Tek amaç olarak fiyat istikrarı	Fiyat istikrarı amacı önceliğe sahip olmak üzere diğer amaçlar	Formel bir öncelik olmaksızın fiyat istikrarı ve diğer amaçlar	Merkez Bankası konumunda yasaklayıcı düzenleme	Merkez Bankası konumunda sınırlayıcı bir düzenleme	Herhangi bir düzenleme yok
GELİŞMİŞ ÜLKELER	YENİ ZELANDA	AVUSTRALYA İNGİLTERE İSVEÇ İZLANDA NORVEÇ	KANADA	İSVEÇ İZLANDA	KANADAN NORVEÇ	AVUSTRALYA İNGİLTERE YENİ ZELANDA
GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELER	GÜNEY AFRIKA PERU	BREZİLYA ÇEK CUM. FİLİPİNLER GÜNEY KORE KOLOMBİYA MACARİSTAN MEKSİKA POLONYA ŞİLİ TAYLAND	İSRAİL <sup>1</sup>	BREZİLYA ÇEK CUM. MACARİSTAN PERU POLONYA ŞİLİ	FİLİPİNLER GÜNEY AFRIKA GÜNEY KORE İSRAİL KOLOMBİYA MEKSİKA TAYLAND	

Kaynak: Petursson, p.69, Truman, p. 60, Carrare et al.,p.43-44 ve ilgili ülkelerin Merkez Bankaları Siterlerinden yararlanılarak oluşturulmuştur.

Buna mukabil Yeni Zelanda, G. Afrika ve Peru'da fiyat istikrarı tek amaç olarak belirlenmesi katı bir hedefleme biçimi yansıtmaktadır. Kanada ve İsrail'de ise fiyat istikrarı amacı diğer amaçlar karşısında formel bir önceliğe sahip değildir<sup>181</sup>.

<sup>180</sup> A. Carare and M. Stone, s.27

<sup>181</sup> Truman, s. 60

Öte yandan bütçe açıklarının finansmanı ile ilgili olarak 20 ülkeden 8'i yasaklayıcı, 9'u ise sınırlayıcı bir düzenlemeye merkez bankası kanunlarında yer vermektedir. Avustralya, İngiltere ve Yeni Zelanda'da ise herhangi bir düzenlemenin yapılmaması bütçe açıklarının finansmanında merkez bankası kaynaklarına başvurulduğu şeklinde değil, mali otorite-hükümet arasında böyle bir davranışın olmaması ile ilgili ortak bir yaklaşımın var olduğu şeklinde algılanmalıdır<sup>182</sup>.

Para politikasının enflasyon hedefi doğrultusunda yürütülmesi ve temel politika enstrümanının serbestçe kullanılması ile ilgili olarak özellikle gelişmekte olan tüm ülkelerin tam enstrüman bağımsızlığını benimsedikleri görülmektedir. Bunun yanında Avustralya, İngiltere, Kanada, Yeni Zelanda, Şili ve Tayland'da hükümete belirli düzenleme biçimleriyle merkez bankası kararlarını değiştirme olanağı tanınmıştır. Ancak merkez bankası kararlarını değiştirmek beraberinde açık politik maliyetleri de getirebilir<sup>183</sup>. Öte yandan gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelere merkez bankası başkanı genel seçimlerin yapıldığı süreden daha fazla bir biçimde, çoğunlukla 5 yıl ve üzerinde görev süresine sahiptir<sup>184</sup>.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan tüm ülkelerde hedef enflasyon oranı kamuoyuna ilan edilmektedir. Bunun yanında hedefin belirlenmesi ile ilgili olarak farklı uygulamaların benimsendiği görülmektedir.

Esas olarak gelişmiş ülkelerde (Avustralya, İzlanda, Kanada, Yeni Zelanda) ve Kolombiya'da enflasyon hedefini merkez bankası ve hükümet ortak belirlemektedir. Enflasyon hedefinin hükümet ile ortak ya da hükümet tarafından belirlenmesi özellikle dezenflasyon sürecinde olan gelişmekte olan ülkelere mali otoritenin enflasyon hedefine uygun davranışlar sergilemesi ve para politikasının kredibilitesi açısından önem kazanmaktadır<sup>185</sup>. Nitekim Brezilya, Filipinler, G. Kore, İsrail ve Tayland'da hedef hükümet tarafından merkez bankasına danışarak belirlenmekte ve politik destek sağlanmaktadır. Bununla birlikte bazı gelişmekte olan ülkelere hedef bizzat merkez

---

<sup>182</sup> Petursson, s. 68

<sup>183</sup> Carrare et al.,s.43-44

<sup>184</sup> *ibid*, s.44

<sup>185</sup> Roger and Stone, s. 9

bankası tarafından (Çek Cum.,G. Afrika, Meksika, Polonya) ya da hükümete danışarak (Macaristan, Peru, Şili) belirlenmektedir<sup>186</sup>.

#### 1.2.4.3 Merkez Bankasının Hesap Verebilirliği

Hesap verebilirlik, fiyat istikrarı amacına ulaşma ve para politikasını enflasyon hedefine yönelik olarak uygulama açısından enstrüman bağımsız olan merkez bankasının, politika aksiyonlarında kamuoyu ve parlamento karşısında sorumlu olmasına karşılık gelmektedir.

Esas olarak demokratik işleyişe sahip bir toplumda seçimle işbaşına gelen siyasi otoritenin halka hesap verme zorunluluğu bulunmaktadır. Bu anlamda para politikası uygulamalarının seçimle işbaşına gelmeyen merkez bankasına devredilmesi demokratik açık sorununu beraberinde getirmektedir. Nitekim, bağımsız bir merkez bankası ile hesap verebilirlik arasında belirgin bir değiş-tokuş ilişkisinin varlığı söz konusudur<sup>187</sup>.

Buna mukabil, enflasyon hedefinin, merkez bankasının hedefe yönelik politika uygulamalarında hesap verebilirliğine temel teşkil etmesi nedeniyle demokratik açık sorununu ortadan kaldıracı bir yapıya kavuşturulmaktadır. Ayrıca hesap verebilirlik, para politikasındaki gecikmelerin kamunun merkez bankasının performansını izlenmesi ve değerlendirmesi yönünde doğurduğu güçlükler nedeniyle bir gereklilik teşkil etmektedir<sup>188</sup>. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesinin etkin bir biçimde işleyebilmesi için merkez bankasının hesap verebilirliği şu üç temel özelliğe sahip olmalıdır:<sup>189</sup>

İlk olarak para politikası hedefleri açıkça tanımlanmalı ve öncelik sıralaması yapılmalıdır. Buna göre fiyat istikrarı amacının önceliği ve enflasyon hedefi, merkez bankasının performansının değerlendirilmesine daha fazla imkan vermektedir. Ayrıca, hedefin hükümet-mali otorite ile ortak bir biçimde tespiti, hem hesap verme

---

<sup>186</sup> *ibid*, s.10

<sup>187</sup> Clive B. Brilaut, A. Haldane and M. King “Independence and Accountability”, Bank of England Working Paper No. 49, 1996, s. 5

<sup>188</sup> Debelle, “Inflation Targeting in Practice”, s. 17

<sup>189</sup> Sylvester C. W. Eijffinger and M. Hoeberichts, “Central Bank Accountability and Independence: Theory and Some Evidence”, Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 6, November 2000, s. 8

yükümlülüğün tümüyle merkez bankası üzerinde kalmamsına hem de maliye politikasının disipline edilmesine yardımcı olmaktadır.

İkinci olarak para politikası uygulamaları şeffaf olmalıdır. Zira merkez bankasının hedefe ulaşma konusundaki başarısının değerlendirilebilmesi için uygulamaları ile ilgili bilginin açık bir biçimde kamuoyuna sunulması gerekmektedir. Böylelikle, hem performansa ilişkin yargılama imkanı doğmakta hem de hedefe ulaşamaması durumunda merkez bankası ya da hükümet – mali otoritenin sorumluluk düzeyinin belirlenmesi daha kolay yapılmaktadır.

Üçüncü olarak, para politikası uygulamalarına ilişkin nihai sorumluluğun kime ait olacağı belirlenmelidir. Nihai sorumluluğun belirlenmesi merkez bankasının parlamento ile ilişkileri ve merkez bankası başkanının görevden alınma prosedürleri açısından önem kazanmaktadır. Merkez bankasının, politika uygulamaları nedeniyle parlamentoya karşı sorumluluğu demokrasinin doğası gereğidir. Bu sebeple parlamentoya düzenli raporlar sunulmalı ve para politikasının işleyişiyle ilgili bilgilendirme toplantıları yapılmalıdır<sup>190</sup>.

#### **1.2.4.4 Merkez Bankasının Kurumsal ve Teknik Yeterliliği**

Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için, varlığı örtük olarak kabul edilen ancak açık bir biçimde vurgulanması gereken stratejik unsur, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi uygulayabilecek düzeyde kurumsal ve teknik açıdan yeterli olmasıdır.

Enflasyon hedeflemesinin merkez bankasının kurumsal ve teknik açıdan belirli bir gelişmişlik düzeyine ihtiyaç duyması, esas olarak, fazla talepkar bir hedefleme stratejisi olmasının yanı sıra merkez bankasının kendi yasasında, yönetim yapısında, içsel karar alma süreçlerinde ve para politikasının enflasyon (tahmin) hedefi doğrultusunda yürütülebilmesi için belirli bir teknik birikime ihtiyaç duymasından kaynaklanmaktadır. Bu sebeple diğer stratejik gereklilikler yanında kurumsal ve teknik açıdan belirli bir

---

<sup>190</sup>*ibid*, s.11

düzeyle ulaşmamış bir merkez bankasının enflasyon hedeflemesini hiç denememesi ileri sürülmektedir<sup>191</sup>.

Enflasyon hedeflemesi açısından bağımsızlık, şeffaflık ve hesap verebilirlik unsurları özellikle para politikası karar alma ve uygulama sürecinin depolitize edilmesi açısından önem kazanmaktadır. Bu bağlamda gerek para politikası karar alma süreci gerekse Para Politikası Kurulunun oynadığı rol itibarıyla banka bünyesindeki organların – başkanlık, banka meclisi gibi – ve karar alma ve uygulama sürecindeki diğer kişilerin görev tanımları, seçme-atanma koşulları yeniden belirlenmekte ve bankanın kendi iç yönetim yapısında hiyerarşik değil daha esnek bir organizasyon şemasına doğru bir yönelim söz konusu olmaktadır<sup>192</sup>.

Bunun yanında, nihai ve öncelikli amaç olarak fiyat istikrarının ön plana çıkması, merkez bankasının farklı amaçlara yönelik politika oluşturma ihtiyacını azaltmakta ve kaynak kullanımı ve insan kaynakları politikalarını da değiştirmektedir. Para politikasının orta-uzun vadeli bir amaca yönelik olması, finansal piyasaların günlük işleyişindeki gelişmelerden ziyade para politikasının geleceğine yönelik beklentilerin ve bilgi setinin oluşturulmasını ve ağırlık verilmesini beraberinde getirmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin uygulanmasında merkez bankasının teknik yeterliliği, hem para politikasını yürütebilmek ve finansal piyasalarda operasyon yapabilmek için yeterli ve doğru araçlara sahip olmasına hem de para politikasının formülasyonu ve enflasyon tahminlerinin türetilmesinde, ekonominin işleyişine ait modelin oluşturulmasında, iletişim stratejisinin işleyişinde kullanılacak araçların geliştirilmesinde yeterli bilgi ve birikimi bünyesinde barındırmasına karşılık gelmektedir<sup>193</sup>. Bu sebeple merkez bankası, para politikası operasyonları için güçlü bir teknolojik kapasite kurmanın yanı sıra ciddi ve yeterli bir araştırma bütçesi ve departmanı oluşturmak, uzman kişiler istihdam etmek durumundadır.

---

<sup>191</sup> Truman, s. 53

<sup>192</sup> Schaechter and Stone, s. 33-34

<sup>193</sup> *ibid*, s.35



#### 1.2.4.5 Merkez Bankasının Şeffaflık Düzeyi

Para politikası uygulamalarının şeffaf olması gerekliliği, merkez bankasının para politikası ile ilgili olarak kamuoyu ve iktisadi ajanlar nezdinde enformasyon avantajına sahip olmasından kaynaklanmaktadır. Bu anlamda şeffaflık, para politikası yapıcılar ile iktisadi ajanlar arasında asimetrik enformasyonun olmaması şeklinde tanımlanabilir<sup>194</sup>. Şeffaflık ile asimetrik enformasyon sorununun ortadan kaldırılarak para politikasının kredibilitesinin tesis edilebilmesi için, merkez bankasının elindeki enformasyonu kamuoyu ve iktisadi ajanlarla paylaşması ve böylelikle hedeflerine ulaşma hususunda hesap verebilirliğine yönelik bir temel oluşturulması arzulanmaktadır<sup>195</sup>. Bunun yanında şeffaflık, para politikası, faiz oranları ve enflasyon ile ilgili belirsizlikleri azaltarak özel kesimin karar alma sürecine yardımcı olmakta ve kamuoyunu para politikası ile nelerin yapıp nelerin yapılamayacağı hususunda aydınlatarak kamuoyunda para politikası ile ilgili eğitici ve aydınlatıcı tartışma imkanı doğurmaktadır. Öte yandan, enflasyon hedeflemesinin teorik analizinde ortaya konulduğu gibi, merkez bankası politika uygulamalarında inanılrlığını artırarak daha esnek davranabilmekte ve bekleryşleri enflasyon hedefi doğrultusuna yönlendirebilmektedir<sup>196</sup>.

Enflasyon hedeflemesi altında para politikası uygulama sürecinin farklı aşamalarında gözlenen şeffaflık olgusu beş farklı biçimde ele alınabilir<sup>197</sup>:

- Politik Şeffaflık: Para politikasının üzerine kurulduğu temel değişken olan enflasyon hedefinin net bir biçimde tanımlanması ve ilan edilmesini ifade eder.
- Ekonomik Şeffaflık: Para politikası uygulama sürecinde kullanılan bilgi seti, tahminlerin ve politika analizlerinin dayandırıldığı model ve bankanın kendi bünyesinde yapılan tahminlerin açıklanmasını ifade eder<sup>198</sup>.

---

<sup>194</sup>Petra M. Geraats, "Central Bank Transparency", The Economic Journal, Vol. 112 Issue 483, November 2002, s. 533

<sup>195</sup> Winkler, s. 18

<sup>196</sup> Bernanke et al., s. 296

<sup>197</sup> Geraats, s. 540. Geraats'tan farklı olarak A. Posen'in sınıflandırması için Adam S. Posen, "Six Practical Views of Central Bank Transparency", IIE Working Paper, May 2002

<sup>198</sup> G. Chortareas, D. Stasavage and G. Sterne, "Does it Pay to be Transparent? International Evidence from Central Bank Forecasts", FED of St. Louis Review, Vol. 84 No. 4, July/August 2002, s. 99

- Prosedürel Şeffaflık: Hedefleme biçimini karakterize eden kural ya da stratejinin ne olduğunu ve temel politika enstrümanının ayarlanması ve genel olarak para politikası kararlarının nasıl alındığını ifade eder. Bu anlamda herhangi bir politika kararına ilişkin oylama ve Para Politikası Kurulu görüşme tutanaklarının ilan edilmesi prosedürel şeffaflık içinde yer almaktadır.
- Politika şeffaflığı: Alınan politika kararlarının ve bilhassa geleceğe yönelik politika aksiyonlarının hangi yönde gelişeceğini zamanında duyurulması bir diğer deyişle haber alma olanağının bulunmasına yönelik şeffaflığı ifade eder. Bu anlamda faiz oranı kararları ve döviz piyasasına yönelik basın duyuruları politika şeffaflığı içinde yer almaktadır.
- Operasyonel Şeffaflık: Para politikası aksiyonlarının yürütülmesi ile ilgili olarak temel politika enstrümanının ayarlanmasında yapılan kontrol hataları ve para politikası aktarım mekanizmasının işleyişinde görülen sorunlara ilişkin şeffaflığı ifade eder.

Esas olarak enflasyon hedeflemesi altında para politikasının şeffaflık düzeyinin ne olması gerektiği temel bir tartışma konusu olarak literatürde yer almaktadır<sup>199</sup>. Bununla birlikte para politikası aksiyonlarının zamanında ve doğru bir biçimde kamuoyuna ve iktisadi ajanlara aktarılması, finansal piyasa davranışları ve bekleyişlerin yönlendirilebilmesini mümkün kılarak nihai amaca ulaşma yolunda para politikasının etkinliğini artırmaktadır.

Öte yandan şeffaflık, merkez bankasının politika uygulamalarına yönelik fiili bir taahhüt işlevi görerek ihtiyari politika uygulamasının ilan edilen hedefle ne ölçüde tutarlı olduğunu gözleme imkanı sunmaktadır<sup>200</sup>. Bunların yanında şeffaflık ile ilgili belirtilmesi gereken önemli bir nokta, bağımsız bir merkez bankasının kendi amaç – hedef ve aksiyonları ile ilgili olarak kamuoyu ile doğrudan iletişim kurmasının

---

<sup>199</sup> Alex Cukierman, “Are Contemporary Central Banks Transparent About Economic Models and Objectives and What Difference Does it Make”, FED of St. Louis Review, Vol. 84 No. 4, July/August 2002, S. 32, Frederic S. Mishkin, “Can Central Bank Transparency Go too Far?”, NBER Working Paper, No. 10829, October 2004, s. 27, Hrrmann Remsperger and A. Worms, “Tranparaency in Monetary Policy”, Center for Financial Studies Working Paper No. 16, 1999, s. 17

<sup>200</sup> Geraats, s. 521 ve Jon Faust and Lars E. O. Svensson, “The Equilibrium Degree of Tranparency and Control in Monetary Policy”, Journal of Money Credit and Banking, Vol. 34 No. 2, 2002 s. 521

bağımsızlığını zedeleyici müdahaleler karşısında politika uygulamalarının arkasında durabilecek kamuoyu desteğini beraberinde getirmesidir<sup>201</sup>.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankası yukarıda ele alınan farklı şeffaflık kategorileri dahilinde kamuoyuna, gerek politika aksiyon ve kararlarını gerekse ekonomi ile ilgili gelen yeni bilgileri düzenli ve zamanında açıklayabilmek için belirli bir iletişim stratejisi ve araçlarına ihtiyaç duymaktadır<sup>202</sup>. Bu amaçla merkez bankalarının kullandığı temel iletişim araçları şöyle sıralanabilir:

- Düzenli basın duyuruları ve Para Politikası Kurulu toplantısının ardından düzenlenen basın konferansları
- Düzenli olarak yayınlanan enflasyon raporu: Bu rapor esas olarak enflasyonun hedef değerinden sapmasının sebepleri, gelecekteki görünümü ve hedefe etki edebilecek makroekonomik riskler konusunda merkez bankasının değerlendirmesi ve geleceğe yönelik enflasyon tahminlerini içermektedir.
- Düzenli olarak yayınlanan özel merkez bankası yayınları: Bu yayınlar arasında, yıllık rapor, para politikası raporu, ülke ve dünya ekonomisi ile ilgili yayınlar ve bizzat merkez bankasının editörlüğünü yaptığı periyodikler ve konferans tebliğlerini bir araya getiren kitaplar yer almaktadır. Ayrıca merkez bankası başkanı, yardımcıları ya da Para Politikası Kurul üyelerinin çeşitli yerlerde yaptığı konuşma ve sunumlarda – ki bu tür faaliyetlerin ülkenin her yanında olması gerekliliği vurgulanmaktadır-yayınlanabilmektedir.
- Son olarak hemen hemen tüm merkez bankaları kendi web sitelerini oluşturarak yukarıda belirtilen duyuru ya da yayınlara internet sayfalarında yer vermektedirler<sup>203</sup>.

Nominal çapa olarak açık bir enflasyon hedefinin varlığı, hem şeffaflık hem de hesap verebilirliğin birbirini güçlendirmesini beraberinde getirmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde para politikasını belirleme yetkisi tam enstrüman bağımsız merkez bankasına devredildiği için, karar alma süreci ve para politikasının

---

<sup>201</sup> Bunun yanında merkez bankaları, kamuoyu ve piyasalarla kurdukları iletişim sayesinde hükümet-mali otoritenin davranışlarını belirli düzeylerde eleştirebilmektedirler.

<sup>202</sup> Bernanke et al., s. 36-37

<sup>203</sup> *ibid*, s.37

geleceği açık ve şeffaf bir biçimde kamuoyu ile paylaşılmakta ve iletişim prosedürleri oluşturulmaktadır<sup>204</sup>.

Para politikası karar alma süreci ile ilgili şeffaflık konusunda, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin önceden belirlenen ve ilan edilen bir takvim uyarınca toplanan Para Politikası Kurulu'nun aldığı politika kararlarını aynı gün içerisinde basın duyurusu-konferansı ve web sitesi aracılığıyla duyurdukları görülmektedir<sup>205</sup>. Bunun yanında toplantı tutanakları her iki ülke grubu için İngiltere, İsveç, Brezilya, Çek Cum.,G. Kore, Polonya ve Şili tarafından en erken 2 hafta en geç 1 yıl içerisinde yayınlanmakta ve kamuoyu ve iktisadi ajanlara sunulmaktadır<sup>206</sup>.

Bunun yanında birçok merkez bankası kendi web sitesi aracılığıyla kurum içinde yapılan her türlü araştırma yayını ve para politikası raporlarını, Başkan ve /veya yardımcıları tarafından konuşma ve sunumları yayınlamaktadır. Ayrıca enflasyon hedeflemesi ile ilgili yapılan çeşitli atölye çalışmaları (workshop), seminer sunumları ve düzenlenen konferanslara ait tebliğlere de (proceedings) web sitesi aracılığıyla ulaşmak mümkündür.

Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde kamuoyu ile iletişimde kullanılan temel araç enflasyon raporudur. Enflasyon raporlarının ilk yayınlanma tarihleri incelendiğinde gelişmiş ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçmelerinin ardından enflasyon raporu hazırlamalarına rağmen gelişmekte olan ülkelerin tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçiş öncesi yapılan hazırlıklara bağlı olarak enflasyon raporu yayınladıklarını ortaya çıkmaktadır. Her iki ülke grubuna ait merkez bankaları ağırlıklı olarak yılda 4 kez enflasyon raporu yayınlamaktadırlar<sup>207</sup>.

Bununla beraber, tüm ülkelerde enflasyon raporları geçmiş enflasyonun analizine ve gerek ulusal gerekse uluslar arası düzeyde son ekonomik ve mali gelişmelerin, reel

---

<sup>204</sup> Mishkin, "Can Central Bank Transparency..."s.30

<sup>205</sup> Sadece İsveç ertesi gün duyurmaktadır. *ibid*, s.32

<sup>206</sup> *ibid*, s.34

<sup>207</sup> Fracasso, A., Genberg, H., Wyplosz, C. (2003). How Do Central Banks Write?. International Center for Monetary and Banking Studies, Centre for Economic Policy Research.s.19

ekonominin davranışlarının ve enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefi ve tahmini üzerindeki etkilerine yer vermektedir<sup>208</sup>.

Enflasyon raporları aynı zamanda geleceğe yönelik enflasyon, büyüme ve üretim açığı tahminlerine de yer vermektedir. Enflasyon tahmini İsrail hariç tüm merkez bankaları tarafından yayınlanmakta ve alınan faiz oranı kararlarının arkasında yatan nedenleri görmek mümkün olmaktadır. Bunun yanında gelişmiş ülkelerden Norveç ve Yeni Zelanda geleceğe yönelik faiz oranı projeksiyonlarını da yayınlamaktadır. Avustralya, ve Polonya hariç tüm merkez bankaları büyüme tahminleri yayınlarken, enflasyon ve büyüme tahminleri için bazı merkez bankalarının güven aralığı belirledikleri görülmektedir. Üretim açığı tahmini ise ağırlıklı olarak gelişmiş ülkeler tarafından yayınlanmakta gelişmekte olan ülke olarak sadece Kolombiya üretim açığı tahmini yayınlamaktadır<sup>209</sup>.

Daha önce ele alındığı gibi, esnek enflasyon hedeflemesine bağlı olarak enflasyon – üretim değişkenliğini azaltabilmek için yapılan tartışmalarda para politikası reaksiyon fonksiyonunun yayınlanması ya da Taylor kuralı izlenmesi şeklinde öneriler getirilmiştir. Buna mukabil enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler, enflasyonun hedef değerinden sapması durumunda reel ekonomide herhangi bir istikrarsızlık doğurmadan uygun bir biçimde tekrar hedef düzeyine nasıl döneceğini açık bir biçimde ortaya koymaktadırlar<sup>210</sup>. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaların enflasyon hedefi için hem kontrol ufku hem de hedef ufku belirledikleri görülmektedir<sup>211</sup>.

Açık bir enflasyon hedefine yönelik olarak merkez bankasının taahütte bulunması şeffaflık yanında hesap verme yükümlülüğü empoze etmektedir. Ancak gerek gelişmiş

---

<sup>208</sup> Jonas and Mishkin, s. 2 ve Schaechter and Stone, s. 43-44

<sup>209</sup> Fracasso et al.,s.19

<sup>210</sup> Buna göre Kanada, İsveç, Norveç, Yeni Zelanda ve Şili'nin minimum 4 maksimum 12 çeyreklik açık tahmin ufkuna sahip oldukları görülmektedir. Buna mukabil, 5 merkez bankası (İngiltere, İzlanda Brezilya, Filipinler ve İsrail) ancak hedefte açık bir sapma olduğunda açık bir tahmin-hedef ufkuna yer vermektedirler. Schmidt-Hebbel and Tapia, s. 3-4

<sup>211</sup> *ibid*, s.4

gerekse gelişmekte olan ülkeler için formel ya da yasal bir hesap verme sorumluluğunun bulunmadığı görülmektedir<sup>212</sup>.

**Tablo 4: Enflasyon Hedeflemesi ve Hesap Verebilirlik**

ÜLKE	SORUMLU ORGAN	AÇIK MEKTUP	PARLAMENTO OTURUMU
İNGİLTERE	Para Politikası Kurulu	Evet	Evet
İSVEÇ	İcra Kurulu	Evet	Evet
İZLANDA	Merkez Bankası	Evet	Hayır
KANADA	İcra Kurulu	Hayır	Evet
NORVEÇ	Başkan ve İcra Kurulu	Evet	Evet
YENİ ZELANDA	Başkan	Evet	Evet
BREZİLYA	Para Politikası Kurulu	Evet	Hayır
ÇEK CUM.	İcra Kurulu	Hayır	Evet
FİLİPİNLER	Para Politikası Kurulu	Evet	Evet
GÜNEY AFRİKA	Araştırma Departmanı	Hayır	Hayır
GÜNEY KORE	Para Politikası Kurulu	Hayır	Evet
İSRAİL	İcra Kurulu ve Araş.Dep.	Evet	Evet
KOLOMBİYA	İcra Kurulu	Hayır	Evet
MACARİSTAN	Araştırma Departmanı	Hayır	Evet
MEKSİKA	Merkez Bankası	Hayır	Evet
PERU	Merkez Bankası	Hayır	Hayır
POLONYA	Araştırma Departmanı	Evet	Evet
ŞİLİ	İcra Kurulu	Hayır	Evet
TÜRKİYE	Para Politikası Kurulu	Evet	Evet

Kaynak: Petursson, p.75, Roger and Stone, p.34, Truman, p.67 ve ilgili ülkelerin merkez bankası web sitelerinden yararlanarak oluşturulmuştur.

Tablo 4, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde enflasyon raporundan sorumlu organ ile açık mektup yayınlanması ve parlamento oturumu şeklinde iki tür hesap verme biçimini ortaya koymaktadır. Faiz oranı kararının ilgili kurul tarafından alındığı

<sup>212</sup> Roger and Stone, s. 10

ülkelerde enflasyon raporunun sorumluluğu kurula ait olurken, bazı ülkelerde kurum olarak merkez bankası ya da raporu hazırlayan araştırma departmanı sorumlu olmaktadır<sup>213</sup>.

Formel olarak hesap verebilirlik düzenlemeleri Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, Avustralya, Şili, G. Afrika ve Norveç'te mevcuttur. Bu ülkelerde hükümet hedefte ciddi bir sapma olduğunda sapmanın nedenleri ile ilgili açıklama isteme ve merkez bankası kararlarını askıya alma hakkına sahiptir. Bu durum, Yeni Zelanda, Şili ve Kanada'da resmi gazete aracılığıyla duyurulmakta İngiltere ve Norveç'te ise parlamentoya bildirilmektedir<sup>214</sup>.

Öte yandan hedefte bir sapma olduğunda sapmanın nedenlerinin açıklanması ve hedefe tekrar ulaşabilmek için alınacak politika tedbirleri İngiltere, İsveç, İzlanda, Norveç, Yeni Zelanda, Brezilya, Filipinler, İsrail ve Polonya'da hükümete ya da ilgili bakana açık mektup şeklinde sunulmaktadır. Bunun yanında İzlanda, Brezilya G. Afrika, Peru ve Tayland dışında kalan merkez bankaları parlamentoya para politikasının geleceği ve enflasyon hedefi ile ilgili düzenli oturumlar aracılığıyla sunum yapmaktadırlar<sup>215</sup>.

Katı bir hesap verme biçimi olarak Yeni Zelanda'da merkez bankası başkanı doğrudan maliye bakanına karşı sorumludur. Başkanın görev süresi enflasyon hedefinin tutması ya da tutmamasına bağlıdır. Hedef tutmadığında başkanın yeniden göreve ataması yapılmamaktadır<sup>216</sup>.

### **1.3. Beklentilerin Yönetimi ve İletişim Politikası**

Daha önce de belirtildiği üzere, şeffaflık ve iletişim politikalarının önemine ilişkin görüşler temelini, piyasalar para politikasını doğru olarak tahmin edebildikleri zaman para politikasının daha etkin olacağı tezinden almaktadır. Bu çerçevede beklentilerin yönetimi, merkez bankalarının iletişim politikası tasarımında ön plana çıkmaktadır.

<sup>213</sup> Schmidt-Hebbel and Tapia, s. 12-13

<sup>214</sup> *ibid*, s.12

<sup>215</sup> Roger and Stone, s.34

<sup>216</sup> Petursson, s.75

Ancak bu görüşü ayrıntılı olarak ele almadan önce, Blinder ve diğerlerinin üç başlık altında sıraladığı karşı görüşlerin üzerinde kısaca durmakta fayda vardır<sup>217</sup>. Şeffaflık aleyhine geliştirilen görüşlerden ilki, tahmin edilen bir para politikasının etkin olamayacağıdır. Ancak iktisat yazınının tarandığı bölümde ayrıntılı olarak incelendiği gibi, teorik alanda ağırlıklı olsa da, ampirik kanıtlar bu görüşü desteklememektedir. Bu görüşe paralel bir başka tez ise, enflasyon önyargılarıdır. Buna göre, merkez bankaları büyümeyi ve istihdamı gözetmek amacıyla enflasyon yaratabilmektedirler. Buna bağlı olarak, yaratılan sürpriz enflasyon bir vergi olarak hükümetler için bir kaynak da olabilmektedir. Bu görüşe göre şeffaflık ihtiyacı, merkez bankalarının güvenilirliği ile birlikte azalmaktadır; güvenilirliği yüksek olan merkez bankalarının şeffaf olmalarına gerek olmadığı ifade edilmektedir. Ancak merkez bankaları istihdam ve üretimde kısa vadeli oynaklıkları dikkate alsa da, sürpriz enflasyon etkisini sürekli kullanmamaktadırlar. Tam şeffaflığa karşı üçüncü görüş ise asimetrik bilgi kavramına dayanmaktadır. Bu görüş artan şeffaflığın finans piyasalarında oynaklığı artıracak ve merkez bankalarının piyasanın esiri haline geleceğini savunmaktadır. Ancak bu durum piyasa katılımcılarının çoğunluğunun bilgi sahibi olmayıp, sadece bilgi sahibi olanları takip ederek piyasada buldukları durumlarda geçerli olmaktadır. Merkez bankalarının piyasayı takip eder hale geldiği görüşü ise finans piyasası katılımcılarının merkez bankasının işaretlerini yorumlamada birbiriyle ters düşmesinden kaynaklanmaktadır. Bu noktada daha önce de belirtildiği gibi, Woodford da merkez bankalarının belirli sistematik kurallar çerçevesinde davranarak sürpriz etkisi yaratmaktan kaçınmalarının piyasaları takip ettikleri izlenimini ortadan kaldıracaklarını ifade etmektedir<sup>218</sup>. Dolayısıyla, çözüm merkez bankalarının şeffaf olması ve bu şekilde maliyeti çok yüksek olabilen yanlış anlamaları ortadan kaldırabilmesinden geçmektedir.

Bu çerçevede para politikasının öngörülebilirliğinin ve dolayısıyla bekleyişlerin yönetiminin kısa vade ve uzun vade olmak üzere iki açıdan incelenmesi önem kazanmaktadır.

---

<sup>217</sup> Blinder, A., Goodhart, C., Hildebrand, P., Lipton, D. ve Wyplosz, C. (2001). How Do Central Banks Talk?. International Center for Monetary and Banking Studies, Centre for Economic Policy Research, Oxford: Information Press.

<sup>218</sup> Woodford, M. (Aralık 2001). *Monetary Policy in the Information Economy*. National Bureau of Economic Research, <http://nber.org/papers/w8674>.



### 1. 3.1. Kısa Vadede Beklentilerin Yönetilmesi: Öngörülebilirliğin Artırılması

Kısa vadede etkin iletişim politikaları, merkez bankası politika kararların öngörülebilirliğinin artmasını sağlamaktadır. İletişimin neden etkin para politikasının bir parçası olduğunu anlamak için, temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını seçen merkez bankalarının doğrudan kontrol edebildiği tek bir faiz oranı olduğunun unutulmaması gerekmektedir. Finans piyasalarının genişliği ve derinliği dikkate alındığında, merkez bankalarınca doğrudan kontrol edilebilen kısa vadeli faiz oranı önemsiz görünmektedir. Ancak kısa vadeli faiz oranının kontrolünün önemi, tüm ekonominin seyrini etkileyecek olan varlık fiyatlarını ve getirileri etkilediği ölçüde önem kazanmaktadır. Finans teorisi, kısa vadeli faiz oranları ile uzun vadeli faiz oranları arasında bir ilişki olduğunu belirtmektedir. Dolayısıyla, etkin bir iletişim politikası finans piyasalarının kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin daha doğru tahminler yapabilmesine imkan tanıyarak hem piyasalardaki riskin azalmasını hem de para politikasının daha etkin olmasını sağlamaktadır. Öngörülebilirliğin artmasının faydaları bu bölümde iki başlık altında incelenmektedir: Finans piyasalarında riskin ve oynaklığın azalması ve kısa vadede politika değişikliklerinin neden olabileceği maliyetin azalması.

Bu çerçevede ilk olarak, faiz oranlarına ilişkin kararların incelenmesi, kısa vadede bekleyişlerin yönetiminin finans piyasalarında riskin ve oynaklığın azalmasına ve ekonominin faiz oranlarındaki değişikliklere daha yumuşak bir şekilde uyum sağlamasına büyük katkıda bulunduğunu göstermektedir. Aslında merkez bankalarının faiz oranlarına ilişkin kararları, ki faiz oranları günümüzde merkez bankaları tarafından yaygın şekilde politika aracı olarak kullanılmaktadır, şeffaflığın önemli bir parçasını oluşturmaktadır. Blinder ve diğerlerinin de dikkat çektiği üzere, genel olarak merkez bankalarının faiz oranlarında yaptıkları değişiklikler incelendiğinde, oranların bazen bir dönem boyunca artırıldığı, bazen de bir dönem boyunca azaltıldığı, ancak bu değişikliklerin genellikle küçük miktarlarda olduğu görülmektedir<sup>219</sup>. Değişikliklerin neden büyük miktarlarda ve süratle yapılmadığı sorusuna ise şeffaflık çerçevesinden

---

<sup>219</sup> Blinder et al. (2001), s.14

cevap verilmektedir. Bu kapsamda ilk neden varolan belirsizliktir. Daha açık bir ifadeyle, mevcut ekonomik görünüm ve tahminler her zaman çok net olmayabilmekte ve faiz oranlarındaki bir değişikliğin ekonomiyi nasıl etkileyebileceği çok iyi bilinemeyebilmektedir. Dolayısıyla, belirsizlik karşısında ihtiyatlı davranmak önem kazanmaktadır.

Blinder ve diğerlerine göre, belirsizlik kavramının yanında, faiz oranlarındaki yumuşak değişikliklerin bir diğer nedeni de finansal istikrarı geliştirmektir<sup>220</sup>. Bu nedenle, değişikliklere verilen aşırı tepkilerin finans piyasalarında etkinsizliğin varlığına işaret ettiği ve bunu gidermenin yolunun şeffaflık ve iletişim politikalarından geçtiği belirtilmektedir. Diğer bir ifadeyle yapılması gereken, öngörülebilirliği artırmak için daha şeffaf olmaktır.

Aynı zamanda merkez bankalarının faiz oranlarındaki değişiklikleri öngörülebilir oranlarda ve küçük miktarlarda yapması, bu değişikliklerin kabul edilebilirliğini de kolaylaştırmaktadır. Diğer bir ifadeyle, faiz oranlarında örneğin büyük miktarda indirim yaptıktan kısa bir süre sonra belirsizlik veri iken tekrar faiz oranlarını artırma gereğinin ortaya çıkma olasılığı, merkez bankalarını bu tür sert tepkiler vermekten alıkoymaktadır. Dolayısıyla, Goodhart'ın da belirttiği üzere, faiz oranlarında kısa süre içinde birbirine zıt kararlar oldukça nadir görülmektedir<sup>221</sup>. Bu durum, Blinder ve diğerlerine göre merkez bankalarının bilinçli olarak “çok az ve çok geç” hareket etmelerine yol açmakta olup iki şekilde açıklanabilmektedir. İlk olarak, faiz oranlarına ilişkin alınan kararlardan geriye dönüşleri açıklamanın, tamamen haklı sebeplerden ötürü olsa dahi, oldukça zor olduğu belirtilmektedir. Bir başka ifadeyle merkez bankalarının, faiz oranlarında büyük miktarlarda değişiklikler yapıp ardından geriye dönmenin piyasada karışıklığa yol açacağını ve güvenilirliklerini zedeleyeceğini düşündükleri için bu tarz bir politika izlemedikleri ifade edilmektedir. Bu durum, politika uygulamalarının yetersiz iletişimin “kurbanı” olması olarak tanımlanmakta ve iletişim politikalarının önemi bir kez daha ortaya çıkmaktadır.

---

<sup>220</sup> ibid, s.14

<sup>221</sup> Goodhart, C. (1999). Central Bankers and Uncertainty. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 39,1, 102-121.

İkinci olarak, merkez bankalarının faiz değişikliklerini küçük miktarlarda adım adım yapmasının piyasaların ilerideki değişiklikleri takip etmesini kolaylaştıracağı ifade edilmektedir. Sonuçta da para politikasının kanallarından biri olan bekleyişlerin yönlendirdiği uzun vadeli faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kuru ve benzeri değişkenler aslında ilerideki politika değişikliklerinden daha önce hareket etmiş olmaktadır. Dolayısıyla, bu noktada merkez bankasının hareketinin zamanlamasının, bu hareketin tutarlı olduğu düşünöldüğu sürece çok fazla önemli olmadığı ifade edilmektedir. Aslında ampirik çalışmalarda da göröldüğu üzere, piyasalar faiz oranlarını iyi tahmin edebildiği zamanlarda değişiklik kararları açıklandığı vakit piyasaların tepkisi çok sınırlı olmaktadır. Dolayısıyla, faiz oranlarına dair bir politika değişikliğinin etkisi, bu değişikliğin piyasalar tarafından beklenip beklenmediğine, bir başka deyişle öngörülebilirliğine dayanmaktadır.

Kısa vadede bekleyişlerin yönetilmesi ve öngörülebilirliğin artırılması kapsamında ikinci önemli unsur, politika değişikliklerinin yaratacağı maliyete ilişkindir. Buna göre, öngörülebilirlik arttıkça politika değişikliklerinin maliyeti azalmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, belirsizlik veri iken ekonomik koşulların tahminlerden farklı gerçekleşmesi kısa dönemde para politikasında değişiklikler gerektirebilmektedir. Ancak bu değişikliklerin kamuoyunda karışıklığa yol açması ve merkez bankalarının güvenilirliğine zarar getirmesi olasılığı karşısında kamuoyunun uygulanan politikaları iyi kavramış olması önem kazanmaktadır. Bu şekilde, politika değişiklikleri merkez bankalarının güvenilirliğini zarara uğratmamış olmaktadır.

Bu kapsamda piyasa katılımcılarına verilecek sinyal niteliğinde “anahtar kelimeler”, karara dair bir ipucu niteliğinde olup, belirsizliği ve faiz oranlarındaki oynaklığı azaltabilmektedir. Öte yandan, anahtar kelimeler kullanan merkez bankaları kendilerini bir şekilde sözle bağlamış olmaktadır. Daha açık bir ifadeyle, ekonomik duruma ilişkin değerlendirmeler yeni gelişmeler paralelinde değiştiiği vakit, merkez bankasının piyasanın bekleyişlerini yanıltmış olma ihtimali ortaya çıkmaktadır. Dolayısıyla, gelecekteki kararlara ilişkin piyasalara gönderilecek sinyallerin “koşullu öngörüler” içermesi gerekmektedir. Ancak, bu durum uygulamada o kadar kolay olmamaktadır. Bu durumu Issing şöyle açıklamaktadır: “Yapılan duyuru ne kadar anlaşılması kolay ve ne

kadar basit sinyaller içerirse, öncesinde koşullu öngörülerini açıklamak o kadar zordur”<sup>222</sup>. Bu noktada eğer iletilmek istenen anlaşılabilir ise, piyasalar bu beklentilerini fiyatlayacaktır. Dolayısıyla, duyurular ile politika uygulamaları kısa vadede birbirinin yerine ikame edilebilmekte, dolayısıyla güvenilir bir merkez bankası bir politika uygulaması ile elde edeceği sonucun hemen hemen aynısını bir sonraki toplantısında söz konusu uygulamayı yapacağına dair kesin ifadelerde bulunarak da elde edebilmektedir<sup>223</sup>.

Özetle etkin bir iletişim politikası kapsamında, kısa vadede beklentilerin yönetilmesiyle finans piyasalarında sağlanacak istikrar ve politika değişikliklerinin azalan maliyetinin yanında, duyuru ve söylemlerin içeriği de büyük önem kazanmaktadır. Dolayısıyla etkin iletişim, belirli bir politika stratejisi gerektirmektedir ve bu strateji para politikasına ilişkin mevcut bilgileri açık bir şekilde yansıtırken, aynı zamanda para politikasının yeni bilgiler doğrultusunda şekilleneceğine de dikkat çekmelidir. Yapılan ampirik çalışmalar da kısa vadede para politikasının öngörülebilirliğinin ve dolayısıyla etkinliğinin son yıllarda arttığını göstermektedir.

### **1. 3.2. Uzun Vadede Beklentilerin Yönetimi: Tutarlılık**

Uzun vadede merkez bankasının hedeflerini ve stratejilerini kamuoyuyla paylaşması ve bu çerçevede tutarlı politikalar izlenmesinin para politikasının etkinliğine katkısı bu bölümde iki açıdan incelenmektedir: Uzun vadeli beklentilerin, özellikle de enflasyona ilişkin beklentilerin yönetilmesi ve aktarım mekanizmasının gelişmesi.

Bu bağlamda, Bernanke'nin de belirttiği gibi, uzun vadede beklentilerin yönetilmesi kapsamında kamuoyunun enflasyonun düşük kalacağına, diğer bir ifadeyle fiyat istikrarının sürdürüleceğine inanmasının pek çok faydası vardır<sup>224</sup>. Bunlardan ilki, ekonomik birimlerin fiyatlandırma ve ücret belirleme davranışlarında daha kontrollü

---

<sup>222</sup> Issing (2005), s.75

<sup>223</sup> Kohn, D.L., Sack, B.P. (Ağustos 2003). *Central Bank Talk: Does It Matter and Why?*. Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2003/200355/200355pap.pdf>

<sup>224</sup> Bernanke, B.S. (2004). Central Bank Talk and Monetary Policy. *BIS Review*, 57, 1-7.

davranması, dolayısıyla da merkez bankasının enflasyonu kontrol altında tutmasının kolaylaşmasıdır. Aynı zamanda uzun vadede iyi yönetilen enflasyon beklentileri, büyümeyi ve istihdamı etkileyebilecek şoklara karşı merkez bankalarının kısa vadede daha esnek davranabilmesine olanak sağlayabilmektedir.

Etkin bir iletişim politikasının para politikasının etkinliğini artırabileceği bir diğer yol ise, aktarım mekanizması çerçevesinde finans piyasası katılımcılarının gelecekteki para politikası uygulamalarına ilişkin beklentilerinin merkez bankasının kendi planlarına daha yakınsar bir şekilde oluşmasına yardımcı olmasıdır. Diğer bir ifadeyle, merkez bankaları kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki yönü konusunda finans piyasası katılımcılarına ne kadar yararlı, açık bir yol çizerse, uzun vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi de o derece daha fazla olacaktır. Ayrıca, bu şekilde bilginin fiyatlara yansımaları kolaylaşmakta, varlık fiyatları daha etkin ve daha doğru olarak belirlenebilmektedir.

Yapılan ampirik çalışmalar da bu öngörülerini desteklemektedir. Demiralp'ın da vurguladığı gibi geçen on yıl içinde ABD'de aktarım mekanizmasında beklentiler kanalı önemli ölçüde gelişmiştir<sup>225</sup>. Bu süre zarfında kredi yaratma işlevi FED'in doğrudan kontrol edebildiği bankacılık sektöründen büyük ölçüde FED'in beklentiler haricinde çok fazla etkisinin olmadığı finans piyasalarına kaymıştır.

Unutmamak gerekir ki, para politikası aracı olarak faiz oranını seçen merkez bankaları aslında piyasada borçlanma ve yatırım kararları alınırken dikkate alınan faiz oranlarını değil, sadece kısa vadeli faiz oranını doğrudan etkileyebilmektedir. Ayrıca, merkez bankasının kısa vadeli faiz oranları ile faizler genel düzeyi zaman zaman farklı yönlerde hareket edebilmektedir. Finans piyasası teorisyenleri ve piyasa oyuncularını, risk ve vade primleri sabit kalmak şartıyla, uzun vadeli getirilerin, kısa vadeli faiz oranlarının gelecekte izleyeceği seyre ilişkin olarak finans piyasası katılımcılarının oluşturdukları beklentiler ile yakından ilişkili olduğunu belirtmektedirler. Bu çerçevede, halihazırdaki kısa vadeli faiz oranları para politikasının seyri hakkında sadece kısmi bir bilgi vermektedir. Para politikasının ekonomiyi sıkılaştırdığına veya gevşettiğine dair

---

<sup>225</sup> Demiralp, S. (Aralık 2001), s.13

herhangi bir değerlendirme yapabilmek için kısa vadeli faiz oranlarının bugünkü değerini bilmek yeterli değildir, söz konusu faiz oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin beklentiler de önem kazanmaktadır.

Bu kapsamda ilk etapta piyasa katılımcılarının merkez bankasının uygulamalarına ilişkin beklentilerinin nasıl oluştuğu önem kazanmaktadır. Bernanke merkez bankası iletişim politikalarını bağımsız bir politika aracı olarak vurgulamamakla beraber, bu politikalarının bir merkez bankası için neden önemli olduğunu şu şekilde ortaya koymaktadır: “Eğer merkez bankalarının duyuru ve söylemleri kısa vadeli faiz oranlarının gelecekteki seyri hakkında yeteri kadar bilgilendirici olmazsa, bu duyuru ve söylemlerin beklentileri etkileyebilme yetenekleri bir süre sonra kaybolmaktadır”<sup>226</sup>. Dolayısıyla, para politikasının etkinliği kısa vadeli faiz oranlarını değil, politikaların gelecekteki seyrine ilişkin beklentileri ve uzun vadeli faiz oranlarını etkileyebilme yeteneği ile ölçülmelidir.

Bu çerçevede Castelnuovo ve diğerleri enflasyon beklentilerini yönetmede sayısal bir hedefin ilan edilmesinin, fiyatlama ve ücret belirleme davranışlarını düzenleyerek para politikasına katkıda bulunacağı varsayımı altında 1990’ların başından itibaren on beş sanayileşmiş ülkede uzun vadeli enflasyon beklentilerinin ne derece iyi yönetildiğini incelemiştir<sup>227</sup>. Çalışma, iyi yönetilen uzun vadeli beklentilerin iki önemli özelliği olduğunu belirtmektedir: Düşük oynaklık ve kısa vadeli enflasyon beklentileri ile uzun vadeli enflasyon beklentilerindeki revizyonlar arasındaki korelasyonun giderek azalması. Bu çerçevede elde edilen sonuçlar, Japonya hariç tüm ülkelerin geçen on beş yıllık süre içinde uzun vadeli enflasyon beklentilerini yönetmede oldukça başarılı olduğunu göstermektedir. Öte yandan, sayısal bir enflasyon hedefi ilan edilmesi pek çok ülkede ortak bir özellik olarak ortaya çıkarken, ilan edilen hedefler çeşitli açılardan farklılaşmaktadır. Dolayısıyla çalışmada ayrıca enflasyon hedefinin nokta hedef veya hedef aralığı olarak seçilmesinin ya da sayısal hedef yerine fiyat istikrarı olarak

---

<sup>226</sup> Bernanke, B.S. (2004), s.4

<sup>227</sup> Castelnuovo, E., Nicoletti-Altimari, S., Rodriguez-Palenzuela, D. (Eylül 2003). *Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long-Term Inflation Expectations*. European Central Bank, <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp273.pdf>

tanımlanmasının bekleşlerin yönetiminde herhangi bir fark yaratıp yaratmadığı da incelenmiş ve iki hedef çeşidi arasında önemli bir fark görülmemiştir.

Bernanke'ye paralel olarak, Issing'e göre, para politikasının öngörülebilirliğinin bir diğer boyutunu uzun vadeli politika hedefleri ile tek tek alınan kararlar arasında tutarlılık olup olmadığı oluşturmaktadır<sup>228</sup>. Bu bağlamda tutarlılığın sağlanması, para politikasını uzun vadede de öngörülebilir kılmaktadır. Bu noktada uzun vadeli bekleşlerin yönetilmesinde güvenilirlik büyük önem kazanmaktadır. Ancak güvenilirlik etkin bir iletişim politikasının gerekliliğini ortadan kaldırmamakta, aksine para politikası stratejisi etkin bir şekilde iletilmediği zaman piyasa katılımcıları bekleşlerini, -ki pek çok merkez bankasının uzun vadeli hedefi fiyat istikrarını sağlamak ve korumak olduğu için piyasa katılımcılarının bekleşleri enflasyon bekleşlerine eş olmaktadır-mevcut bilgiler ışığında oluşturmakta ve enflasyon hedefinden sapmaya yol açabilmektedir. Bu noktada iletişim politikası açısından önemli olan, kamuoyunu hedeften sapmaların geçici olduğuna dair ikna edebilmektir.

Issing'in buna paralel olarak belirttiği önemli bir diğer husus ise, yanlış bekleşlerin oluşmasını engellemek için, merkez bankalarının görevlerinin sınırları hakkında da kamuoyunu bilgilendirmesidir<sup>229</sup>. Daha açık bir ifadeyle, kamuoyunun merkez bankasının sadece fiyat istikrarını değil, aynı zamanda büyümeyi ve istihdamı iyileştirmeye yönelik politikalar uygulayabileceğini düşünmesi ve siyasilerin olumsuz makroekonomik koşullar altında merkez bankalarını suçlamaları, merkez bankasının güvenilirliğini sarsabilmektedir. Dolayısıyla, merkez bankalarının kamuoyunun güvenini sağlamaları son derece önemlidir.

Özetle kısa vadeli faiz oranlarını uzun vadeli faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kuru gibi değişkenlere bağlayan unsur bekleşlerdir. Dolayısıyla bekleşler ne kadar az oynak olursa, para politikasının ekonomi üzerindeki etkisi de o kadar istikrarlı ve öngörülebilir olacaktır. Bu şekilde hem aktarım mekanizması gelişmekte, hem de

---

<sup>228</sup> Issing (2005), s.77

<sup>229</sup> Ibid, s.79

merkez bankalarının temel hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi nispeten kolaylaşmaktadır.

İletişim politikalarının hem kurumsal hem de para politikasının etkinliği çerçevesinde incelendiği bu bölümde, bu iki unsurun da merkez bankaları için önem taşıdığı görülmektedir. Kurumsal çerçeveden bakıldığında, bağımsız merkez bankalarının demokrasinin gereği olarak ortaya çıkan hesap verebilirlik ilkesi kapsamında şeffaflık ve iletişim politikalarına giderek artan derecede önem verme eğiliminde olmaları doğal bir sonuç olarak ortaya çıkmakta ve güvenilirlik sağlanmasına veya güvenilirlik artışına katkıda bulunmaktadır.

Öte yandan, iletişim politikalarının önemine para politikasının etkinliği çerçevesinden bakıldığında, bekleyişlerin yönetiminin ön plana çıktığı görülmektedir. Bu kapsamda hem kısa vadede hem de uzun vadede bekleyişlerin iyi yönetilmesi, gerek politikaların öngörülebilirliğini artırması gerekse politikaların tutarlılığını göstermesi açısından önem kazanmaktadır.

Kısa vadede bekleyişlerin iyi yönetilmesi, merkez bankalarının doğrudan kontrol edebildiği tek faiz oranı olan kısa vadeli faiz oranlarının piyasalar tarafından öngörülebilirliğinin artması ile yakından ilişkilidir. Bu şekilde hem finans piyasalarında risk ve oynaklık hem de kısa vadede politika değişikliklerinin neden olabileceği maliyet azalmaktadır. Uzun vadede bekleyişlerin iyi yönetilmesinin para politikasının etkinliğine temel katkısı ise, enflasyona ilişkin bekleyişlerin hedeflerle tutarlı hale gelmesi ve aktarım mekanizmasının gelişmesi çerçevesinde şekillenmektedir.

### **1.3.3. Merkez Bankalarının İletişim Stratejileri**

İyi bir iletişim politikasının önemi hem para politikasının bağımsızlık ve hesap verebilirlik çerçevesinde oluşan kurumsal tasarımında hem de para politikasının etkinliğini artırmasında ön plana çıkmaktadır. Bu da son yıllarda merkez bankalarının daha açık bir iletişim politikası izleme çabalarını açıklamaktadır. Dolayısıyla bugün,



merkez bankalarının iletişimi söz konusu olduğunda kelimelerin öneminin yadsınamayacağı hemen hemen herkes tarafından kabul edilmektedir.

Öte yandan, iyi bir iletişim stratejisi oluşturma çabalarına bakıldığında, her ülkeye uygun tek bir modelin olmadığı görülmektedir. Diğer bir ifadeyle, her merkez bankasının önünde farklı kısıtlar olabilmekte ve oluşturulacak stratejiler buna göre değişebilmektedir. Dolayısıyla, iletişim stratejileri ülkeden ülkeye farklılıklar gösterebilmektedir. Ancak, etkin bir iletişim politikasının nasıl olabileceğine dair bazı ortak noktalar da vardır.

İletişim stratejileri incelenirken üzerinde özel bir önemle durulması gereken bir konu da döviz kuru politikasına ilişkin nasıl bir strateji izlenmesi gerektiğidir. Döviz kuru politikaları söz konusu olduğunda, gerek akademisyenler gerekse politika yapıcılar arasında merkez bankalarının şeffaflık ve iletişim stratejileri kayda değer bir tartışma platformu yaratmaktadır.

İyi bir iletişim politikasının öneminin anlaşılmış olması, iyi bir iletişim stratejisi oluşturmanın kolay olduğu anlamına gelmemektedir. Aslında, artan açıklık ve şeffaflık iletişim alanında pek çok zorluk ve fırsatı beraberinde getirmektedir. Bu çerçevede merkez bankalarının iletişim stratejilerinde sürekli bir gelişme gözlenmekte, karşılıklı tecrübe ve bilgi alışverişinden de faydalanılmaktadır. Yeni politikalar şekillenmekte, var olanlar iyileştirilmekte ve gelişime açık bir şekilde ilerlenmektedir. Bu süreç her ne kadar engebesiz bir yol gibi görünse de merkez bankalarının iletişim stratejilerinin önünde uygulamada pek çok zorluklar olmaktadır.

Para politikasının iletişimi çerçevesinde karşılaşılan önemli zorluklardan ilki, Jenkins'in de bahsettiği gibi, para politikasının etkisini gösterdiği zaman dilimidir ki, bu da orta vadeli bir bakış açısı gerektirmektedir<sup>230</sup>. Daha açık bir ifadeyle, faiz oranlarında yapılan bir değişikliğin ekonomi üzerindeki etkisini göstermesi için gereken süre ülkeden ülkeye değişmekle beraber, genellikle bir veya iki yıllık bir zaman dilimini

---

<sup>230</sup> Jenkins, P. (2001). Communicating Canadian Monetary Policy: Towards Greater Transparency. *BIS Review*, 46, 1-5

kapsamaktadır. Dolayısıyla, kamuoyunun bilgilendirilmesi işlevinin para politikasının etkisinin görüldüğü zaman dilimini de kapsaması gerekmektedir. Bu nedenle, merkez bankalarının politika kararlarının orta vadeli eğilim ve hedeflere yönelik değil, mevcut olaylara kısa vadeli bir tepki olarak algılanması eğiliminin değişmesinde iletişim politikasının rolü önemli olmaktadır.

Buna paralel olarak iletişim politikalarının tasarımında BIS tarafından dikkat çekilen bir diğer unsur da, tüm olasılıkları tasvir etmenin zorluğudur<sup>231</sup>. Dolayısıyla, gelecekteki ekonomik koşulların değerlendirilmesi kesin ifadelerden ziyade yorumlara dayalı olmak durumundadır. Diğer bir ifadeyle, olağan koşullar altında açık ve tahmin edilebilir olmayı amaçlayan merkez bankaları, tüm olasılıkları ve bunlara karşı uygulayacakları politikaları açıklamayı uygun bulmayabilmektedir. Bu durum kısmen, gerçekleşinceye kadar olasılıkları bilebilmenin imkansızlığından, kısmen de bunların tartışılmasının kamuoyu ve piyasalar üzerinde oluşturabileceği olumsuz etkiden kaynaklanmaktadır. Bu zorluk aynı zamanda, kamuoyunun tüm bu olasılık analizlerine ilişkin bilgiyi içselleştiremeyeceği gerçeğini de yansıtmaktadır.

Benzer şekilde Poole da gelecekte para politikasının izleyeceği seyrin yeni gelen her bilgi ile değişebileceğinin kamuoyu ve piyasa katılımcıları tarafından anlaşılmasının önemi üzerinde durmuştur<sup>232</sup>. Bu çerçevede politika değişiklikleri kesin bir doğrulukla tahmin edilemez, çünkü bu değişiklikleri gerektiren koşullar önceden tahmin edilemez. Dolayısıyla, para politikasının ileriye yönelik seyrine ilişkin belirli bir yön çizmeye çalışmak doğru olmayacağı gibi, aynı zamanda piyasaları yanlış yönlendirebilmektedir. Ayrıca, bu şekilde merkez bankası güvenilirliğine kendisi zarar vermiş olacaktır. Bu nedenle ki, değerlendirmeler elde edilen yeni bilgiler ışığında para politikasının izleyeceği seyrin değişebileceğinin piyasalar tarafından tam olarak anlaşılması gerektirmektedir.

---

<sup>231</sup> Bank for International Settlements. (2004). *74th Annual Report*. Geneva, s.28

<sup>232</sup> Poole, W. (2005). *How Should the Fed Communicate?*. Erişim: Nisan 2005, The Federal Reserve Bank of St. Louis, [http://www.stlouis.org/news/speeches/2005/4\\_02\\_05.htm](http://www.stlouis.org/news/speeches/2005/4_02_05.htm), s.16

Aynı çalışmasında ayrıca Poole piyasanın Fed'in faiz oranlarında yaptığı değişikliklerinden çok, faiz oranlarına ilişkin duyurularını dikkatle takip ettiklerini belirtmektedir<sup>233</sup>. Dolayısıyla duyuruların içeriği oldukça önem kazanmaktadır. Buna paralel olarak unutulmaması gereken bir diğer önemli unsur ise, politika değişikliklerinin gelecekte nasıl olacağını tam olarak tahmin edilememesidir; çünkü bu değişiklikler ancak yeni bilgi ve öngörüler çerçevesinde oluşmakta olup, bu değişiklikleri gerektirecek şoklar öngörülebilir değildir. Bu noktada Poole, Issing'in de öne sürdüğü üzere, para politikasının gelecekteki seyrinin gelecekte elde edilecek, ancak mevcut durumda tahmin edilemeyen yeni bilgilere bağlı olacağını, bu nedenle de ileriye dönük belirleyici yönlendirmelerin doğru olmayacağını belirtmektedir<sup>234</sup>. Bu kapsamda yapılması gereken, duyuru ve söylemlerin içeriğinin yeni bilgilerin politikalarda değişiklik gerektirebileceğinin (koşullu öngörü) piyasa katılımcıları tarafından anlaşılmasını sağlayacak şekilde olmasıdır.

Para politikasının şeffaf olması merkez bankalarının hesap verebilirliğini ve güvenilirliğini artırabilmektedir. Ancak merkez bankaları şeffaflık adına kamuoyuna daha fazla bilgi vermek ve açıklama yapmak istese de uygulamada karşılaşılan sorunlardan ötürü birtakım olumsuzluklar da doğabilmektedir. Dolayısıyla iletişim politikalarının önündeki bir diğer zorluk da BIS'de belirtildiği üzere, daha fazla bilgi ve daha fazla açıklamanın, daha iyi olduğu, daha fazla şeffaflık anlamına gelmediğidir<sup>235</sup>; fazla bilgi ve açıklama bazı durumlarda yanlış anlaşılmalara neden olabilmektedir. Aslında şeffaflık kapsamında önemli olanın Jenkins'in ifadesiyle "nicelik değil, nitelik" olduğu unutulmamalıdır<sup>236</sup>. Ayrıca, iletişim maliyetsiz bir olgu değildir. Açık bir iletişim stratejisi; zaman, para ve kaynak gerektirmektedir. Dolayısıyla, merkez bankaları sağladıkları bilginin marjinal faydası ile o bilgiyi sağlamanın marjinal maliyetini dikkatli değerlendirmek zorundadır.

İletişim stratejileri oluşturulurken üzerinde durulması gereken bir diğer konu ise, merkez bankalarının iletmek istedikleri mesajı kamuoyuna en etkin nasıl

---

<sup>233</sup> Poole, W. (2005), s.15

<sup>234</sup> ibid, s.16

<sup>235</sup> Bank for International Settlements. (2004). 74th Annual Report. Geneva, s.31

<sup>236</sup> Jenkins, P. (2001), s.4

iletebilecekleridir. Doğru iletişim ilk bakışta görüldüğünden çok daha zordur. Hem konuşmacının hem de dinleyicinin davranışları ve söylemleri aynı anlamda yorumlamasını gerektirmektedir. Karşılıklı diyaloglarda sorulan sorularla yanlış anlama olasılığı oldukça azaltılabilmektedir. Ancak piyasaların yanlış anlamaların düzeltilmesinden önce tepki vermesi, merkez bankalarının üzerine daha fazla yük yüklemektedir.

Bu noktada açıklamalarda kullanılan dilin önemi ortaya çıkmaktadır. Fed'in politika kararlarının alındığı FOMC toplantılarının ardından yapılan açıklamalar bu konuda iyi bir örnek teşkil etmektedir. Poole'da belirtildiği üzere, 1999 yılının ortalarında yayımlanmaya başlanan FOMC karar açıklamalarında politika oranının yanında, iki toplantı arasında geçen süre zarfında politika hedefinden ne kadar sapmanın olabileceğinin bir göstergesi olarak "bias" (sapma) kavramına işaret edilmiştir<sup>237</sup>. Ancak bu kavram finans piyasaları tarafından tam olarak anlaşılammıştır. Sonuç olarak 2000 yılı Şubat ayında "bias" kavramının yerini "balance of risks" (risklerin dengesi) kavramı almıştır. Bu kavram yakın gelecekteki fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümeye ilişkin görünümüne işaret etmekteydi. Ancak piyasalar bu kavramı, FOMC'nin istediğinin aksine, yakın gelecekteki politika uygulamalarına ilişkin bekleyişlerini oluşturmak için kullanmıştır. Dolayısıyla, duyuru ve açıklamalarda kullanılan ifadeler, iletişim stratejisinin önemli bir parçasını oluşturmaktadır.

Bir başka açıdan bakıldığında iletişim stratejisinin güvenilirlikle olası bir çelişki içine girebileceği görülmektedir. Daha açık bir ifadeyle, merkez bankalarının fazla güvenilir olmaları da birtakım olumsuz sonuçlar doğurabilmektedir<sup>238</sup>. Bir merkez bankası fazla güvenilir ise, kamuoyu merkez bankasının açıklamalarına, sağladığı bilgiye bankanın niyeti bu olmasa dahi, diğer bilgi kaynaklarından çok daha fazla önem verebilmektedir. Bu durum özellikle politika yapımcıların olasılığı düşük durumlar için yaptıkları yorumlarda görülmektedir, ki bu da merkez bankalarının güvenilirliklerini olumsuz etkileyebilmektedir. Bir örnek vermek gerekirse uzunca bir konuşmanın içinde geçen maliye politikasına ilişkin bir cümlenin kasıtlı olmadan piyasalarda güçlü bir tepki

---

<sup>237</sup> Poole, W. (2005), s.17

<sup>238</sup> Bank for International Settlements. (2004). 74th Annual Report. Geneva, s.31

yaratabilmesi, beraber ele alındığında ekonomik görünümüne ilişkin daha doğru değerlendirmeler sağlayabilecek diğer bilgilerin gölgede kalmasına yol açabilmektedir. Dolayısıyla iletişim politikasının amacı Poole'un de belirttiği gibi, para politikasına ilişkin belirsizliklerin en aza indirilmesi olacaktır<sup>239</sup>. Ancak şunu da belirtmek gerekir ki, gelecekteki para politikası uygulamalarına ilişkin belirsizlikler tamamıyla ortadan kaldırılamaz, çünkü para politikası uygulamaları önceden tahmin edilemeyen bilgilere dayanmaktadır. Bu durumda en aza indirilmesi gereken, merkez bankalarının yeni bilgiye verecekleri tepkiye ilişkin belirsizlik olmaktadır.

Para politikası çerçevesinde bir iletişim stratejisi oluşturulurken merkez bankalarının karşılaştığı bir diğer önemli zorluk ise, para politikası uygulamalarının bir yandan diğer politika yapıcıların kararlarıyla, diğer yandan finansal kırılganlıklarla kısıtlanmış olma olasılığıdır. Daha açık bir ifadeyle, maliye politikasını belirleyenlerin açıkların parasallaştırılacağı yönünde eğilimleri veya bir kriz esnasında merkez bankasının enflasyon hedefi yerine finansal istikrarı ön planda tutacağı beklentisi, merkez bankalarının güvenilirliği önünde birer kısıt teşkil etmektedir. Bu noktada etkin bir iletişim stratejisinin önemi ortaya çıkmaktadır.

Jenkins'e göre merkez bankalarının iletişim politikalarını oluştururken karşılaştıkları zorluklardan bir diğeri ise hitap ettikleri grupların, ki bunlar genel olarak piyasalar, basın, meclis, hükümet, akademik çevre ve halk olarak sınıflandırılabilir, birbirinden çok farklı olabilmesinden kaynaklanmaktadır<sup>240</sup>. Genel kamuoyunun ilgisi enflasyon, faiz oranları ve döviz kuru üzerinde iken, finans piyasaları para politikasının yönü ile ilgilenmekte ve merkez bankasının yayınlarını, üst düzey yöneticilerin konuşmalarını dikkatle takip etmektedirler. Öte yandan iletişimin başarılı olup olmadığı konusunda bir gösterge niteliğinde olan basın organları söz konusu olduğunda bu zorluk daha da belirginleşmektedir. Merkez bankalarının duyuru ve açıklamalarının ne kadarının ne şekilde yayımlanacağı genellikle basın organlarınca belirlenmektedir. Hitap edilen her bir grubun ekonomik gelişmeleri takip etme ve anlama düzeyi farklı olmaktadır. Dolayısıyla para politikasına ilişkin haberlerin mümkün olduğunca kapsamlı ve doğru

---

<sup>239</sup> Poole, W. (2005), s.17

<sup>240</sup> Jenkins, P. (2001), s.4

bir şekilde yansması merkez bankalarının önemle üzerinde durduğu bir konu olmalıdır. Bu konuda bir örnek olarak, İngiltere Merkez Bankası yılda iki kez basın mensuplarına yönelik eğitim programları hazırlamaktadır.

Buna paralel olarak, iletişim stratejisi tasarımında duyuru ve açıklamaların hitap edeceği grup ve içeriği kadar, en etkin duyurunun ne şekilde yapılacağı da önem kazanmaktadır. Bu kapsamda enflasyon raporları, basın duyuruları ve konferansları, sunumlar, modeller ve tahminler birer bilgi kaynağıdır, ancak bunlardan hangisinin veya hangilerinin etkin olduğu konusu çok net değildir. Bu konuda Fracasso ve diğerleri'nin merkez bankalarının yayımladığı enflasyon raporlarının değerlendirildiği araştırmasının sonucunda üç çeşit uygulamanın en iyi sonucu verdiği görülmüştür<sup>241</sup>. İlk olarak, raporda politika hedeflerinin, karar alma mekanizmasının ve birbiriyle çatışan hedeflere ilişkin değerlendirmelerin yer alması gerektiği belirtilmiştir. Ayrıca bu unsurların, alınan kararlarının nedenleri ve bu nedenlerin hem mevcut duruma yönelik değerlendirmeler hem de tahminlerle beraber açıklanması gerektiği ortaya konmuştur. İkinci olarak, raporda ekonomik duruma ilişkin bir analiz; üçüncü olarak ise, enflasyona ilişkin tahminler ile geçmiş tahminlerin değerlendirmesinin yer alması gerektiği belirtilmiştir. Bu çerçevede incelenen yirmi ülke arasında İngiltere ilk sırada yer alırken, Brezilya ve Şili de ilk beş içinde yer almıştır. Ayrıca çalışma, raporların kalitesi ile faiz oranlarına ilişkin alınan kararlarda sürpriz etkisi arasında önemli bir ilişki bulmuştur. Buna göre, iletişim politikasının kalitesi arttıkça faiz oranlarındaki değişikliklerin sürpriz etkisi azalmaktadır.

Sonuç olarak, merkez bankalarının kamuoyu ile nasıl konuşacaklarını öğrenmeleri ve bu kapsamda bir iletişim stratejisi oluşturmaları sadece zor bir süreç olmayıp, aynı zamanda sürekli yenilenen bir süreçtir.

---

<sup>241</sup> Fracasso, A., Genberg, H., Wyplosz, C. (2003). How Do Central Banks Write?. International Center for Monetary and Banking Studies, Centre for Economic Policy Research.

#### 1.3.4. İletişim Stratejilerindeki Benzerlik ve Farklılıkların Değerlendirilmesi

Merkez bankalarının iletişim stratejileri basite indirildiğinde, BIS'e göre uygulamalar para politikasının etkinliğini artırmaya yönelik olanlar ve merkez bankasının hesap verebilirliğini geliştirmeye yönelik olanlar şeklinde iki sınıfa ayrılabilir<sup>242</sup>.

Bu çerçevede incelendiğinde stratejilerin birbirine benzer olduğu görülmektedir. Örneğin alınan kararların duyurulması ile enflasyona ve para politikasına ilişkin raporların yayınlanması iletişim stratejilerinde pek çok ülkede uygulanan ortak birer unsurdur. Ancak politika kararlarının açıklanmasının zamanlaması ve detayların içeriği konusunda farklılıklar göze çarpmaktadır. Bu kapsamda örneğin toplantı özetlerinin yayımlanıp yayımlanmaması ve yayımlanma süreleri farklılaşmaktadır.

Dolayısıyla, her ne kadar artan şeffaflık merkez bankaları arasında genel eğilimi gösterse de, iletişim politikalarında görülen bazı önemli farklılıklar da şaşırtıcı olmamalıdır. Bu kapsamda BIS'de yer aldığı üzere, her merkez bankasının kendine özgü geçmişi, karşısındaki kamuoyu ve ekonomik açıdan karşılaştığı zorluklar ve fırsatlar, iletişim stratejilerindeki farklılıkları ortaya koymaktadır.

Öncelikle, kamuoyuyla geçmişten beri belirli bir iletişimi olan ve politika uygulamaları kamuoyu tarafından doğru bir şekilde yorumlanan merkez bankaları için açık bir iletişim, henüz o düzeyde kurumsal olmayan merkez bankaları ile karşılaştırıldığında o kadar önemli olmayabilmektedir. Bu çerçevede FED'in uzun yıllar boyunca süregelen uygulamaları, gelecekteki para politikasına ilişkin önemli ipuçları verirken, daha yeni bir kurum olan Avrupa Merkez Bankası (AMB), politikalarına ilişkin daha fazla bilgi talebi ile karşı karşıya kalmaktadır. AMB'nin uygulamalarının şeffaflığı konusunda Haan ve Amtenbrink tarafından yapılan çalışma AMB'nin şeffaflık sıralamasında oldukça yukarılarda olmasına rağmen, finans piyasalarının AMB'nin çok da şeffaf olmadığını düşündüğünü gösteren işaretler de olduğuna dikkat çekmekte ve bunun

---

<sup>242</sup> Bank for International Settlements (BIS) (2004). 74th Annual Report. Geneva, s.21

sebeplerini araştırmaktadır<sup>243</sup>. Bu ikilem, çalışmada soruna iki açıdan yaklaşılarak incelenmiştir: AMB'nin para politikası stratejisi ve AMB ile kamuoyu arasında bir kpr oluşturan yazılı basının rolü. Elde edilen sonuçlar, AMB'nin iki sütunlu stratejisinin yanlış anlamalara yol açtığına ilişkin eleştirileri desteklemektedir. Öte yandan, İngiltere ve Almanya yazılı basınından seçilen iki gazetenin para politikasına ilişkin haberleri yansıtma şekillerinin, bu ülkelerdeki para politikasına ilişkin karar alma süreçlerinin değişik olmasından dolayı farklılık gösterdiği ifade edilmektedir. Dolayısıyla, iletişim stratejilerinde bilginin çokluğundan ziyade kalitesi ve para politikası hedeflerinin açık olmasının önemi ortaya çıkmaktadır.

İletişim stratejilerinde bir diğer önemli farklılık da, farklı kamuoyu yapısına sahip her bir merkez bankasının farklı bilgi talepleri ile karşılaşmasıdır. ABD benzeri, finans piyasalarının aktarım mekanizmasında büyük rolü olan ülkelerde, politika yapıcılar bu piyasaların bilgiye kolay ulaşımı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Öte yandan, finansal aracılığın bankacılık ağırlıklı olduğu ülkelerde, politika yapıcılar finans piyasalarından ziyade, yatırım ve tasarruf kararlarını alırken fiyat istikrarına bağlılığın öneminin garanti altında olduğunun belirtilmesinin önem kazanmasından dolayı genel kamuoyu ile iletişime odaklanmaktadır.

Edey ve Stone'un belirttiği gibi, merkez bankalarının iletişim stratejilerine ilişkin ampirik çalışmalar yayımlanan raporların çeşidi, hangi sıklıkla yayımlandığı, toplantı özetlerinin yayımlanıp yayımlanmadığı ve bunların ekonomik etkileri konularına odaklanmıştır<sup>244</sup>. Bu çerçevede, iletişim stratejileri farklılıklar gösterse de, uygulanan stratejilerin etkileri fazla farklılık göstermemektedir. Örneğin, Avustralya'daki faiz oranları da İngiltere'deki veya ABD'deki kadar öngörülebilir olabilmektedir. Benzer şekilde Ehrmann ve Fratzscher de FED, İngiltere Merkez Bankası ve AMB'nin iletişim stratejilerini ve bu stratejilerin etkinliğini değerlendirmiştir<sup>245</sup>. Bu bağlamda, her üç

---

<sup>243</sup> Haan, J., Amtenbrink, F. (Nisan 2003). A Non-transparent European Central Bank? Who is to Blame?. *The Money, Macro and Finance Conference on Monetary Policy Transparency, 10 Mayıs 2002*, Bank of England.

<sup>244</sup> Edey, M., Stone, A. (9-10 Ağustos 2004). A Perspective on Monetary Policy Transparency and Communication. *The Future of Inflation Targeting*, Reserve Bank of Australia, s.19

<sup>245</sup> Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2003). Monetary Policy Announcements and Money Markets: A Transatlantic Perspective. *International Finance*, 6,3, 309-328



merkez bankasının da temelde birbirinden farklı iletişim stratejileri uygulamakta olduğu iddia edilmekte ve bu kapsamda elde edilen sonuçlar, FED ve AMB için politika kararlarının tahmin edilebilirliğinin ve finans piyasalarının tepkisinin eşit oranda iyi olduğunu göstermektedir. Bu da, merkez bankalarının iletişim stratejilerinde tek bir en iyi yöntem olmadığı görüşünü desteklemekte ve en etkin iletişim stratejisinin merkez bankasının içinde bulunduğu ortamla yakında ilişkili olduğu sonucunu doğrulamaktadır.

Öte yandan iletişimin içeriğine bakıldığında farklılığın, enflasyon tahminlerinin iletişim stratejisi içindeki rolünde ortaya çıktığı görülmektedir. Bu noktada, enflasyon tahminlerine ağırlık verilmesinin bir yandan enflasyonun kontrol altında tutulacağına dair bir kararlılık göstergesi olarak etkin olabileceği, diğer yandan ise para politikasının çok daha geniş bir bilgi setini gözetmesi gerekliliğinden yola çıkılarak enflasyon tahminlerinin iletişim stratejisinin en önemli aracı olmasının faydalı olmayabileceği, hatta yanıltıcı olabileceği veya uygulamada esnekliği azaltıcı bir etkisi olabileceği ifade edilmektedir. Edey ve Stone'a göre, bu görüşler arasında dengenin nasıl sağlanacağı, enflasyon bekleyişleri düşük seviyelere yerleştikten sonra merkez bankalarının hangi görüşü güvenilirlik sağlamada öncelikli kabul edeceğine dayanmaktadır<sup>246</sup>. Bir başka ifadeyle, uzun yıllar enflasyonla yaşamış ülkelerde enflasyon tahminlerine ağırlık veren iletişim stratejileri ağırlık kazanabilirken, enflasyon kontrol altında alındıktan sonra merkez bankaları fiyat istikrarı hedefini de gözeterek daha geniş anlamda bir istikrar sağlanmasına ağırlık verebilmektedir.

#### **1.4. Merkez Bankalarının Beklenti Yönetiminde Söylemlerin Ön Plana Çıkması:**

##### **AMB Örneği**

##### **1. 4.1. Avrupa Merkez Bankası'nın (AMB) "Sui Generis" Durumu**

1 Ocak 1998'de kurulan Avrupa Merkez Bankası (AMB), Avrupa Birliği üyesi ülkelerin ulusal merkez bankaları ile birlikte Avrupa Merkez Bankaları Sistemi'ni (European System of Central Banks - ESCB) oluşturmaktadır, 1 Ocak 1999'da Avrupa Parasal Birliği'nin (European Monetary Union - EMU) üçüncü aşamasına geçilmesiyle birlikte

---

<sup>246</sup> Edey, M., Stone, A. (9-10 Ağustos 2004), s.20

EMU'ya üye ülkelerin merkez bankaları para politikası ile ilgili tüm yetkilerini AMB'ye devretmiş böylelikle AMB, Avrupa Birliği içerisinde para politikasının hazırlanması ve yürütülmesinden sorumlu tek yetkili organ haline gelmiştir. AMB'nin birincil amacı fiyat istikrarının sağlanmasıdır<sup>247</sup>. Bunun yanında ikincil amaç olarak AMB, fiyat istikrarına zarar vermeden euro alanında yüksek istihdam ve sürdürülebilir büyümenin sağlanmasına yönelik olarak uygulanan genel iktisat politikalarını desteklemekle yükümlü kılınmıştır<sup>248</sup>.

Parasal Birliğin temelinde ortak bir para politikası oluşturulması yatmaktadır. Ortak bir para politikasının uygulanabilmesi için de, kararların belli bir merkezde alınması ve ortak kurallar bütününden oluşan bir yapının varlığı gerekmektedir<sup>249</sup>. AMBS ve onun en önemli organı olan AMB, euro bölgesinde fiyat istikrarını koruma ve bunun için de EUROSYSTEM'e katılmış olan üye devletlerin para politikasını belirleme görevini üstlenmiştir. AMB'nin esas amacı olan fiyat istikrarı konusunda belirlenen politikanın taviz verilmeden uygulanabilmesi ve Sistem'in karar organlarının hiçbir dış etki altında kalmadan bağımsız olarak çalışabilmeleri oldukça önemlidir. Çünkü merkez bankası bağımsızlığı fiyat istikrarı yönünde güvenilirliğin kazanılmasıyla enflasyonu düşürmede etkili olabilen bir kurumsal özelliktir. 1970'li yılların düşüncesi olan "biraz daha fazla enflasyonla daha yüksek bir üretim ve istihdam" varsayımının aslında hayal olduğu günümüzde ortaya çıkmıştır. Bu nedenle AMB'nin ulusal merkez bankaları ve onların karar organları ile üye ülkelerin siyasi otoritelerinin yönlendirmesi altında kalmadan bağımsız olarak karar vermesi ve uygulayabilmesi Maastricht Antlaşmasıyla güvence altına alınmıştır. Ayrıca AMB'nin tüzel bir kişiliğe haiz olması da Sistem'in bağımsız olması gerektiğini işaret eden önemli bir husustur<sup>250</sup>.

---

<sup>247</sup> AMB, The Monetary Policy of the ECB, 2004, s.11

<sup>248</sup> *ibid*, s.9-10

<sup>249</sup> Murat Alparslan, "Avrupa Merkez Bankaları Sistemi ve Milli Merkez Bankaları, Bankacılar, Sayı No.20 (Mart 1997), s.41

<sup>250</sup> Ali Said Yüksel, Merkez Bankasının Özerkliği ve Özellikle Enflasyonist Ekonomilerdeki İşlevleri, İstanbul: M.Ü.İ.İ.B.F. Yayınları, No: 393, 1997, s.9 ve Alparslan, "Avrupa Merkez Bankaları Sistemi, a.g.m., s.50 ve Neyaptı, Bilin. "Central Bank Independence and Economic Performance in Eastern Europe". Economic Systems. Volume 25. Issue 4 (December 2001), ss. 381-399

### 1.4.2 AMB'nin Fiyat İstikrarı Konusuna Yaklaşımı ve Para Politikası

AMB'nin kurulmasının ardından Eurosystem için para politikası hedefleme stratejisinin seçimi, AMB'nin öncülü olan Avrupa Para Enstitüsü (European Monetary Institute-EMİ) tarafından parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi arasında yapılacak seçime ya da bu iki stratejinin kombinasyonuna indirgenmiştir. Bu çerçevede AMB için strateji seçiminde yapılan tartışmalar parasal hedefleme tercihini savunanlarla enflasyon hedeflemesini savunanlar arasında yapılmıştır<sup>251</sup>.

Bu tartışmaların neticesinde AMB, Ekim 1998'de temel amacı olan fiyat istikrarının miktar olarak tanımlanması ve söz konusu amaca ulaşmak için mevcut ekonomik değerlendirmeler dahilinde faiz oranı kararlarının dayandırılacağı iki sütunlu (two pillars) hedefleme stratejisini kamuoyuna açıklamıştır. Stratejinin temel çizgileri üç unsurdan oluşmaktadır<sup>252</sup>.

1. Fiyat istikrarı, "euro alanında harmonize edilmiş tüketici fiyat endeksine göre yıllık %2'nin altındaki artış" şeklinde tanımlanmıştır. Öte yandan fiyat istikrarının "orta vadede" sürdürüleceği belirtilmiştir.
2. Hedefleme stratejisinin ilk sütununu geniş tanımlı bir parasal değişkenin ( $M_3$ ) büyüme oranını ifade eden bir referans değerinin belirlenmesi oluşturmaktadır. Bu anlamda stratejinin dizaynında paraya önemli bir rol atfedilmiştir.
3. İkinci sütunu, gelecekteki enflasyon görünümünde meydana gelecek değişimlerin euro alanında fiyat istikrarı açısından risk oluşturup oluşturmayacağına dair geniş tabanlı bir değerlendirme (broadly based assessment) oluşturmaktadır.

AMB'nin fiyat istikrarı tanımı, enflasyon hedefine nazaran belirsizlik taşıması ve asimetric olması itibariyle eleştiriye uğramaktadır. Tanımın belirsizliği enflasyon oranı

---

<sup>251</sup> Claes Berg, "Monetary Policy Strategies for the European Central Bank and their Implementation", Sveriges Riskbank Working Paper, No.31, July 1996, s.11

<sup>252</sup> ECB, s.55-56

ile ilgili bir alt sınır vermemesinden kaynaklanmaktadır. Buna bağılı olarak üst sınırın kesin bir biçimde %2 olarak belirtilmesine rağmen alt sınır için bir oran ifade edilmemesi tanımı asimetrik yapmaktadır. Bu haliyle AMB'nin fiyat istikrarı tanımı enflasyon bekleyişleri için bir çapa işlevi görececek yeterlikte değildir<sup>253</sup>.

Svensson, fiyat istikrarının ya bir enflasyon hedefi (%x) ya da enflasyon hedef aralığı (%x-y) şeklinde tanımlandığı takdirde, faiz oranı kararlarının alınmasında, faiz oranlarının düşebileceği alt sınır engelinin aşılabileceğini ve euro alanında deflasyonist bir spiral oluşmasının engelleneceğini, bunun yanında nominal ücretlerin aşağıya doğru esnek olmamasının vereceği zararlardan sakınılabileceğini belirtmektedir<sup>254</sup>.

Fiyat istikrarının bir enflasyon hedefi şeklinde tanımlanmaması ve kesin bir zaman ufğunun belirlenmemesi, AMB'nin politikaları ile ilgili kamuoyu ve Avrupa Parlamentosu'na olan hesap verme sorumluluğunu zedelemektedir. AMB fiyat istikrarı için "orta vade"ye atıfta bulunarak kendisini eleştirilerden kurtarmaktadır. Bir enflasyon hedefi açıklamayarak, kamuoyu ve diğer aktörlerin "orta vade"yi beklemek suretiyle kendisini değerlendirmesini beklemekte ancak geçmişte alınan kararların belirli bir zaman gecikmesi ile değerlendirilmesi hesap verme sorumluluğunun yerine gelmemesini beraberinde getirmektedir<sup>255</sup>.

Fiyat istikrarı tanımına ilişkin belirsizlik aynı zamanda AMB'nin uyguladığı politikaların kamuoyu ve piyasa aktörleri tarafından öngörülmesi ve anlaşılmasında sorunlar yaratmakta ve sağlıklı iletişim prosedürleri oluşturulmasını engellemektedir. Genel olarak faiz oranlarının artışı yönündeki kararlar piyasalar tarafından başarılı bir biçimde öngörülmesine rağmen, faiz oranlarının azalışı yönündeki kararlar büyüklük ve zamanlama açısından öngörülemezdir<sup>256</sup>. Fiyat istikrarının enflasyon hedefi ya da aralığı olarak belirlenmemesi, orta vadeli enflasyon projeksiyonlarında (tahminlerinde

---

<sup>253</sup> Lars E.O. Svensson, *How Should the Eurosystem Reform its Monetary Strategy*, February 2003, s.1. ([www.princeton.edu/Svensson](http://www.princeton.edu/Svensson))

<sup>254</sup> *ibid*, s.2-3

<sup>255</sup> Charles Wyplosz, "The Strategy Review", Briefing Notes to the Committee for Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Second Quarter 2003, s.5. ([www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/default\\_en.htm](http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/default_en.htm).)

<sup>256</sup> Mads Kieler, *The ECB's Inflation Objective*, IMF Working Paper, No.91, May 2003, s.5

değil) enflasyon oranının %2'nin ne kadar altına indiğinde faiz oranlarının azaltılacağı ya da fiyat istikrarı sağlanırken üretim istikrarına ne kadar ağırlık verileceği sorularını yanıtsız bırakmaktadır. Haliyle, AMB'nin politikaları ile ilgili olarak, enflasyona daha duyarlı ancak deflasyona daha-az duyarlı (büyüme karşıtı) şeklinde yargıların oluşmasına zemin hazırlanmış olmaktadır<sup>257</sup>.

#### 1.4.2.1 AMB'nin Kendine Özgü Para Politikası Hedefleme Stratejisi

Hedefleme stratejisinin üç unsuru itibariyle AMB kendisini, ne parasal hedefleme ne de enflasyon hedeflemesi yapan, kendine özgü bir stratejiyi uyguladığı şeklinde kategorize etmektedir<sup>258</sup>.

Fiyat istikrarı tanımı içerisindeki "artış" ifadesi ile AMB, sadece enflasyonu değil deflasyonu da önlemeyi amaçladığını vurgulamaktadır. Bir diğer deyişle tanım, nokta ya da aralık olarak bir enflasyon hedefiyle aynı anlamı taşımamaktadır. Buradan AMB'nin %0-2 arasındaki tüm enflasyon oranlarına kayıtsız kalacağı ya da %1 gibi bir enflasyon oranını gerçekleştirmeye çalışacağı anlamı çıkarılmamalıdır. Nitekim AMB'nin stratejinin uygulanmasında orta vadeli enflasyon oranı olarak %2'ye daha yakın enflasyon oranlarını tercih ettiği görülmektedir<sup>259</sup>.

Hedefleme stratejisinin ilk sütunu, enflasyonun uzun vadede parasal bir olgu olduğu ve para ile enflasyon arasında uzun vadede bire bir ilişki bulunduğu düşüncesini yansıtmaktadır. Cari parasal büyüklükte referans değerinden sapmalar fiyat istikrarına ilişkin riskleri göstermektedir. Dolayısıyla AMB, referans değerini bir ara hedef değişken gibi rijit-mekanik bir biçimde izlememekte, fiyat istikrarına ilişkin risklerin değerlendirmesinde enformasyon gücü yüksek bir gösterge değişkeni olarak kullanmaktadır.

---

<sup>257</sup> Bernd Hayo and B.Hofmann, *Monetary Policy Reaction Functions: ECB versus Bundesbank*, ZEI Working Paper, No.B-24, 2003, s.6

<sup>258</sup> Ottmar Issing, *The Monetary Policy of the ECB in a World of Uncertainty*, A Speech at the Conference on Monetary Policy-Making under Uncertainty, 3-4 December 1999

<sup>259</sup> Kieler, *The ECB's Inflation....*, s.6

İkinci sütun, gelecekteki enflasyon görünümünün geniş tabanlı bir değerlendirmesi dahilinde, ilk sütundan elde edilen bilgilerle fiyat istikrarına ilişkin risklerin paralel analizini ifade etmekte ve para politikasının kısa vadeli oryantasyonu için kullanılmaktadır. AMB bu sütunla, stratejisinin ileriye yönelik doğasına vurgu yapmaktadır. Bu çerçevede dahilinde çeşitli modellere dayalı enflasyon tahminleri, döviz kuru, birim işgücü maliyetleri, maliye politikası göstergeleri, petrol fiyatları, kapasite kullanımı, bono fiyatları ve getiri eğrisi gibi göstergelere dayalı olarak yapılmaktadır<sup>260</sup>.

AMB'nin tek bir hedefleme stratejisi yerine iki sütunlu hedefleme stratejisi oluşturmasının temel gerekçesi, euro alanında meydana gelebilecek şokların doğası ve kaynağına bağlı olarak, para politikasının vereceği tepkilerin farklı koşullarda farklı düzeylerde optimallik taşıyabileceği düşüncesidir. Buradan hareketle, iki sütunlu strateji AMB'nin makroekonomik politika ortamında euro alanının ekonomik yapısından kaynaklanan şoklar, sözkonusu şokların yayılması ve para politikası aktarım mekanizmasına bağlı olarak varolan belirsizlikleri yansıtmaktadır<sup>261</sup>.

Bu anlamda ilk sütun özellikle finansal piyasalardaki dengesizlikler ve varlık piyasalarında oluşabilecek balonlar (bubbles) için bir sigorta işlevi görmekte, ikinci sütun ise ekonominin arz - talep koşulları, işgücü piyasalarının yapısı, döviz kuru kaynaklı değişimler gibi fiyat istikrarı için risk olabilecek gelişmeleri içermektedir.

AMB'nin hedefleme stratejisi, fiyat istikrarı tanımının yeterince açık olmaması ve özellikle ilk sütunun işlev görmediğinden hareketle gerek akademik çevreler gerekse piyasa aktörleri tarafından yoğun eleştirilere uğramıştır. Bu eleştirilere bağlı olarak AMB'nin enflasyon hedeflemesine geçmesi ve politika uygulamalarında şeffaflığa ve kamuoyu ile iletişime daha fazla ağırlık vermesi yönünde öneriler getirilmektedir<sup>262</sup>.

---

<sup>260</sup> Jens R.Clausen and Juergen B.Donges, *European Monetary Policy: The Ongoing Debate on Conceptual Issues*, The World Economy, vol.24, Issue10, November 2001, s.1311-1312

<sup>261</sup> Kieler, *The ECB's...*, s.16

<sup>262</sup> Michael J.Artis and Z. Kontolemis, *The European Central Bank and Inflation Targeting*, International Journal of Finance and Economics, vol.3, Issue1, January 1998, s.28

Hedefleme stratejisi ile ilgili diğer eleştiriler, ilk sütunda yer alan cari parasal büyüklük ile referans değeri arasındaki sapmaların gelecek enflasyon görünümü ve fiyat istikrarı için uygun bir gösterge olmadığını ortaya koyan çalışmalara dayanmakta sözkonusu çalışmaları Yeni Neoklasik Sentez yaklaşımı dahilinde paranın, aktarım mekanizmasındaki rolünün azalması da desteklemektedir. Bu anlamda ilk sütunun tamamen tasfiye edilmesi ve parasal göstergelerden elde edilecek bilgiler de dahil olmak üzere ekonomiye ilişkin tüm bilgilerin para politikasının yönlendirilmesinde kullanıldığı enflasyon tahminlerinin oluşturulması ve enflasyon hedeflemesine geçilmesi önerilmektedir<sup>263</sup>.

#### 1.4.2.2. Hedefleme Stratejisinde Yapılan Revizyon

AMB iki sütunlu hedefleme stratejisine yöneltilen eleştiriler karşısında ilk kez Aralık 2002'de mevcut strateji ile ilgili ciddi bir değerlendirme yapacağını açıklamıştır. Bu çerçevede Mayıs 2003'de 1999 yılının başından bu yana uygulamış olduğu para politikasını gözden geçirerek yeni stratejinin temel çizgilerini açıklamıştır.

Fiyat istikrarı tanımı ve yıllık %2'lik düzey aynen korunmuş ancak tanıma "%2'nin altında ancak bu düzeye yakın" ifadesi eklenmiştir. Böylelikle alt sınır ile ilgili yapılan eleştirilere bir cevap verilmeye çalışılmıştır.

İki sütunlu strateji korunmakla birlikte, daha önce ilk sütünü oluşturan ve paraya atfedilen önemli rolü yansıtan yaklaşımın parasal analiz adı altında ikinci sütunu oluşturacağı ve M3 referans değerinin birçok parasal ve kredi göstergelerinden biri olacağı belirtilmiştir. Bu anlamda ilk sütunda ekonomik analiz adı altında gelecekteki enflasyon görünümünün geniş tabanlı bir değerlendirmesi yapılacak ikinci sütunda ise parasal analizden elde edilen bilgiler ilk sütuna ilişkin verilerle karşılaştırılarak (cross-checking) fiyat istikrarına ilişkin riskler kontrol edilecektir<sup>264</sup>.

---

<sup>263</sup> Stefan Gerlach and Lars E.O.Svensson, *Money and Inflation in the Euro Area: A Case for Monetary Indicators?*, Journal of Monetary Economics, vol.50, Issue5, July 2003, s.1670 ve Lars E. O.Svensson, *A reform of the Eurosystem Monetary Policy Strategy is Increasingly Urgent*, May 2002, s.6

<sup>264</sup> Svensson, *A Reform...*, s.8

Yeni strateji, iki sütunlu yapıyı korumasına karşın, değerlendirme aşamasında yer alan göstergelerin sırası değişmiştir. AMB yeni stratejinin " iki sütunlu stratejinin 4 yıl boyunca başarılı olması sebebiyle onaylandığını ve bir değişimden çok mevcut stratejiye açıklık kazandırmayı ifade ettiğini "belirtmektedir. Öte yandan stratejinin enflasyon hedeflemesinden farklı olduğu özellikle vurgulanmaktadır<sup>265</sup>.

AMB'nin yeni açıkladığı strateji, daha önce yapılan eleştiri ve tartışmaların yoğunluğunda herhangi bir azalışı beraberinde getirmemiştir. Fiyat istikrarı tanımının belirsizliğin azalmasına katkıda bulunduğu belirtilmekle beraber, enflasyon hedeflemesine geçilmemesi eleştirilmektedir. Bu bağlamda, AMB'nin içsel politika süreçlerinde her merkez bankasının yapmış olduğu işlemleri daha karmaşık bir biçimde ifade ettiği ileri sürülmektedir<sup>266</sup>.

Bu yönüyle stratejide enflasyon tahminlerine yer verilmemesine bağlı olarak, AMB'nin faiz oranı kararlarının kamuoyu ve piyasalar tarafından anlaşılması ve öngörülmesinde şeffaflığa pek hoş bakmadığı (hostile) söylenebilir. Nitekim modern para politikası uygulamalarının içeriğinde fiyat ve üretim istikrarının uygun bir bileşimi amaçlanmasına rağmen AMB, yeni açıkladığı stratejide de ikincil amacına dair herhangi bir ifadede bulunmayarak euro alanındaki genel iktisat politikalarını desteklemekteki belirsiz tavrını sürdürmektedir<sup>267</sup>.

Bunların karşısında parasal analizin ikinci sütuna alınmasının, parasal göstergelerin enflasyon üzerindeki etkilerinin uzun dönemde ortaya çıkacağı sebebiyle stratejinin başarı şansının artırdığı ve iki sütunlu stratejinin AMB'ye euro alanıyla ilgili makroekonomik gelişmelere tepki verme esnekliği sağladığı sebebiyle devamını vurgulayanlar da mevcuttur<sup>268</sup>.

---

<sup>265</sup> ECB, *The ECB's Monetary Policy Strategy*, ECB Press Release, 8 May 2003, ve Ottmar Issing, *Evaluation of the ECB's Monetary Policy Strategy*, BIS Review, July-August 33/2003, s.1-4

<sup>266</sup> Lars E.O.Svensson, *In the Right Direction, but not Enough: The Modification of the Monetary Policy Strategy of the ECB*, May 2003, s.5

<sup>267</sup> Peter Bofinger, "An Assessment of the Recent Review of the ECB's Monetary Policy Strategy", Briefing Paper for the European Parliament, May 2003, s.3

<sup>268</sup> *ibid*, s.4



AMB, para miktarına verdiği öncelikli role rağmen, fiyatlardaki gelişmelere işaret eden diğer göstergelerden de yararlanmayı tercih etmiştir. Örneğin; kısa dönemde fiyatlardaki değişimi etkileyen faktörler dikkate alınacaktır. Bir başka örnekte ise; EURO bölgesinde para talebi fonksiyonu, M3 ve enflasyon arasındaki istikrarlı ilişkinin Para Birliği'nin başlamasıyla mevcut şeklini koruyup koruyamayacağına ilişkin belirsizlikler dikkate alınacaktır<sup>269</sup>.

Sonuç olarak AMB'nin para politikası stratejisi birçok gösterge ve tahminlerin analizini kapsamaktadır. Para politikasının başarısı, tahminlerin ne kadar doğru yapıldığı ile değil, fiyat istikrarının sağlanıp sağlanmadığı ile ölçülmektedir. AMB'nin para politikası stratejisi para stoğunun yönetildiği bir strateji olmasına rağmen, stratejinin tek bir teorik temele dayandığı ve pür para miktarı hedefi stratejisi olduğu söylenememektedir. AMB'nin uyguladığı strateji, Monetarist (Para stoğu yönetimi) ve Keynesyen (Faiz yönetimi) geleneğin bir kombinasyonu şeklinde olup, ağırlık Monetarist yaklaşımdadır. Bu tartışmalar ışığında belirtilmesi gereken son nokta, AMB'nin politikalarının enflasyon hedeflemesi uygulamaya doğru bir evrim süreci içerisinde olduğudur. Ancak AMB'nin özellikle şeffaflık açısından gösterdiği tutum, sözkonusu evrimin tamamlanması için önemli bir mesafenin varlığını ortaya koymaktadır.

### **1.4.3. AMB İletişimi: Amaç ve Stratejiler**

#### **1.4.3.1 Amaçlar hakkında iletişim**

Maastricht Antlaşması AMB'nin temel amacı olan fiyat istikrarı konusunda niceliksel bir hedef sağlamamıştır, ancak AMB fiyat istikrarını “orta vadede bir bütün olarak Euro bölgesinde yüzde 2 civarında ama altında enflasyon” olarak tanımlamıştır. Kantitatif

<sup>269</sup> Kullanılan çok sayıda gösterge, gelecekteki fiyat gelişmeleri için, öncü gösterge niteliğine sahip çok sayıda değişkeni içermektedir. Bu değişkenler; ücretlerdeki gelişmeler, döviz kurunun seyri, faizlerin yapısı, tahvil fiyatları, dolaylı vergilerdeki değişim, mal fiyatlarındaki dalgalanmalar, petrol fiyatlarındaki gelişmeler şeklinde sıralanabildiği gibi, reel ekonomik faaliyetler için farklı ölçüm büyüklükleri, maliye politikası göstergeleri, finans-piyasalarındaki göstergeler, fiyat ve maliyet endeksleri şeklinde de sınıflandırılabilir. Bu analizler, fiyatlarla ilgili değişikliklerin sebeplerinin yanı sıra, önemli ekonomik büyüklüklerdeki beklenmedik gelişmelerin nedenlerini de açıklayabilmektedirler. Bu göstergelerden yararlanılarak oluşturulan enflasyon tahmininin kullanılmasıyla, para politikasının fiyat istikrarını sağlayıp sağlayamadığı anlaşılabilir ve gerekirse önlemler alınmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. [www.ecb.int](http://www.ecb.int)

hedeflerin AMB'ye göre iki avantajı vardır: öncelikle sayısal hedefler, belirlenmiş kıstaslara göre merkez bankasının performansını değerlendirerek hesap vermeyi kolaylaştırmakta<sup>270</sup> ve nicekliksel amaç (ya da amaçlar) ekonomik aktörlerin beklentilerini tespit etmede yardımcı olmaktadır. Bu bağlamda AMB, fiyat istikrarı tanımını kamuya sıklıkla ve farklı yollarla bildirmektedir.

#### **1. 4.3.2 Kararlar hakkında iletişim: AMB basın toplantıları**

Günümüzde çoğu merkez bankası para politikalarıyla ilgili kararları alındıkları gün halka bildirmekte ve bunu kısa basın bildirileri yoluyla yapmaktadır. AMB, politika faizlerini belirlediği toplantılarından sonra, herhangi bir politika kararının altında yatan nedenleri açıklayan ayrıntılı basın toplantıları düzenleme konusunda alanında benzersiz denebilecek bir tutuma sahiptir. Ancak, günümüze kadar toplantı tutanaklarını yayınlamaktan kaçınmıştır<sup>271</sup>.

AMB Yönetim Kurulu'nun para politikası toplantıları genellikle her ayın ilk Perşembe'sinde gerçekleşmektedir. Toplantının ardından, AMB, Orta Avrupa Zaman Dilimi'nde saat 13.45'te para politikası kararlarını duyurur. Aşağı yukarı 45 dakika sonra, saat 14.30 civarında, AMB Başkan ve Başkan Yardımcısı iki ana konuyu kapsayan bir basın toplantısı düzenlemektedir: Para politikası kararında göz önüne alınan faktörleri içeren bir tanıtım bildirisi ve Başkan ve Başkan Yardımcısı'nın katılan gazetecilerin sorularını cevapladıkları bir Soru-Cevap kısmı. Tanıtım bildirisi Kurul'un tutum ve görüşlerini yansıtan, üyelerin oybirliğiyle uzlaştıkları bir belge olarak görülür. Kararın arkasında yatan nedenlerle ilgili geriplan bilgisi verse de AMB basın toplantıları İngiliz ya da Amerikan merkez bankalarının tutanaklarına kıyasla daha az ayrıntıya inmekte<sup>272</sup>, oylama hakkında bilgi sağlamamaktadır. Bunun yanı sıra, soru-

---

<sup>270</sup> De Haan, J., Eijffinger, S.C.W. (2000). *European Monetary and Fiscal Policy*. Oxford: Oxford University Press

<sup>271</sup> Basın toplantıları tutanaklardan daha az detay içerebilir, ama zaman açısından daha uygun ve basına soru sorma hakkı tanınırsa daha esnekler. *ibid*

<sup>272</sup> Yine de basın toplantıları tutanakların neden olduğu ciddi zaman kaybını yaşatmamaktadır. Blinder, A.S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J., Jansen, D. (2008). *Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence*. *Journal of Economic Literature*, 46(4), 910-945.

cevap kısmı basının soru sormasına izin vererek güncel konuların netleşmesine yardımcı olmaktadır.

#### 1.4.3.3 Diğer yollardan iletişim

AMB için önemli bir iletişim aracı da her para politikası toplantısının bir hafta sonrasında yayınlanan ve ekonomik gelişmelerle ilgili değerlendirmeler ile karar verme sürecinde kullanılan modeller, yöntemler ve göstergeler gibi analitik çerçeveye ilgili bilgiler içeren Aylık Bülten'dir. Bülten'in başyazısı bir önceki faiz oranı kararının kısa bir açıklamasıyla çoğu zaman Yönetim Kurulu'nun ekonomi hakkındaki görüşünün özet bir bildirisini içermektedir. AMB Başkanı'nın Avrupa Parlamentosu'na verdiği ifade de iletişim için üçüncü bir yol sağlamaktadır. Senede dört kere Başkan, Avrupa Parlamentosu'nun Ekonomik ve Mali İşler Komitesi önünde AMB'nin uyguladığı politika kararlarını ve ekonomik gidişat hakkındaki düşüncelerini açıklamakta, ardından komite üyelerinin sorularını yanıtlamaktadır. Bu ifadeler halka açıktır ve bu sunumların kopyaları hem Avrupa Parlamentosu'nun hem de AMB'nin internet sayfalarında yayınlanmaktadır<sup>273</sup>. Son olarak, AMB yetkilileri çoğu zaman para politikasıyla ilgili olarak konuşma ya da röportajlarda yer almaktadırlar. Bu tür birebir iletişim, önceden planlanmış etkinliklere nazaran zamanlama açısından daha büyük esneklik sağlamaktadır<sup>274</sup>. Toplantı aralarında komite üyelerinin şahıs bazında yaptığı konuşma ve röportajlar, eğer istenirse, görüşlerdeki değişikliklerin hızlıca iletilmesini kolaylaştırmaktadır<sup>275</sup>. Bununla beraber, AMB bünyesinde yer alan ulusal merkez bankaları da, kendilerini AMB politikalarını ulusal kitlelerine açıklamakla yükümlü hissetmektedirler. Ancak, bazen bu açıklamalar potansiyel olarak kafa karışıklığına neden olabilmektedir. Ehrmann ve Fratzscher'ın yaptıkları bir araştırma, AMB Yönetim Kurulu üyelerinin para politikası eğilimleriyle ilgili bildirimlerinin sadece % 62,2'sinin bildirim takiben yapılan Yönetim Kurulu toplantısında alınan AMB politika kararı ile

---

<sup>273</sup> ibid, s. 920

<sup>274</sup> Blinder, A.S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J., Jansen, D. (2008). Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, 46(4), s.921

<sup>275</sup> ibid, s.921

uyumlu olduğunu göstermektedir<sup>276</sup>. Aynı zamanda AMB Yönetim Kurulu üyelerinin bireysel iletişim faaliyetlerinin zamanlamasının da incelendiği bu çalışmada, para politikası toplantılarının öncesi ve sonrasındaki ilk günler hariç; toplantılardan önce, sonrasına nazaran daha yoğun bir etkinlik (%5 düzeyinde) olduğunu göstermektedir<sup>277</sup>. Ehrmann ve Fratzscher bunun yanısıra izlenecek politikanın yarattığı şok büyük olduğunda (yani mutlak değeri ortalama mutlak şokun üzerinde olduğunda) AMB yetkililerinin konuşmaya daha meyilli olduğunu da göstermektedir<sup>278</sup>.

#### 1.4.3.4 Gelecekteki politika kararları hakkında iletişim

Gelecekteki politika kararları söz konusu olduğunda, çok farklı yollarla da olsa, pek çok merkez bankası ileriye dönük yönlendirmede bulunmaktadır. Bazı merkez bankaları (Yeni Zelanda, Norveç ve İsveç'te olduğu gibi) makroekonomik tahminlerinin temelini oluşturan gelecekteki oranların sayısal rotasını yayımlayarak kantitatif yönlendirmede dahi bulunmaktadır<sup>279</sup>. AMB şu ana kadar gelecekteki faiz oranları kararlarıyla ilgili açıkça bilgi vermekten kaçınmakla beraber, para politikası hakkındaki görüşlerine işaret etmek için anahtar kelime ve ifadelerin kullanımı yıllar boyu önemli bir rol oynamıştır. Örneğin Euro bölgesi merkez bankası çalışanları, 'faiz oranları uygundur' gibi, faiz oranları hakkında nötr bir yorum olarak değerlendirilebilecek ifadelerle AMB'nin para politikası hakkında ipucu vermeyen ifadeler kullanmayı yeğlemektedirler.

Bununla beraber, bir süre 'teyakkuz' (vigilance) ifadesi ve bunun çeşitlemeleri AMB iletişiminde önemli bir rol oynamıştır<sup>280</sup>. Haziran 2003 ve Aralık 2005 arasında AMB

<sup>276</sup> Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2007). Communication by central bank committee members: Different strategies, same effectiveness? *Journal of Money, Credit, and Banking*, 39 (2-3), 509-541

<sup>277</sup> Bu da AMB'nin piyasaları yaklaşan toplantıya hazırlama çabasını vurguluyor. Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2007c). The timing of central bank communication. *European Journal of Political Economy*, 23 (1), 124-145.

<sup>278</sup> Yönetim Kurulu üyeleri normalde kamuya 7 işgününde bir konuşmalarına rağmen, bir önceki toplantıda büyük bir sürpriz yaşandıysa 5 işgününde bir ya da daha sık konuşmaktadırlar. *ibid*

<sup>279</sup> *ibid*

<sup>280</sup> Mart 2004'ten Aralık 2005'e kadar 'teyakkuz' ifadesi 114 işlem gününde kullanılmıştır, buna mukabil Aralık 2005'ten sonra 'teyakkuz' ifadesi sadece 32 işlem gününde kullanılmış, aynı zamanda o tarihten itibaren AMB'nin ardı ardına birçok adımla para politikasını sıkılaştırdığını da görülmüştür. Jansen, D., De Haan, J. (2007b). The importance of being vigilant: Has ECB communication influenced Euro area inflation expectations? CESifo Working Paper 2154.

ana refinansman faiz oranını %2 seviyesinde muhafaza etmiş ama sıklıkla enflasyon hakkındaki endişelerini dile getirmiştir. Sözkonusu dönemde enflasyon beklentilerinin şiddetle yükselmesi endişe verici bir gelişme olmuş ve bu durum, AMB'nin fiyat istikarına yönelik artan tehditlere karşı 'teyakkuzda' olduğunu belirtmesine neden olmuştur<sup>281</sup>. 2006'da, AMB Başkanı Trichet bu stratejiyi şöyle açıklamıştır: "...teyakkuz halini belirtmek piyasalarla ortak bir uzlaşya ulaşmada etkili olduğunu göstermiştir: AMB, görünüşte aktif olmamasına rağmen, harekete geçmeye her an hazırdır"<sup>282</sup>.

İlginç bir biçimde, 2005'ten sonra, piyasa oyuncuları 'teyakkuz'u yaklaşan politika değişikliklerinin habercisi olarak görünce bu ifadenin yorumlanması da değişmiştir. Kelimenin kullanımı 2007 yazında likidite krizinin başlamasıyla aniden kesilmiş, aynı yılın Ağustos ayındaki bir basın brifinginde Trichet 'orta ve uzun vadeli gelecekte fiyat istikrarının artan risk altında olduğu temeldeki mali genişleme oranının gücüyle de doğrulanmıştır: bu nedenle 'büyük teyakkuz' orta vadede fiyat istikarını riske sokan durumların gerçekleşmemesi için hayati önem taşır" ifadesini kullanmıştır<sup>283</sup>.

Kod kelimelerin kullanımı kısa vadede öngörülebilirliği arttırabilmekte, ama kimi dezavantajlar da doğurabilmektedir. Kimi yazarlar, AMB'nin kod kelimeler

---

<sup>281</sup> *ibid*

<sup>282</sup> Trichet, J. C. (2006). Activism and alertness in monetary policy. Lecture at the conference on 'Central banks in the 21st Century' organised by the Banco de Espana, June. [http://www.ecb.int/press/key/date/2006/html/sp060608\\_1.en.html](http://www.ecb.int/press/key/date/2006/html/sp060608_1.en.html). Başka bir ortamda Trichet (2005): "Zaman içersinde, o dönemde artan enflasyon risklerine karşı tetikte olduğumuzu belirtecek şekilde iletişimimiz gitgide daha 'uyanık' hale geldi" diye belirtti. AMB kurul üyesi Bini Smaghi (2005)'ye göre: "Uygulanan politika oranları aynı bile kalsa... Teyakkuz bu şekilde iletilebilir[.] ...Eğer iletişim stratejisi başarılıysa, beklentiler zaman içinde değişmemiş politika oranlarına yakınsar". Trichet, J.C. (2005). Monetary policy and 'credible alertness'. Intervention at the panel discussion "Monetary Policy Strategies: A Central Bank Panel", at the Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, 27 August 2005. <http://www.ecb.int/press/key/date/2005/html/sp050827.en.html>.

<sup>283</sup> Fakat Eylül'de, sonraki bir yönetim kurulu toplantısında faiz oranlarına müdahale edilmedi ve 'teyakkuz'dan hiç bahsedilmemiştir. Soru-cevap kısmında 'büyük teyakkuz'a hiç değinilmemesi hakkında kendisine soru sorulduğunda Trichet: "... 'büyük teyakkuz' ifadesini kullanmadığımı fark ettiğinizi söyleyebilirim ve bu konuda başka bir yorum yapmak istemiyorum. Yönetim Kurulu adına size sunduğum bildiriyle ilgili kendi yargınızı oluşturmak gözlemciler ve piyasa olarak size kalmış" diye yanıtlamış, 2008 ve 2009'da kredi krizi daha büyük boyutlara ulaştığında 'teyakkuz' AMB'nin iletişim etkinliklerinde bir daha dile getirilmemiştir. Jansen, D., De Haan, J. (2007b). The importance of being vigilant: Has ECB communication influenced Euro area inflation expectations? CESifo Working Paper 2154.

kullanmasına oldukça eleştirel yaklaşmaktadırlar<sup>284</sup>. Bu yaklaşımlardaki temel varsayım, kodların en iyi ihtimalle bile mükemmel olmayan işaretler ve genellikle, önemli uzun vadeli piyasa beklentilerinin oluşturulmasında minimum öneme sahip kısa vadeli politika beklentileriyle ilgili olmaları, buna karşın uzun vade beklentilerinin ekonomi ve fiyatların oluşmasına dair bir anlayış ile merkez bankasının reaksiyon fonksiyonunun şeffaflığına ve güvenilirliğine hassas bir biçimde bağlı olduğudur<sup>285</sup>.

#### 1.4.3.5. Ekonomik gelişmeler hakkında iletişim

Merkez bankası uzmanları sık sık mevcut ekonomik duruma ve muhtemel gelişmelere dair görüş açıklamaktadırlar. Bu görüşler, gerek “...ekonomik gelişme hız kazanacak...” tarzı niteliksel gerekse yalnızca niceliksel rehberlik sağlamaktadır. Bu bağlamda Aralık 2000’de, öngörülerini iki yılda bir yayınlamaya başlayan AMB, Aylık Bülteni’nin Haziran ve Aralık sayılarında tahmini enflasyon aralığı, GSYİH büyümesi ve ana harcama kalemlerinden oluşan öngörülerini yansıtmaktadır. Bu öngörüler Euro bölgesi ulusal merkez bankalarının uzmanları tarafından hazırlanmakta ve Yönetim Kurulu görüşmelerine önemli veriler sağlamaktadır<sup>286</sup>. AMB Başkanı öngörülerini Yönetim Kurulu toplantısının ardından düzenlenen bir basın toplantısıyla halka duyursa da, bu durum bazen kafa karışıklığına yol açabilmektedir, zira Yönetim Kurulu öngörülerini onaylamıyor da olabilir. Bununla beraber, her öngörü duyurusu, tahminlerin altında yatan başlıca varsayımların ayrıntılarına ilişkin kısa bir notun yanı sıra, öngörünün ardındaki ekonomik gerekçenin kısa bir tasvirini içermektedir. 2004’ten beri, AMB her yılın ilkbahar ve güz dönemlerinde üretilen AMB uzman öngörülerini de sunmaktadır.

Döviz kuru AMB’nin ilk yıllarından beri oldukça dikkat çeken bir ekonomik değişkendir. Tedavüle çıkarılmasından önce, Euro’nun güçlü bir para birimi olması

<sup>284</sup> bkz. Jansen, D., De Haan, J. (2006). Look who’s talking: ECB communication during the first years of EMU. *International Journal of Finance and Economics*, 11 (3), 219-228. ve Heinemann, F., Ullrich, K. (2007). Does it pay to watch central bankers lips? The information content of ECB wording. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 143 (2), 155-185.

<sup>285</sup> Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2007c). The timing of central bank communication. *European Journal of Political Economy*, 23 (1), 124-145

<sup>286</sup> European Central Bank (2001). A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises. <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/staffprojectionsguideen.pdf>.

yaygınlıkla beklenmekteydi, hatta kimi yazarlar en önemli uluslararası para birimi rolündeki dolarla rekabet edebileceğini edeceğinden çekinmişlerdir<sup>287</sup>. Yeni para birimi AMB için önemli bir simge olduğundan, dolar karşısındaki düşüşü bazı gözlemcileri AMB'nin genel başarısını sorgulamaya götürmüştür. Dahası, Euro'nun bu büyük değer kaybı Euro bölgesindeki fiyat istikrarına karşı ciddi bir tehdit oluşturmuş, bunun sonucunda AMB 2000 yılında hem uluslararası döviz piyasasına müdahale etmiş hem de sözlü olarak Euro'yu etkin bir biçimde desteklemiştir. AMB yetkilileri söz konusu dönemde Euro'ya gerçek değerinin verilmediği görüşünü sık sık dile getirmişlerdir. Euro dolar karşısında yükselmeye başladığından beri, AMB iletişiminde döviz kuru daha önemsiz bir yer kaplamaktadır.

#### **1.4.3.6 AMB iletişiminin faiz oranı kararlarının öngörülebilirliği üzerindeki etkisi**

Önceki bölümde teorik olarak ele alındığı gibi, merkez bankası şeffaflığının gözle görülen bir faydası, para politikasının öngörülebilirliğine katkıda bulunmasıdır. Aslında, ampirik bulgular AMB para politikalarının oldukça öngörülebilir olduğunu göstermektedir. Ayrıca, AMB politika kararlarının öngörülebilirliği zaman içinde artmıştır<sup>288</sup>. Örneğin, Bernoth ve Von Hagen para piyasalarının kısa vadeli oranları doğru öngörebildiğini, yani AMB bildirimlerinin APB'nin ilk yıllarında oldukça işe yaradığını gözlemlemiştir<sup>289</sup>. Ayrıca, Rosa ve Verga AMB iletişiminin (AMB Başkanı'nın tanıtım bildirimlerine dayanarak ölçülen) tahmin kabiliyetiyle, para politikası beklentilerinin piyasa-tabanlı ölçümlerinin sağladığı tahmin kabiliyetinin benzerlik gösterdiği sonucuna varmışlardır<sup>290</sup>. Ehrmann ve Fratzscher de finans piyasalarının AMB kararlarını doğru tahmin edebildiğini gözlemlemiştir<sup>291</sup>. Aslında, toplantı

<sup>287</sup> De Haan, J., Eijffinger, S.C.W. (2000). *European Monetary and Fiscal Policy*. Oxford: Oxford University Press.

<sup>288</sup> Blattner, T., Catenaro, M., Ehrmann, M., Strauch, R., Turunen, J. (2008). The predictability of monetary policy. *European Central Bank Occasional Paper* 83.

<sup>289</sup> Bernoth, K., von Hagen, J. (2004). The Euribor futures market: efficiency and the impact of ECB policy announcements. *International Finance*, 7(1), 1-24.

<sup>290</sup> Rosa, C., Verga, G. (2007). On the consistency and effectiveness of central bank communication: Evidence from the ECB. *European Journal of Political Economy*, 23 (1), 146-175.

<sup>291</sup> Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2007). Explaining monetary policy decisions in a press conference. ECB Working Paper 767. Forthcoming in *International Journal of Central Banking*.

günlerindeki kısa vadeli faiz oranlarındaki değişiklikleri bir öngörülebilirlik ölçüsü olarak kullanarak, AMB'nın FED kadar öngörülebilir olduğunu ve ikisinin de Bank of England'dan daha öngörülebilir olduğunu gözlemlemiştir. İletişimin sunduğu bilgilerden hangisinin öngörülebilirliğe daha çok katkıda bulunduğu o kadar net değildir. Bir Taylor Kuralı modelinde genellikle yer alan değişkenlerin içerdiği bilgiye kıyasla, iletişimin bilgi sağlayıp sağlamadığını analiz eden birçok inceleme vardır. Teorik bölümde kısımda değinildiği üzere, burası iletişimin fark yaratabileceği bir alandır. Heinemann ve Ullrich AMB Başkanı'nın Yönetim Kurulu toplantılarını izleyen tanıtım bildirimlerinin dökümüne dayanan iletişim endekslerinin Taylor Kuralı değişkenlerinin sağlamadığı bilgiler verdiğini ortaya çıkarmışlardır<sup>292</sup>. Yine Rosa ve Verga makroekonomik değişkenlere dair söz ve verilerin aslında birbirinin yedeği değil tamamlayıcısı olduğu sonucuna varmışlardır<sup>293</sup>. Ancak, Jansen ve De Haan, ana finansman oranı ve gelecekteki enflasyona ilişkin demeçlerle faiz oranı kararları arasında anlamlı bir ilişkinin bulunduğunu gözledikleri halde, kararları tahmin etmekte, iletişime dayalı modellerin makroekonomik verilere dayalı modellerden daha iyi sonuçlar vermediği fikrindedir<sup>294</sup>.

Özetle, uygulamada AMB'nin veri analizine olan yaklaşımı genellikle büyük makroekonomik modellerden, daha küçük istatistikî modellerden, sezgisel ve yargısal analizlerden, çeşitli kaynaklardan gelen bilgilerin rastgele oranlarda bir araya getirilmesinden oluşmaktadır. Merkez bankasının kullandığı bilgiye dair değerlendirmesini özetlemesi, merkez bankası iletişimini yorumlamanın bir yolu olarak kullanılmakta, merkez bankası iletişimini kullanan modellerin, yalnızca kısıtlı sayıda makroekonomik göstergelere dayanan modellerden daha iyi sonuçlar verdiği varsayılmaktadır.

---

<sup>292</sup> Heinemann, F., Ullrich, K. (2007). Does it pay to watch central bankers lips? The information content of ECB wording. *Swiss Journal of Economics and Statistics*, 143 (2), 155-185.

<sup>293</sup> Rosa, C., Verga, G. (2007). On the consistency...,s.154

<sup>294</sup> Jansen, D., De Haan, J. (2009). Has ECB communication been helpful in predicting interest rate decisions? An evaluation of the early years of the Economic and Monetary Union. *Applied Economics*



### 1.4.3.7 AMB iletişiminde tutarsızlık

Teorik bölümde açıklandığı gibi, doğru iletişim, çeşitli iletişim araçlarının iyi koordine edilmesini, iki taraf için de aynı anlama sahip sinyaller göndermesini ve farklı merkez bankası uzmanlarının tutarlı bildirimlerde bulunmasını gerektirmektedir. Farklı AMB iletişim kanalları arasındaki tutarlılığa ilişkin son araştırmaların genel sonucu, elde pek çok iletişim aracı olunca, mesajın bu araçlar arasındaki koordinasyonunun can alıcı bir öneme sahip olduğu sonucuna ulaşmaktadır. Örneğin, yayınlanan enflasyon öngörüsü enflasyonun hedefin altında kalmasının beklendiğini gösterirken AMB Başkanı fiyat istikrarında risk saptadığını açıklarsa, kamuoyu gelecekteki para politikalarına dair kafa karışıklığı yaşayabilmektedir. Bu konuya özel bir önem atfeden Bulíř, Čihák ve Šmídková, kamunun AMB iletişiminde elde edebileceği çeşitli tahmini risk ölçülerini analiz etmiştir<sup>295</sup>. Analizden çıkan temel fikir, bütün iletişimlerin aynı tür tahmini riske işaret eden aynı mesajı vermeleri halinde kamunun para politikasını anlamasının kolaylaştığı yönündedir. Bu yazarlar çeşitli AMB iletişim araçlarından gelen sinyalleri, yani enflasyon tahminlerini, enflasyon hedeflerini ve AMB'nin basın duyuruları ve aylık bültenlerinin sunduğu enflasyon risklerine ilişkin sözlü değerlendirmeleri karşılaştırdıklarında, AMB iletişiminin 1999-2007 arasında % 95 oranında netlik taşıdığı ve bu netliğin 1999-2002'ye kıyasla 2003-2007'de artış gösterdiği sonucuna varmışlardır. Buna göre, AMB netlik bakımından başka merkez bankalarındaki iletişimden daha iyidir.

Genellikle, AMB Yönetim Kurulu'nda karar alma sürecinde herkesin sorumluluğu paylaştığı düşünülmekteyse de (bkz. Blinder, 2007) zaman zaman, AMB iletişimde tutarsızlıklar görülmektedir. Özellikle mesajlar çeliştiği zaman, çok fazla farklı sesin kamuyu aydınlatmak yerine kafa karışıklığına yol açması ihtimal dahilindedir.

Bu hipotezi incelemek üzere, AMB'nin ilk yıllarındaki tutarsız iletişiminin etkilerini analiz eden Haan ve Jansen, önde gelen Euro bölgesi merkez bankası uzmanlarının politika faiz oranı, Euro bölgesi enflasyon gidişatı ve Euro bölgesi ekonomik büyüme

---

<sup>295</sup> Bulíř, A., Čihák, M., ŠmídkováK. (2008) Writing Clearly: ECB's Monetary Policy Communication. IMF Working Paper 08/252

ihtimalleri hakkındaki yorumlarına bir içerik analizi uygulamıştır<sup>296</sup>. Konu konu, her yorum üç parçalı bir ölçeğe (-1, 0, +1) göre sınıflandırılmış, faiz oranı indirimi öneren demeçler -1 diye kodlanırken para politikasının sertleşmesini öneren demeçler +1 diye kodlanmıştır. Kodlanan demeçlerin standart sapması hesaplanarak iletişim tutarsızlığı ölçülmüş, özellikle enflasyon ve ekonomik büyüme gidişatına ilişkin AMB demeçlerinin zaman içinde daha da artan bir tutarsızlık gösterdiği tespit edilmiştir<sup>297</sup>.

Faiz oranı beklentilerine dair kamuoyu yoklaması verilerini kullanarak tutarsızlığın öngörülebilirlik üzerindeki etkisinin değerlendirildiği bir diğer çalışmada Ehrmann ve Fratzscher, iletişimin tahmin edilebilirliği etkileyen tek faktör olmadığını makroekonomik belirsizliği elimine etmek için faiz oranının kararlaştırıldığı haftadan bir önceki haftaya ait aylık Euribor oranının günlük diziliminin standart sapmasını kullanarak açıklamışlardır<sup>298</sup>. Çalışmada kullanılan örnek dönem 6 Mayıs 1999'dan 2 Mayıs 2002'ye kadardır; bu dönemin seçilmesinin en önemli nedeni, hem AMB'nin hem de finans piyasalarının henüz yaratılmış bulunan uluslararası bir örgütün iletişimini nasıl sağlayacağını öğrenmek zorunda kalmasıdır.

Bir diğer çalışmada Haan ve Jansen enflasyon gidişatındaki tutarsızlığın mutlak öngörü hatasıyla ölçülen öngörülebilirliği olumsuz bir biçimde etkilediğini gözlemlemişlerdir<sup>299</sup>. Çalışmaya göre politika faiz oranı ve ekonomik büyüme ihtimallerine ilişkin demeçlerdeki tutarsızlıklar mutlak öngörü hatasıyla bağlantılı değildir. Enflasyona dair yorumlardaki tutarsızlıkla faiz oranı öngörülerindeki hata derecesi arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Bununla beraber, enflasyon yorumlarındaki tutarsızlığı ölçen değişkenin katsayısı hayli kayda değer olduğu için, tutarsızlığın daha yüksek belirsizlik düzeylerine yol açtığına dair güçlü ipucu bulunduğu öne sürülmektedir<sup>300</sup>.

---

<sup>296</sup> Jansen, D., De Haan, J. (2009). Has ECB communication been helpful in predicting interest rate decisions? An evaluation of the early years of the Economic and Monetary Union. Applied Economics

<sup>297</sup> *ibid*

<sup>298</sup> Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2005). How should central banks communicate? ECB Working Paper 557.

<sup>299</sup> Jansen, D., De Haan, J. (2006). Look who's talking: ECB communication during the first years of EMU. International Journal of Finance and Economics, 11 (3), 219-228

<sup>300</sup> *ibid*

Tüm bu çalışmalar, farklı görüşlerin yaklaşan kararların belirsizliğini arttırdığını, görevlilerin de daha az isabetli öngörülerde bulduklarını göstermektedir. Sonuç olarak, öngörülebilirlik açısından, merkez bankası uzmanları demeçlerinin tutarlı olmasının kilit öneme sahip olduğu açıktır.

#### **1.4.3.8 AMB iletişiminin enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi**

AMB'nin temel hedefi fiyat istikrarı olduğu için, iletişiminin enflasyon beklentilerini sabit tutmaya ne ölçüde yarayabileceği önemli bir sorundur. Çünkü öngörülebilirlik ve piyasa etkisi, başarılı ve etkili iletişim için gerekli ama yetersiz koşullardır. Ayrıca, iletişim politikası orta ve uzun vadede piyasa beklentilerini tespit edip yönlendirmeyi amaçlamalıdır. AMB iletişiminin enflasyon beklentileri üzerindeki etkisini irdeleyen kısıtlı sayıdaki çalışmalarda<sup>301</sup>, iletişimin endeksli tahvillerden kaynaklanan beş yıllık enflasyon beklentileri üzerindeki etkisi incelenip iletişim tedbirleriyle enflasyon beklentileri arasında kayda değer bir bağlantının olmadığı, fiyat istikrarı risklerine ilişkin, Haziran 2003 ile Aralık 2005 (Bu dönemde AMB politika oranlarını değiştirmemiştir.) arasındaki AMB iletişiminin 2005'in ikinci yarısındaki enflasyon beklentilerini hafifçe düşürdüğüne dair bulgular ortaya konmuştur. Bu çalışmaların ortak sonuçları, AMB Başkanı Jean-Claude Trichet'nin, "iletişimin bir politika değişikliği olmadan enflasyon beklentilerini dengede tutmaya yardımcı olduğuna" dair iddiasına bir bakıma destek vermektedir. Ancak, bildirilen etki o kadar küçüktür ki bu beklentileri dengede tutmakta başka faktörlerin de önemli birer rol oynadığı açıktır. Dahası, etki yalnızca bir faiz oranı artışının daha muhtemel hale geldiği dönem için önem taşır niteliktedir. Diğer bir deyişle, iletişim en çok eylemlerle desteklenince işe yaramaktadır.

---

<sup>301</sup> Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2007b). Communication by central bank committee members: Different strategies, same effectiveness? *Journal of Money, Credit, and Banking*, 39 (2-3), 509-541. Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2007c). The timing of central bank communication. *European Journal of Political Economy*, 23 (1), 124-145. Jansen, D., De Haan, J. (2007b). The importance of being vigilant: Has ECB communication influenced Euro area inflation expectations? CESifo Working Paper 2154

Bu konudaki son çalışma, Ullrich (2008)'in AMB iletişim göstergesinin beklenen enflasyonla ilişkili olup olmadığına dair yaptığı araştırmadır<sup>302</sup>. Beklentilere ilişkin olarak çalışmada bankalardan, sigorta, yatırım ve sanayi şirketlerinden uzmanların, enflasyonun ileriki altı aydaki gelişimine yönelik niteliksel cevaplarını niceliksel enflasyon beklentilerine dönüştüren ZEW<sup>303</sup> Finans Piyasaları Testi'nden alınan veriler kullanılmıştır. Sonuçlar, AMB'nin enflasyon riskleri konusunda kaygılandığını ifade ettiği zaman, bu durumun finans piyasası uzmanlarını ileriki altı aylık dönem için enflasyon beklentilerini yeniden belirlemeye sevk ettiğini öne sürmektedir. Bu sonuç, kimi diğer çalışmalarda “İletişim arzu edilen etkiye sahip değildir.” biçiminde değerlendirilmiştir; bunların ortak savı, “AMB inandırıcı bulunsaydı, finans piyasaları AMB politikalarının enflasyonun hedeften fazla sapmamasını sağlayacağına inanırdı” şeklindedir<sup>304</sup>.

---

<sup>302</sup> Ullrich, K. (2008), Inflation expectations of experts and ECB communication. North American Journal of Economics and Finance 19, 93–108

<sup>303</sup> Avrupa Ekonomik Araştırmalar Merkezi

<sup>304</sup> *ibid*

## II. BÖLÜM

### **TCMB’NİN ENFLASYON HEDEFLEMESİ DÖNEMİNDE FİYAT İSTİKRARI PERFORMANSI VE İLETİŞİM POLİTİKASINA ANALİTİK YAKLAŞIM**

Enflasyon hedeflemesi rejimi, klasik merkez bankası iletişimi anlamında bir dönüm noktası olarak kabul edilmektedir, zira uygulamaya ilişkin ön gereklilikler ve artan oranda iletişim ihtiyacı, eskinin kapalı merkez bankası kapılarının açılmasını sağlamış, araç bağımsızlığı, şeffaflık ve hesap verebilirlik şartları da merkez bankalarının ekonomik rollerinden hiç bir şey kaybetmeden daha siyasi birer kurum haline gelmelerini sağlamıştır. Klasik demokrasilerde (ekonomik kararlar bağlamında) iktidar, muhalefet ve baskı grupları tarafından denetlenip “dizginlenirken”, günümüzde bu baskı gruplarından çok daha etkili, sorumlu ve toplumla direkt temas halinde merkez bankaları adeta birer “post-modern” baskı grubu haline gelmişlerdir. Bunda hiç kuşkusuz iletişimin ve medyanın rolü büyüktür. Özellikle ekonomik ve finansal anlamda işlerin kötüye gittiği anlarda kitleler merkez bankalarının açıklamalarını daha yakından takip etmeye başlamış, on yıl öncekiyle kıyas kabul etmez bir şekilde merkez bankası başkanları kamuoyu tarafından tanınır hale gelmişlerdir.

Enflasyon hedeflemesi ve merkez bankası iletişimi kavramları, tüm dünya merkez bankalarında olduğu gibi TCMB için de göreceli olarak yeni ön plana çıkmış çalışma sahalarıdır. 1932’deki resmi kuruluşundan 2000’li yıllara kadar bugün kabul edilen anlamda bağımsızlığa sahip olmayışı, TCMB’nin iletişim anlamında çok çaba sarf etme gereği duymamasına sebep olmuş, Banka daha çok eylemleriyle ve sık sık yaşanan krizlerdeki tutumuyla piyasalara ve ülkenin geneline mesajlarını vermiştir. Bu süreç içerisinde kullanılan ve bugünkü anlamda merkez bankası iletişiminden sayılabilecek tek enstrüman Başkan konuşmalarıdır. Üç Aylık Bülten gibi teknik yayınlar, konuyla çok yakından ilgili dar bir kesime hitap etmiş, Banka’nın resmi görüşlerinin bu tür yayınlarda yer almamasına da özen gösterilmiştir.

1990’lı yılların başından itibaren merkez bankacılığı ve para politikası süreçlerinde yaşanan dönüşüm ister istemez Banka’nın kurumsal olarak konuyla daha yakından ilgilenmesini sağlamış, düzenlenen bir dizi etkinlik ve konferanslarla merkez bankası

bağımsızlığına ilişkin oluşan gereklilikler Banka'nın üst yönetimi tarafından dillendirilmeye başlanmıştır. Bu süreçte, ilk kez Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi rejimi dünyada gitgide yayılmış, alınan başarılı sonuçlar TCMB tarafından dikkatle takip edilmiş, konuyla ilgili araştırma ve yayınlarda belirgin bir artış gözlenmiştir. 2001 yılında yaşanan krizin hemen ardından yapılan bir dizi reformun ardından TCMB'nin araç bağımsızlığına kavuşmasıyla iletişim politikasında da büyük çaplı bir dönüşüm başlamış, enflasyon hedeflemesi rejiminin önce örtülü olarak uygulanması sonra da açık olarak ilan edilmesiyle ivme kazanmıştır.

Bu bölümde, Türkiye'de öncelikle fiyat istikrarının öneminin anlaşılması ve enflasyon hedeflemesine geçiş süreci ele alınacak, sonrasında uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi gerek para politikası gerekse iletişim performansı açısından analiz edilecektir.

## **2.1. Türkiye'de Uygulanan Hedefleme Stratejileri ve Krizler: Fiyat İstikrarının Öneminin Anlaşılması**

Türkiye ekonomisinin son 40 yıllık dönüşüm süreci, makroekonomik uyum sürecinin geçirdiği aşamalara bağlı olarak birbirini izleyen büyüme ve kriz dönemleri, aynı zamanda, politika yapıcılar ve iktisadi ajanlar açısından fiyat istikrarının sürdürülebilir büyüme ve makroekonomik istikrar için temel koşul olduğunun anlaşıldığı bir süreci temsil etmektedir.

Türkiye ekonomisinde politika yapıcıların temel sorunu enflasyon bekleyişleri ve para politikasının kredibilitesi için güçlü bir nominal çapanın tesis edilememesidir. Bu çerçevede dışa açık bir ekonomide nominal çapanın tesisinde yaşanan güçlükler ve politika ortamının sınırlamalarına bağlı olarak; Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesi tercihinin oluşum süreci, aynı zamanda fiyat istikrarının neden öncelikli bir amaç olarak benimsenemediğini de ortaya koymaktadır.

## 2.1.1 Enflasyon Hedeflemesi Öncesinde Uygulanan Para Politikası Hedefleme Stratejileri

Herhangi bir politika amacına yönelik olarak hedef seçen bir merkez bankasının istediği enstrümanı seçebilme ve kullanabilme hususunda serbest olması gerektiği açıktır. Buna karşın Türkiye ekonomisinde uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme stratejileri, TCMB'nin enflasyonla mücadele edebilmek için kendi araçlarını serbestçe belirleyebildiği bir politika uygulamasından ziyade varolan makro ekonomik dengeleri koruma ve kriz dinamiğinin oluşmasını önlemek amacıyla kur istikrarı ve finansal istikrar gibi amaçların gözetildiği bir uygulama sürecine karşılık gelmektedir<sup>305</sup>.

### 2. 1.1.1 Parasal Hedefleme Stratejisi

TCMB'nin parasal hedefleme stratejisi deneyimi, daha önce ele alınan belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin büyüme oranının ara hedef seçilerek nihai politika amacı olan fiyat istikrarına (enflasyon) yönelik olarak kullanıldığı klasik bir hedefleme biçiminden ziyade 1980'li yılların ortalarından itibaren finansal piyasaların oluşturulması ve TCMB'nin asli işlevlerini kazanmaya başlaması yönünde atılan adımların bir uzantısını ifade etmektedir<sup>306</sup>.

Esas olarak TCMB, 1986-1989 döneminde gerek para arzının kontrol edilmesi gerekse faiz politikalarının etkinliğinin artırılması amacıyla banka rezervlerinin kontrolüne önem vermiş ve kendi bünyesinde daha önce değinilen para politikası araçlarının etkin kullanımına yönelik kurumsal altyapı düzenlemelerini gerçekleştirmiştir<sup>307</sup>.

---

<sup>305</sup> Mahmut Kalkan, A. N. Kıpıcı and A. T. Peker, "Leading Indicators of Inflation in Turkey", iç. Macroeconomic Analysis of Turkey:Essays on Current Issues, (Ed. M. Üçer), Ankara:TCMB, 1998, s. 18

<sup>306</sup> Hasan Ersel and L. İskenderoğlu, "Monetary Programming in Turkey", CBRT Discussion Papers No. 9006, December 1990, s. 15. Bu döneme ilişkin tartışmalar için bkz. Merkez Bankası Bilançolarının İrdelenmesi, Konferans, İstanbul Mülkiyeliler Vakfı, 5-6 Nisan 1991

<sup>307</sup> Bu dönemin ayırt edici özelliği TCMB'nin ilk kez 1986 ve ardından 1987 yılında kamuoyuna açıklamadan, öngörülen enflasyon ve büyüme hızıyla tutarlı bir biçimde M2 para arzı artış hızını hedeflemesi ve M2 ile uyumlu rezerv para ve buna bağlı olarak bilançonun net iç varlıklar (NİV) ve net dış varlıklar (NDV) kalemleri için de hedefler saptamasıdır. Ayrıca döviz tevdiat hesaplarını içeren M2Y parasal büyüklüğünün kontrolü için de münzam karşılık uygulaması ve döviz pozisyonlarına ilişkin olarak likidite oranı sınırlamaları biçiminde önlemler alınmıştır.

Ancak 1986-1989 döneminde Hazineye verilen kısa vadeli avans ve tarımsal amaçlı TCMB kredilerindeki artışlara bağlı olarak M1 ve M2 gibi parasal büyüklüklerde, likidite fazlasının finansal piyasalarda dövize aşırı talep doğurmasıyla da M2Y parasal büyüklüğünde önemli yükselişler kaydedilmiştir. Bu sebeple TCMB 1989 yılında, para arzı büyüklükleri ile bilanço arasındaki ilişkinin zayıfladığını ve yüksek enflasyonun ve enflasyonist beklentilerin yoğun olduğu bir ortamda bilanço kontrolünün daha da önem kazandığını vurgulayarak M2 gibi parasal büyüklüklerin hedeflenmesinden vazgeçmiş ve bilanço büyüklüğünü kontrol altında tutma hedefine yönelmiştir<sup>308</sup>.

Bu çerçevede TCMB'nin parasal hedefleme stratejisi deneyiminin, fiyat istikrarına yönelik bir hedefleme biçiminden ziyade 1980'li yıllarda finansal liberalizasyon süreci çerçevesinde banka-finans kesimi ve TCMB ile ilgili olarak atılan adımların ve aralarındaki ilişkilerin kurumsallaştırılması ve para politikası uygulamaları için uygun finansal istikrar ortamının sağlanması amacı dahilinde anlaşılması gerekmektedir<sup>309</sup>.

#### **2.1.1.1.1 1990 ve 1992 Yılı Para Programı Uygulamaları**

TCMB'nin, 1986 ve 1987 yılı para programlarını kamuoyuna ilan etmemesi, söz konusu programların hedefleme stratejilerinin şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi modern nosyonlarının yokluğu nedeniyle bir hedefleme stratejisi olarak değerlendirilmemesini beraberinde getirmektedir. Buna göre 1990 ve 1992 para programları kamuoyuna ilan edilmeleri nedeniyle parasal hedefleme stratejisine uygun bir çerçeve sunmaktadırlar.

Tablo 4, 1990 ve 1992 para programlarının hedef olarak belirlediği temel büyüklükleri ve bu büyüklüklere ilişkin hedef ve gerçekleşme oranlarını bir araya getirmektedir. Bu anlamda ilan edilen para programları ile ilgili üç temel karakteristiğın ortaya konması gerekmektedir:

<sup>308</sup> Ersel and İskenderoğlu, s. 14-15

<sup>309</sup> ibid, s. 14-15



**Tablo 4: TCMB Para Programları (1990 – 1992)**

	1990			1992		
	Hedef (%)	Trilyon TL	Gerçekleşme	Hedef (%)	Trilyon TL	Gerçekleşme
Bilanço Büyüklüğü	12-22	50-60	24,1	37-47	132-142	85
Toplam İç	15-25	32,5-35,5	21,6	38-48	79-85	101
Toplam İç Varlıklar	6-16	33-36	11,9	27-39	73-80	75
Merkez Bankası Parası	35-48	25-27,5	26,6	40-50	60-104	100

Kaynak: TCMB, Yıllık Rapor (1990 ve 1992)

İlk olarak, klasik parasal hedeflemeye benzer şekilde bir parasal büyüklük üzerine ara hedef konmamış bilançodan seçilen toplam iç yükümlülükler (TİY), toplam iç varlıklar (TİV) ve merkez bankası parası (MBP) kalemleri üzerine hedefler konularak toplam bilanço büyüklüğünün kontrol edilmesi amaçlanmıştır. Buna karşın hedef değişkenlerin taşıdığı açıklık ve anlaşılabilirlik riskine rağmen program kamuoyuna ilan edilmiştir. Öte yandan programın orta vadeli amacı, dış varlıkların artırılması ve iç varlıkların büyümesinin kontrol altına alınması olarak belirlenmiştir. Bir diğer deyişle, orta vade perspektifi TCMB'nin enflasyonla daha etkili bir biçimde mücadele etmeyi olanaklı kılacak bilanço esnekliğine kavuşma arzusunu simgelemektedir<sup>310</sup>.

İkinci olarak hedef değişkenlerin bilançodan seçilmesinin temel nedeni olarak yüksek enflasyon ortamında TCMB'nin ancak kendi bilançosunu ve bankacılık kesiminin bilançosunu kontrol edebileceği gösterilmiştir<sup>311</sup>.

Üçüncü olarak, para programının ilan edilmesiyle, karar alıcıların ufkunu genişletmek ve klasik bir hedeflemeye geçiş öncesi bilançonun banka-finans kesimi ve iktisadi ajanlar için anlamlı ve önem taşıyan bir araç haline getirilmesi amaçlanmıştır.

<sup>310</sup> Hasan Ersel, "Monetary policy in a Changing Financial Environment: The Recent Turkish Experience in Monetary Programming", CBRT Discussion Papers No. 9004, March 1990, s. 15

<sup>311</sup> Bu bağlamda para programı, fiyat istikrarı (enflasyon) amacına yönelik klasik ara hedeflemeye geçiş öncesi bir ara aşamayı temsil etmektedir. Bir diğer deyişle, 1986-1989 döneminde atılan adımların (ilk aşama) bir uzantısı olarak banka-finans kesimi ile TCMB arasında piyasa mekanizmasının işleyişi için gerekli kurumsal çerçeve orta vadeli bir para programı ilan edilerek (ara aşama) atılmış ve para politikası uygulamaları için uygun bir finansal istikrar ortamına (nihai aşama) kavuşmak amaçlanmıştır. Ersel and İskenderoğlu, s. 16

Böylelikle TCMB'nin bundan sonraki uygulamaları ve para piyasasında olabilecek gelişmeler bakımından kullanılacak yöntemler ve sınırlamalar ile ilgili şeffaf bir yapı elde etmek mümkündür<sup>312</sup>. Öte yandan emisyonun bilanço içindeki payının sürekli azalması ekonomide para yaratma mekanizmalarının TCMB'nin kontrolü dışına çıkmasını ve likidite yaratma gücünün emisyon yoluyla açıklanamamasına neden olmaktadır. Bu anlamda TCMB, banka-finans kesimi ile ilişkilerini düzenlemeyi ve orta vadede bilançonun aktifleri üzerinde denetim sağlayarak faizler ve kurlarda dalgalanma doğurmayacak şekilde döviz işlemleri aracılığıyla piyasanın likidite ihtiyacını karşılamayı arzulamaktadır<sup>313</sup>.

1990 para programına ilişkin hedef ve gerçekleşme değerleri programın başarılı olduğunu ortaya koymaktadır. Programın başarısında en önemli etken Toplam İç Varlıklar (TİV) için konulan hedef aralığında kalınmış olunmasıdır. TİV için konulan hedef aralığı tutturulmasına rağmen bu kalemle ilişkili olan Merkez Bankası Parası (MBP) kalemine ait hedefin alt sınırına dahi yaklaşamaması dış yükümlülüklerde bir çözülme olmaması ya da TCMB'nin yeterli miktarda döviz satamaması ile açıklanmaktadır<sup>314</sup>. Bir diğer deyişle bu durum TCMB'nin, TL'nin dış rekabet kaygılarıyla daha fazla değer kazanmasını arzulamaması ile emisyonun bilanço içindeki payını döviz işlemleriyle artırmak arasında kaldığını ortaya koymaktadır.

1991 yılında TCMB, Körfez Krizi, politik gelişmeler ve erken seçim kararına bağlı olarak oluşan belirsizlikler nedeniyle bir para programı ilan etmemiştir. Bunun yerine TCMB, TL ve döviz piyasalarında istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı amaç edinmiştir<sup>315</sup>. Hem TL hem de döviz mevduatlarındaki çekilişler ve savaşın yarattığı belirsizlik döviz kurları üzerinde baskıya neden olmuş ve TCMB rezervlerde büyük kayıp doğurmadan kur istikrarsızlığını önlemeye çalışmıştır. Ayrıca erken seçimler nedeniyle kamu finansman

---

<sup>312</sup> Bu konuda gerçekleştirilen önemli bir adım olan TCMB Vaziyeti'nden Analitik Bilanço'ya geçilmesi de para programlarının getirdiği bir yeniliktir.

<sup>313</sup> TCMB Yıllık Rapor 1993

<sup>314</sup> Aylin Özey, "TCMB Parasal Program Uygulamaları", Hazine Dergisi, Sayı 7, Temmuz 1997, s. 13

<sup>315</sup> İlhan Uludağ, Erişah Arıcan (1999), Finansal Hizmetler Ekonomisi, Piyasalar- Kurumlar- Araçlar, 1.Baskı, İstanbul, Beta Basım, s.89-93

açığının kontrolden çıkması da parasal büyüklüklerin kontrolünü mümkün kılmamıştır<sup>316</sup>.

**Tablo 5: 1990 ve 1992 Para Programlarına İlişkin Seçilmiş Ekonomik Göstergeler**

	1989	1990	1991	1992	1993
Enflasyon (TÜFE)	64,3	60,4	71,1	66,9	71,1
KKBG/GSMH	5,3	7,4	10,2	10,6	12,0
Net Kısa Vadeli Avans(milyar TL)	457	391	10.719	17.394	53.010

Kaynak: [www.dpt.gov.tr](http://www.dpt.gov.tr)

#### **2. 1.1.1.2 Finansal İstikrarın Önem Kazanması: 1993-1997 Dönemi**

1990 ve 1992 yılı para programları, klasik parasal hedeflemeye geçiş için gerekli olan finansal istikrar ortamının sağlanmasına yönelik olarak hazırlanmasına ve kamuoyuna ilan edilmesine rağmen, TCMB'nin 1993-1999 dönemi para politikası uygulamalarında esas olarak önceliğin finansal istikrar amacı olduğu ve 1998 yılına kadar hazırlanan para programlarının kamuoyuna ilan edilmediği gözlenmiştir<sup>317</sup>. Bu çerçevede, söz konusu döneme ilişkin üç alt dönemin birbirinden ayrılarak incelenmesi mümkündür:

1993-1995 yıllarını kapsayan ilk alt dönem, Nisan 1994 finansal krizini hazırlayan nedenler ve krizin ardından uygulanan para politikası çerçevesinde ele alınmaktadır. 1993 yılında TCMB'nin, yüksek enflasyon ortamının getirdiği belirsizlikler ve kamu finansman ihtiyacındaki kontrolsüz artışların parasal büyüklüklerin kontrolünü güçleştirmesi nedeniyle para programı ilan etmediği ve oluşan likidite fazlasının döviz rezervlerini azaltmasını engellemeye çalıştığı gözlenmektedir. 1994 yılının ilk çeyreğinde TL'nin %70 devalüe olması ve gecelik (overnight) faizlerin %700'lere çıkması ile yaşanan kriz<sup>318</sup>, kısa vadede enflasyonu düşürüp finansal piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı uzun vadede ise yüksek kamu açığına ve dış açığa

<sup>316</sup> Kesriyeli, s. 23

<sup>317</sup> ibid, s.30

<sup>318</sup> TCMB Verileri için bkz. [www.tcmb.gov.tr/evds](http://www.tcmb.gov.tr/evds)

kalıcı çözümler getirilmesini ve sürdürülebilir büyümeyi amaçlayan 5 Nisan 1994 İstikrar Programını ve IMF ile yapılan stand-by anlaşmasını beraberinde getirmiştir. Kriz sonrası uygulanan para politikaları açısından dört noktaya değinmek gerekmektedir:

İlk olarak, 1994 yılının sonları ve 1995 yılının ilk on ayında izlenen para politikasının öncelikli amaç olarak fiyat istikrarını benimsediği gözlenmiştir. İkinci olarak, Net Uluslar arası Rezervler (NUR) kalemi ve 1.5 Alman markı ve 1 ABD dolarından oluşan döviz kuru sepeti de para programlarında izlenen büyüklükler haline gelmiştir. Üçüncü olarak söz konusu döviz sepeti çerçevesinde, kur artışlarının öngörülen enflasyona paralel götürülerek (enflasyon kadar devalüasyon) dış rekabet gücünün korunmasının da fiyat istikrarı yanında bir politika amacı haline geldiği görülmektedir. Dördüncü nokta ise, 1995 yılından itibaren Hazine ve diğer kamu kuruluşları ile TCMB arasındaki kredi ilişkisinin düzenlenmesidir<sup>319</sup>.

1993-1999 dönemi için ikinci alt dönemi oluşturan 1996-1997 yıllarında TCMB, kamuoyuna açıklamadan kendi iç disiplini dahilinde para programları hazırlamıştır. TCMB bu dönemde, yüksek ve kronik hale gelen enflasyonun sadece kendisinin uygulayacağı anti enflasyonist politikalarla düşürülemeyeceğini açık bir biçimde kabul etmiştir. Enflasyonun yüksek seyrettiği ve belirsizliklerin fazla olduğu bir makroekonomik ortamda TCMB, reel döviz kurunun istikrarının krizlere karşı subap görevi gördüğünü ve cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliğini sağladığını ifade etmektedir<sup>320</sup>.

---

<sup>319</sup> Kriz sonrası para politikası uygulamaları, kamu kredilerindeki büyümenin piyasalara etkisini azaltmak için APİ işlemleri yoluyla para arzının kontrol altına alınmasını ve döviz piyasasına doğrudan satışlarla kuru dengelemeyi ve finansal istikrarın sağlanmasına paralel olarak döviz rezervlerinin artırılmasını içermektedir. Bu bağlamda 1211 sayılı TCMB kanununun Hazine'ye kısa vadeli avans hesabını düzenleyen 50. maddesinde Nisan 1994 itibarıyla yapılan değişiklikle, daha önce genel bütçe ödeneklerinin %15'i olarak belirlenen avans hesabı üst limitinin, bir önceki mali yıl genel bütçe ödenekleri toplamını aşan tutarının 1995 yılı için %12, 1996 yılı için %10, 1997 yılı için %6, 1998 ve izleyen yıllar için %3 olarak belirlendiği görülmüştür Fatih Özatay, *Sustainability of Fiscal Deficits, Monetary Policy, and Inflation Stabilization: The Case of Turkey*, Journal of Policy Modeling 19(6):661-681 (1997)

<sup>320</sup> Gazi Erçel, 1997 Yılı'nın İlk Yarısında Türkiye Ekonomisindeki Gelişmeler, Para Politikası ve 1997 Yılı İkinci Yarı Beklentileri, Ankara:TCMB, 19. 06. 1997, s. 4 (www. tcmb. gov. tr)

Bu anlamda TCMB, finansal istikrar amacını, piyasalarda ortaya çıkacak kısa süreli ve hızlı fiyat değışikliklerinin önlenmesi ve piyasalardaki belirsizliklerin azaltılması dahilinde tanımlamaktadır. Bunun yanında 1997 yılı para politikası uygulamaları ile ilgili olarak belirtilmesi gereken iki nokta söz konusudur. İlk nokta TCMB'nin para programı çerçevesinde %70 enflasyon oranı öngörüsüne dayalı olarak makroekonomik büyüklüklerdeki olası gelişmeleri değerlendirdiği modelin yapısını açıklaması ve her altı ayda bir enflasyon tahmini yayınlamak suretiyle para politikası uygulamalarını bu tahminler doğrultusunda yürüteceğine dair niyetini belirtmesidir<sup>321</sup>.

İkinci nokta, 30.07.1997 tarihinde Hazine ve TCMB arasında imzalanan bir protokolle, her iki kurumun para politikası ve ilgili kararları birbirine danışarak alması ve alınan kararların gerek görüldüğünde kamuoyuna duyurulmasıdır. Bu çerçevede;

- TCMB'nin 1998 yılından itibaren etkin bir para programı uygulamasını sağlamak amacıyla Hazine'nin kısa vadeli avans hesabı da dahil olmak üzere her türlü parasal ilişkisini programı bozmayacak şekilde ve TCMB'ni önceden bildirerek gerçekleştirmesi,
- TCMB'nin program uygulamasında kısa vadeli faiz oranlarını belirlemede yetkili olması ve kamu kurum ve kuruluşlarına açacağı kredilerin programı bozmayacak şekilde ve Hazine'nin bilgisi dahilinde açması,
- TCMB'nin para programını Hazine'nin katılımıyla hazırlaması ve programın yıl başında her iki kurumu da bağlayacak şekilde uygulanmaya başlayarak program gelişmelerinden kamuoyunun aylık olarak bilgilendirilmesi öngörülmüştür<sup>322</sup>.

Bu protokol, Hazine ve TCMB arasında politika uygulamaları için gerekli koordinasyon ve şeffaflığa yönelik olarak özellikle 2001 sonrasında uygulanacak politikalara ilişkin ilk adımı oluşturmaktadır.

---

<sup>321</sup> Nitekim TCMB, gerek döviz gerek Türk lirası piyasalarındaki fiyatların, ekonominin genel dengeleri ile uyum içinde gerçekleşmesini gözeterek, kısa dönemde oluşabilecek hızlı fiyat hareketlerinin önüne geçmeye çalışmıştır. Dönem boyunca döviz kurlarının enflasyon beklentileri paralelinde hareketi ve bankalar arası para piyasasındaki faiz oranlarının hareketliliğinin azaltılarak, bu faizlerin referans faiz olarak piyasalarca kabulünün sağlanması, finansal istikrar amacının uygulamadaki yansımalarıdır. Özatay, s.670

<sup>322</sup> Kamuran N. Malatyalı, "Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", DPT Çalışma Raporu, No. 1998-01, 1998, s. 63

### 2. 1.1.1.3 Dezenflasyonun Gündeme Gelmesi: 1998 Yılı Para Programı

1998 yılını, daha önceki yıllardan farklı kılan özellikler, TCMB'nin 5 yıllık bir aradan sonra hazırladığı para programını tekrar kamuoyuna ilan etmesi ve 1997 yılında enflasyonun %100'e dayanmasına bağlı olarak siyasi iradenin enflasyonla mücadele hususunda kararlı bir tavır sergilemesidir<sup>323</sup>. Bir diğer deyişle 1998 yılı, TCMB'nin tek başına uygulayacağı para politikasının maliye politikasında bir değişme olmaksızın anti-enflasyonist sonuçlar doğurmayacağı ve dezenflasyon gereğinin anlaşıldığı bir sürecin başlangıcı olarak kabul edilebilir<sup>324</sup>.

Bunun yanında TCMB kur politikasını, cari işlemler dengesinin sürdürülebilirliği ve 1998 yılı ilk yarısı için öngörülen enflasyon oranı ile tutarlı bir biçimde yürüteceğini açıklamıştır. TCMB bu anlamda, enflasyonla mücadelenin ön plana çıktığı dönemlerde kur politikasını bu amaca yönelik olarak belirlerken, enflasyonla mücadele önceliğinin azaldığı dönemlerde ise kur politikasını cari işlemler dengesini gözetten bir temele dayandırmaktadır<sup>325</sup>.

Gerek yılın ilk üç ayı (%17.3) gerekse yılın ikinci üç ayı için (%13.1) rezerv para hedef büyüklüklerine ulaşılmış ve rezerv para artışının kaynağını dış varlıklardaki artış oluşturmuştur<sup>326</sup>. Ayrıca 1997 yılında imzalanan protokol çerçevesinde Hazine'nin TCMB kaynaklarına başvurmaması ve kamu kuruluşlarına kredi kullandırılmaması ve

<sup>323</sup> Gazi Erçel, 1998 Yılı Para Politikası Uygulaması, s. 3

<sup>324</sup> TCMB'nin 1998 yılı için hazırladığı para programının amacı, 1998 yılının ilk yarısında enflasyonu yıllık %70'ler düzeyine indirmeye yönelik politika uygulamalarına katkıda bulunmaktır. Bu kapsamda para programı yıllık olarak değil, ilk üç ay, ikinci üç ay ve ikinci altı ay için açıklanmıştır. Hazırlanan para programında, daha önceki yıllardan farklı olarak hedef sadece rezerv para artış hızı için ilk üç ayda %18-20 ikinci üç ayda ise %14-16 düzeyinde belirlenmiş ve rezerv paradaki artış dış varlık artışlarına bağlanmıştır. TCMB Para Programı, 1998

<sup>325</sup> Bu uygulama TCMB'nin 1 dolar ve 1,5 marktan oluşan döviz kuru sepetini herhangi bir dalgalanmaya izin vermeksizin istikrarlı bir şekilde enflasyon doğrultusunda artırması anlamına gelmektedir. Kur politikasında istikrara önem verilmesi, piyasanın açıklanan zorunlu döviz devir kurlarının seviyesine bakarak aylık sepet artışı konusunda bilgi sahibi olmasına imkan tanımakta ve piyasalara ay içindeki beklentilerini "doğru" oluşturabilmelerine yönelik bir parametre sunulmaktadır. Bu anlamda döviz kuru sepeti ve bununla tutarlılık içinde belirlenen para piyasası faiz oranları, enflasyon bekleyişleri ve ekonominin nominal dengelerini belirleyen bilgi setini temsil etmektedir. Gazi Erçel, Merkez Bankası 1998 Yılı İlk Üç Aylık Para Programı Gerçekleşmesi ve İkinci Üç Aylık Para Programı Uygulaması, Ankara: TCMB, 01. 04. 1998, s. 6

<sup>326</sup> TCMB Verileri için bkz. [www.tcmb.gov.tr/evds](http://www.tcmb.gov.tr/evds)

API ile yapılan sterilizasyonlar NİV artışını da sınırlandırarak istikrarlı bir konjonktürün temin edilmesine katkıda bulunmuştur.

Bu çerçevede 1998 yılı ikinci altı aylık para programı için NİV hedefi -1514 trilyon TL olarak öngörülmüştür. Buna mukabil, Ağustos ayının ortalarında yaşanan Rusya krizi sonrasında uluslar arası piyasalardan borçlanamayan Hazine, fon ihtiyacını iç piyasalardan karşılama yoluna gitmiş ve TL talebinde meydana gelen artış -1514 trilyon TL'lik NİV hedefinin 699 trilyon TL olarak revize edilmesini beraberinde getirmiştir. NİV kaleminde yıl sonu gerçekleşmesi ise 579 trilyon TL olmuştur<sup>327</sup>.

Tablo 6, 1998 yılı para programı altında elde edilen sonuçları bir araya getirmenin yanı sıra Nisan 1994 krizinin ardından maliye politikasının davranışlarını da sunmaktadır. Buna göre, 1997 yılında %100'e dayanan enflasyon oranının 1998 yılında tekrar %70 platformuna oturduğu gözlenmektedir. Bu performansta, 1998 yılında izlenen maliye politikasına bağlı olarak faiz dışı fazlada elde edilen %2.1'lik düzeyin rolü olduğu açıktır.

**Tablo 6: 1995 Sonrası Para Programlarının Performansı**

	1995	1996	1997	1998	1999
Enflasyon (TÜFE)	76,0	79,8	99,1	69,7	68,8
KKBG/GSMH	5,0	8,6	7,7	9,4	15,6
İç Borç (%GSMH)	17,3	21,0	21,4	21,7	29,3
Faiz Dışı Fazla (%GSMH)	2,1	1,3	0,0	2,1	-1,9

Kaynak: [www.dpt.gov.tr](http://www.dpt.gov.tr)

Bu çerçevede TCMB'nın 1990'lı yıllarda yaşadığı parasal hedefleme deneyiminden elde edilen temel sonuçlar bağlamında ilk olarak, hazırlanan para programlarının parasal hedeflemenin klasik içeriğinden uzak olmanın yanı sıra fiyat istikrarının bir öncelik

<sup>327</sup> TCMB, Yıllık Rapor, 1998, s. 75

olarak benimsenmediği ve finansal istikrar ve kur istikrarı gibi aralarındaki çatışmaların açık olduğu amaçlara feda edildiği bir çerçeve ortaya kuduğu gözlenmektedir<sup>328</sup>.

İkinci olarak, TCMB'nin böyle bir politika ortamında enflasyon bekleyişleri ve para politikası için nominal çapa tesisi hangi strateji olursa olsun mümkün değildir. Ayrıca, TCMB politika uygulamaları ile ilgili olarak istediği araçları serbestçe kullanabilme yetkisine sahip değildir. Bunun yanında uygun politika ortamı olsa bile, özellikle 1990'lı yıllarda finansal liberalizasyon süreci ve para ikamesi olgusuna bağlı olarak TCMB'nin kontrol ettiği parasal büyüklüklerin enflasyonla ilişkisinin zayıfladığı ve paranın dolanım hızının da istikrarsız hale geldiği ortaya konulmuştur<sup>329</sup>.

### **2.1.1.2 Döviz Kuru Hedefleme Stratejisi Deneyimi**

Parasal hedefleme stratejisinden farklı olarak döviz kuru hedefleme stratejisi deneyimi, gerek enflasyon bekleyişleri gerekse politikaların kredibilitesi için daha güçlü bir nominal çapayı ve kur taahhüdüne yönelik politikalar demetini içermektedir. Nitekim döviz kuru hedefleme stratejisi, Temmuz 1998'de IMF ile imzalanan Yakın İzleme Anlaşması'nın programa bağlı ve mali destekli bir stand-by anlaşmasına dönüştürülmesi çerçevesinde yüksek ve kronik enflasyonun düşürülmesine yönelik olarak hazırlanan 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı'nın temel unsurunu oluşturmaktadır.

9 Aralık 1999 tarihinde IMF'ye sunulan niyet mektubu 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı'nın temel politika belgesini oluşturmakta ve 2000-2002 arasında uygulanacak politikaların çerçevesini çizmektedir. Buna göre programın: kamu kesiminde sıkı maliye politikası ile faiz dışı fazlanın artırılması, kamu kesimi bankacılık kesimi, sosyal güvenlik ve tarım kesiminde yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmelerin hızlandırılması, enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası izlenmesi ilk iki

---

<sup>328</sup> Bu bağlamda TCMB para programlarını politika ortamının sınırlayıcı özellikleri nedeniyle, ekonomide varolan dengeleri korumak ve kriz ortamının oluşmaması için finansal istikrar ve döviz kuru istikrarı yanında kendi bilançosunu iyileştirmeye yönelik olarak kullanmıştır.

<sup>329</sup> Hurşit Güneş, Enflasyonun Kontrolünde Alternatif Para Programı, İstanbul: İTO Yay., 1992, s. 51 ve Sübidey Togan, E. Başçı ve M. Yülek, "Türkiye'de Paranın Dolanım Hızı Fonksiyonu", III. İzmir İktisat Kongresi Mali Yapı ve Mali Piyasalar, Cilt 4 Ankara:DPT Yay., 1993, s. 59



politikanın enflasyon ve reel faizlerdeki düşüşe katkıda bulunmasını sağlamak amacıyla enflasyonun düşürülmesine odaklanmış güçlü bir kur ve para politikası olmak üzere üç temel üzerine oturtulduğu görülmektedir<sup>330</sup>.

Programın TCMB açısından en somut politika dönüşümü, 1995 sonrasında uygulanan enflasyon kadar devalüasyon şeklinde özetlenen ancak önceden açıklanmayan kur rejiminden önceden açıklanan ve enflasyon hedefine yönlendirilen kur rejimine geçilmesidir. Bunun yanında 1990'lı yıllar boyunca belirli bir kur-faiz dengesini finansal kriz çıkarmadan sürdürmeye çalışan TCMB'nin para politikası, tamamen uluslararası yatırımcıların sermaye giriş ve çıkışları şeklinde oluşan davranışlarına bırakılmıştır. Bu sayede Türkiye ekonomisinin döviz kuru hedefleme stratejisi deneyimi, dışa açık bir ekonomide nominal çapa tesis etmenin güçlüklerini açık bir biçimde ortaya koymakta ve kur ve enflasyon hedeflerinin bir arada olduğu bir politika düzleminde finansal kriz dinamiklerinin nasıl oluşacağına dair adeta laboratuvar koşulları sunmaktadır<sup>331</sup>. Buna bağlı olarak stratejinin işleyiş dinamikleri, monetizasyonun olmadığı bir ortamda bile enflasyonun artabileceğine bir çerçeve oluşturmakta ve temel kaygının neden fiyat istikrarı (enflasyon) olmadığına daha iyi anlaşılmasına imkan vermektedir.

#### **2.1.1.2.1 Hedefleme Stratejisinin Temel Karakteristikleri ve İşleyiş Süreci**

2000-2002 Enflasyonu Düşürme Programı'nın üzerine inşa edildiği döviz kuru hedefleme stratejisi, TCMB'nin izleyeceği para ve döviz kuru politikaları açısından iki temel karakteristiğe sahiptir. Bu bağlamda, söz konusu karakteristiklerin para ve döviz kuru ile ilgili gelişmelerin yerli ve yabancı iktisadi ajanlar açısından öngörülebilir

---

<sup>330</sup> Bu anlamda 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı, sadece enflasyonu düşürme hedefi ile sınırlı kalmamakta ve ekonominin yapısı ve işleyişi ile ilgili köklü politika dönüşümlerini içeren politika tercihlerini kapsamaktadır. Ayrıca program, Temmuz 1998'den günümüze IMF ile olan ilişkiler silsilesinde yeni bir dönüm noktasının da başlangıç sürecine karşılık gelmektedir. Hazine Müsteşarlığı, Enflasyonla Mücadele Programı Politika Metinleri, Cilt I, Ankara:Hazine Müs., Ocak 2000, s. ii-xii

<sup>331</sup> Yılmaz Akyüz, Korkut Boratav, *The Making of the Turkish Financial Crisis*, World Development Vol. 31, No. 9, s. 1549–1566, 2003

kılınmasıyla, enflasyon beklentilerinin yönlendirilmesi ve finansal piyasalarda belirsizliğin azaltılmasını temin etmesi amaçlanmıştır<sup>332</sup>.

İlk karakteristik, döviz kuru için belirlenen taahhüt mekanizmasını oluşturmakta ve iki ana takvim dönemine bağlanmaktadır. İlk dönem 18 aylık süreci içermekte ve TCMB tarafından uygulanan kur politikası enflasyon hedefine yönelik günlük kur uygulaması esasına dayanmaktadır<sup>333</sup>.

İkinci alt dönemde, Temmuz 2001- Aralık 2002 tarihleri arasında merkez parite etrafında simetrik olarak genişleyen bant sistemine geçileceği taahhüt edilmiştir. Bu band her yıl bir ucundan diğer ucuna %15 puanlık bir oranda genişleyecek ve bandın toplam genişliği Aralık 2001 sonunda %7.5'e Haziran 2002'de %15'e Aralık 2002'de ise %22.5'e çıkartılacaktır. Bu uygulamada sepet kuru artış hızının belirlenen band değeri içinde hareket etmesi sağlanacak kurun band değeri içindeki hareketine müdahale edilmeyecektir. Kurun bandın alt ve üst sınırlarını zorlaması durumunda ise döviz piyasasına müdahale edilecek ve kur yeniden band içine çekilecektir<sup>334</sup>.

Hedefleme stratejisinin ikinci karakteristiği, ilan edilen kur taahhüdünü likidite kontrolü ile desteklemek amacıyla TCMB'nin önceden açıkladığı fiyatlarla kendisine getirilen tüm döviz satın alması, dolayısıyla piyasaya döviz karşılığı TL vermesidir. Bu çerçevede TCMB bilançosunda para tabanının değişimi sadece NDV kalemindeki değişim ile sınırlandırılmış ve NİV kalemine üst limit hedefleri konulmuş ayrıca bankacılık sisteminin likidite taleplerinin karşılanabilmesi için zorunlu karşılık oranları azaltılmıştır<sup>335</sup>.

---

<sup>332</sup> ibid, s.1555

<sup>333</sup> 1 ABD Doları+0.77 Euro olarak takip edilen kur sepeti artış oranı günlük bazda 1 yıllık süreyi kapsayacak şekilde açıklanmış ve tüm işlemler önceden belirlenmiş değerler üzerinden yapılmıştır. Bu kapsamda, kur sepeti artış oranları yıllık %20 oranında hedeflenen TEFİ artış oranına göre ayarlanmış ve günlük değerleri ilan edilmiştir. Ayrıca günlük döviz kuru sepeti ayarlamalarının da her ay içerisinde sabit kalması öngörülmüştür Ferya Kadioğlu, Z. Kotan ve G. Şahinbeyoğlu, "Kura Dayalı İstikrar Programı Uygulaması ve Ödemeler Dengesi Gelişmeleri:Türkiye 2000", TCMB Tartışma Tebliği No. 51, Temmuz 2001, s. 4

<sup>334</sup> Yeldan, s. 166-167

<sup>335</sup> NİV kalemi, dini bayram dönemleri hariç, performans kriteri olarak belirlenen maksimum değeri merkez alan ve bir önceki üç ayın sonundaki para tabanı büyüklüğünün %5'i oranındaki alt ve üst limitler dahilinde değişebilecektir ibid, s.167

Stratejinin önemli bir özelliği, döviz kurunu nominal çapa olarak kullanmanın yerli paranın değerlendirilmesi suretiyle dış ticaret dengesinde doğuracağı bozucu etkileri önlemek amacıyla, en başta bir çıkış stratejisine yer vermesidir. Kur taahhüdünden çıkışın önceden belirlenmesinin banka-finans kesiminin denetim ve gözetim sürecinin yeniden yapılandırılması ve bilançolarının daha sağlıklı bir yapıya kavuşturulmasına da imkan vereceği düşünülmektedir. Ancak kur taahhüdünden sağlıklı bir çıkış olabilmesi kendi içinde bir riske de zemin hazırlamaktadır. Zira strateji, enflasyon yeteri kadar süratle düşürülemezse ve önceden belirlenmiş kur seyri ile enflasyon arasında anlamlı bir fark oluştuğu derecede, iktisadi ajanların banda geçiş ile birlikte önemli oranda bir devalüasyon oluşacağı beklentisiyle hareket ederek banda geçiş öncesinde TL'ye yönelik bir spekülasyon atakta bulunmaları riskini taşımaktadır<sup>336</sup>.

#### 2.1.1.2.2 Krizlere Giden Yol

Stratejinin dizaynında politika yapıcıların önemli bir beklentisi de, kur taahhüdü ile enflasyonist süreçte döviz kurundan kaynaklanan belirsizliklerin ortadan kalkması ve risk priminin azalmasıyla nominal faiz oranlarının düşmesi ve daha çok dış kaynak girişleriyle sürdürülebilir bir büyüme ortamının tesis edileceğidir. Nitekim TCMB'nin uygulayacağı para politikası para tabanındaki artışların NDV artışlarına bağlanmasıyla söz konusu beklenti üzerine kurulmuştur.

Esas olarak TCMB analitik bilançosu, Para tabanı = NİV + NDV eşitliğine indirgenebilir<sup>337</sup>. Eşitlik itibarıyla, NİV sınırlanmış olduğundan para tabanının genişlemesi ancak NDV artışlarıyla mümkündür. Ancak analitik bilanço açısından para tabanının genişlemesi sadece TCMB'ye dış yükümlülük doğurmayacak şekilde gelen döviz girişlerine bağlıdır<sup>338</sup>. Bu durum TCMB'nin yarı para kurulu gibi hareket etmesi anlamına gelmekte ve para politikası doğrudan doğruya dış kaynak girişlerine bağlanmaktadır. Döviz girişleri TCMB'nin sterilizasyon yapmayacağı anlamına

<sup>336</sup> Yılmaz Akyüz ve Korkut Boratav, "Türkiye'de Finansal Krizin Oluşumu", İktisat İşletme ve Finans, Sayı: 197, Ağustos 2002, s. 26

<sup>337</sup> TCMB Analitik Bilançosu açıklamaları için bkz. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

<sup>338</sup> Bu haliyle TCMB'nin bankacılık sistemine döviz borçlanarak ya da IMF kredisi kullanarak değil ancak kendisine dış yükümlülük doğurmayacak biçimde, bankalardan döviz satın alarak para tabanını genişletmesi mümkündür.

geldiğinden dış kaynak girişi sürdüğü müddetçe para tabanı artışlarının faiz oranlarını düşüreceği ve iç dengenin sürdürülebilirliği açısından da bir rahatlama olacağı umulmaktadır. Nitekim bu amaçla NUR üzerine taban sınır getirilerek dış borçlanmanın vade riskini asgaride tutmak amacıyla kısa vadeli borç stoğuna tavan konulmuştur<sup>339</sup>.

2000 yılında yaşanan gelişmeler de, özellikle II.çeyrekteen itibaren enflasyon oranlarının belirgin bir biçimde azaldığı ve DİBS ortalama faiz oranlarının stratejinin açıklanmasının hemen ardından hızlı bir düşüş süreci içerisine girdiği görülmektedir. Faiz oranlarında ortaya çıkan keskin düşüş, tüketici kredilerindeki genişleme ile önceki yıllarda ertelenen tüketim harcamalarının artmasını ve gelecek tüketimin öne alınmasına bağlı olarak özellikle dayanıklı tüketim ve otomobil satışlarını artırmıştır. Buna mukabil, ilk çeyrekteen itibaren değerlenmeye başlayan kurun ithal malları görel olarak ucuz kılması düşük faiz oranları ile birleşerek büyümenin ithalat artışları ile sağlandığını ortaya koymaktadır<sup>340</sup>. Bu bağlamda enflasyon performansının hedefin altında kalmasında düşen faiz oranları ve TL'nin değerlenmesi ile artan iç talep baskısının etkili olduğu vurgulanmaktadır<sup>341</sup>. Bu çerçevede TCMB'nin Kasım 2000'e kadar para kurulu benzeri işlevini başarılı bir biçimde sürdürdüğü ve para tabanındaki artışların NDV artışlarına bağlı olarak gerçekleştiği gözlenmektedir.

## **2.2. Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerinin Değerlendirilmesi**

Buraya kadar incelenen hedefleme stratejilerinin temel özellikleri Tablo 7'de özetlenmektedir. Bu tür istikrar programlarının genel özellikleri itibariyle her ülkede aynı sonucu vermeleri imkansızdır. Buradan hareketle, bu kısımda programları altyapıları oluşturulmadan uygulayan Türkiye'nin asıl sorununun makroekonomik politika ortamının yapısından kaynaklandığını açık bir biçimde ortaya koyan Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri irdelenecektir.

---

<sup>339</sup> Yeldan, s. 168

<sup>340</sup> Nitekim, ithalattaki artışa bağlı olarak cari işlemler açığının ilk iki çeyrekte hızla arttığı turizm ve bavul ticaretindeki artışa rağmen IV. çeyrekte -%5.6 düzeyine ulaştığı gözlenmektedir. Ayrıca, TEFE enflasyon oranının yıl sonu itibariyle %32.7 düzeyinde gerçekleşmesi, stratejinin TEFE için öngördüğü %20'lik artışa uygun bir biçimde değer kaybeden döviz kuru sepet değerinin düşük kalmasıyla TL'nin aşırı değerlenmesine neden olmuştur. Kadioğlu vd., s. 8

<sup>341</sup> Yeldan, s. 173

**Tablo 7: İstikrar Programlarının Gözleme Dayanan Temel Özellikleri**

<b>Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı</b>	<b>Parasal Büyüklüklere Dayalı İstikrar Programı</b>
Enflasyonun devalüasyon oranına aşamalı olarak yaklaşması	Enflasyonun para arzının artış hızına aşamalı olarak yaklaşması
Ülke parasının reel olarak değer kazanması	Ülke parasının reel olarak değer kazanması
Ticaret dengesinde ve cari işlemlerde bozulma	Ticaret dengesi ve cari işlemlerde belirgin bir değişiklik olmaması
Reel faaliyetlerde (reel özel tüketim ve reel GSYİH) önce bir artış sonra da azalma gözlemlenmesi	Başlangıçta ekonomik faaliyetlerde bir daralma olması
Yurtiçi reel faiz oranlarının tepkisinin belirsiz olması	Yurtiçi reel faiz oranlarında başlangıçta bir artış olması

Kaynak: Calvo, Guillermo A., ve Carlos A. Végh, 1994, "Inflation Stabilization and Nominal Anchors," *Contemporary Economic Policy*, Cilt: 12, sayfa. 35-45

### **2.2.1 Kasım 2000: Pasif Para Politikası ve Likidite Krizi**

Esas olarak "Enflasyonu Düşürme Programı" adı altında uygulanmasına ve enflasyon için belirli hedefler ortaya koymasına rağmen, 10 aylık bir uygulama sürecinin ardından yaşanan likidite krizi, stratejinin kurgusu itibarıyla temel kaygısının enflasyon hedefi olmadığına işaret etmektedir. Bu anlamda Kasım 2000 kriz sürecinin anlaşılması döviz kuru hedefleme stratejisinin asıl amacının ortaya konulmasına imkan vermektedir.

Gerek gecelik faiz oranlarındaki yükselişin gerekse döviz rezervlerinde meydana gelen kayıpların "aniden" ortaya çıkması, stratejinin öngördüğü dış kaynak girişlerinde bir diğer deyişle sermaye hareketlerinde yaşanan "ani" bir duruşun etkilerini çağrıştırmaktadır. Kasım 2000 krizine geliş süreci ile ortaya konan göstergeler, sermaye hareketlerinde 2000 yılının ortasından itibaren gözlenen azalışların nedenleri üzerinde durulmasını beraberinde getirmektedir. Esas olarak, Kasım ayında yaşanan hızlı sermaye çıkışının kökeni ile ilgili olarak temel tartışma, çeşitli tetikleyici unsurların etkisi varolmakla birlikte, bankacılık sektörünün içerdiği kırılmalıklar ile spekülasyon pozisyonuna sahip dış yatırımcıların 2000 yılı ortalarından itibaren portföy tercihlerindeki değişim arasında yapılmaktadır<sup>342</sup>.

<sup>342</sup> Türkiye ekonomisinin Kasım 2000 ve Şubat 2001 kriz sürecinin açıklanmasında, krizin hangi modeller ile daha iyi açıklanabileceği tartışılmaktadır. Esas olarak krizin her üç nesil modelin dinamiklerinden

Bu çerçevede, sermaye hareketlerinde 2000 yılı ortasından itibaren yaşanan azalışın ve Kasım ayındaki ani duruşun kökeninde dış yatırımcıların portföy tercihlerindeki değişmeye bağlı olarak karlarını realize etmeleri yatmaktadır. Bu bağlamda devalüasyon oranının belirli olduğu bir ortamda dış yatırımcılar için gelecekte faizlerin düşeceği beklentisi sermaye kazancı anlamına gelir ve sermaye girişlerine yol açarak cari faizleri düşürür. Öte yandan faizlerin daha fazla düşmeyeceği düşünülüyorsa pozisyonların satılarak oluşan sermaye kazancının realize edilmesine bağlı olarak sermaye çıkışı ve cari faizde yükselme gerçekleşir<sup>343</sup>.

Stratejinin uygulanmaya başlamasından itibaren döviz kuru riskindeki düşüş hem faiz oranlarını düşürmüş hem de Hazine'nin daha düşük maliyetle borçlanmasına imkan tanımıştır. Ancak faiz oranlarındaki aşırı düşme (undershooting) spekülasyon finansal arbitraj olanaklarını ortadan kaldırmış ve faizlerin daha fazla düşmeyeceğini gören dış yatırımcıların karlarını realize etmesiyle sermaye çıkışı yaşanmıştır.

Stratejinin kendi içsel kurgusu gereği para kurulu benzeri işlev gören bir merkez bankasının varlığında yaşanan sermaye çıkışı bir likidite krizinin doğmasını beraberinde getirmiştir. Nitekim, sermaye çıkışına bağlı olarak yükselen faiz oranları, faizlerin düşeceği beklentisiyle DİBS'nin finansmanını çok kısa vade ve yüksek maliyetler ile sağlayan bankaların likidite ihtiyacını artırmış ancak NİV kriteri nedeniyle elleri bağlı olan TCMB, söz konusu likiditeyi sisteme verememiştir<sup>344</sup>. Bu durum TCMB'nin NİV kuralını ihlal ederek son borç verici mercii olarak piyasaya likidite vermek ile kur taahhüdünü savunmak amacıyla kurala bağlı kalarak ülkenin finansal krize

---

belirli unsurları taşıdığı gözlenmesine karşın F. Özatay ve G. Sak, F. G. Özkan, C. E. Alper, M. H. Berument ve N. K. Malatyalı krizi banka-finans kesiminin kırılma yapısı ile açıklamakta, E. Uygur ve M. Paya, krizin oluşumunda rol oynayan farklı faktörleri bir arada değerlendirmektedir. Buna mukabil, Y. Akyüz ve K. Boratav, N. K. Ekinci ve K. Ertürk krizi sermaye hareketlerinde gözlenen tersine dönüş sürecini merkeze alarak açıklamaktadır. Özatay and Sak, s. 28, F. G. Özkan, "Currency and Financial Crisis in Turkey 2000-2001:Bad Fundamentals or Bad Luck?", The World Economy, vol. 28 No. 4 April 2005, C. E. Alper, M. H. Berument and N. K. Malatyalı, "The Impact of Disinflation Programme on the Structure of Turkish Banking Sector: Evidence from 1988-99", iç. Inflation and Disinflation in Turkey, s. 167, Uygur, "Krizden Krize...", s. 18-19, M. Paya, "2001 Krizi Öncesi ve Sonrası: Makroekonomik ve Mali Bir Değerlendirme", iç. Küreselleşme Emek Süreçleri ve Yapısal Uyum, (Ed. A. Alpay Dikmen), 7. Ulusal Sosyal Bilimler Kongresi, TSBD, Ankara:İmaj Yay., 2002, s. 27, Akyüz ve Boratav, s. 29-30, Ekinci and Ertürk, s. 13

<sup>343</sup> Ekinci and Ertürk, 12

<sup>344</sup> Yeldan, s. 190 ve G. Gökkent, C. Moslares and R. A. Saenz, "Failure of Exchange Rate-Based Stabilization Plan in Turkey", Eastern European Economics, Vol. 41 No. 1, January-February 2003, s. 60

sürüklenmesi arasında bir açmaz ile karşılaşmasını beraberinde getirmiştir. Kasım 2000'in son haftasında TCMB piyasaya APİ kanalıyla 3.9 katrilyon TL likidite vermesine rağmen sağlanan likidite döviz talebi olarak geri dönmüş, 6.1 milyar \$ tutarında döviz satılmış ve hem NİV tavan değeri aşılmış hem de NUR taban değerinin altına inilmiştir. Bunun sonucunda TCMB, 30 Kasım itibariyle piyasayı fonlamaktan vazgeçerek, para politikasının eski haliyle uygulanacağını, NİV kaleminin söz konusu gün itibariyle ait olduğu seviyede sabitleneceğini ve likiditenin sadece döviz karşılığı yaratılacağını açıklamıştır<sup>345</sup>.

Kasım 2000'de yaşanan likidite krizi TCMB'nin pasif para politikası nedeniyle, sermaye giriş ya da çıkışlarına müdahale edememesi ve aşırı faiz düşüşlerine seyirci kalması yanında son borç verici mercii olma işlevini görememesini beraberinde getirmiştir. Bununla beraber, borçlanma dinamiklerinin sermaye girişlerine bağlanması ile politika yapıcılarının aşırı faiz düşüşlerine seyirci kalması, stratejinin kurgusunda temel kaygının enflasyon hedefine ulaşmaktan ziyade borcun sürdürülmesi olduğuna işaret etmektedir.

### **2.2.2 Şubat 2001 Finansal Krizinin Dinamikleri**

Kasım 2000 krizinden Şubat 2001 finansal krizine kadar geçen süre, Türkiye ekonomisinde politika ortamının gösterdiği mali baskınlık dinamikleri yanında finansal baskınlık dinamiklerinin de gün ışığına çıktığı bir süreci içermektedir. Bu sebeple 2001 yılı sonrasına ışık tutması amacıyla söz konusu sürecin ortaya koyduğu makroekonomik yapının daha geniş bir zaman dilimi perspektifinden ele alınması gerekmektedir.

Kasım 2000 krizi sonucunda faiz oranlarının önemli ölçüde yükselmesi, yüklü miktarda gecelik borçlanma ihtiyaçları olan kamu bankalarıyla Tasarruf mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesindeki bankaların mali yapılarını ciddi bir biçimde bozmuştur. Kasım krizi öncesinde bile kamu bankaları ve fon bankaları likidite ihtiyaçlarını diğer bankalardan ve TCMB'den karşılamış ve TL likiditesinin bankalar arasında eşit

---

<sup>345</sup> Kadioğlu vd., s. 11

olmayan dağılımı faiz oranlarının hem düzeyini hem de oynaklığını artırarak kur taahhüdünün ve TL likidite yönetiminin etkinliğini azaltmıştır<sup>346</sup>. Dolayısıyla piyasa faiz oranları TCMB'nin likidite yönetim stratejisi yerine bankaların likidite ihtiyaçları doğrultusunda belirlenmektedir<sup>347</sup>.

Bankacılık sisteminin gösterdiği kırılma yapı yanında, Kasım 2000 krizinin ardından hedefleme stratejisinin geleceği açısından temel sorun Kasım 2000 krizinin ardından temel sorun, faizlerin düzeyi ile döviz kuru sepetindeki değer kaybı arasındaki uyumsuzluktur. TL'nin 2001 yılı için yıllık değer kaybı %12 olarak ilan edilmesine rağmen Hazine Ocak ayı boyunca %57 'lik faiz oranının altında borçlanamamıştır. Bu durum açık bir biçimde iç borçlanma için sürdürülemez bir dinamiğe işaret etmekte bir diğer deyişle faiz oranlarının döviz kuru sepetinin değer kaybı düzeyine düşmesini ya da kur taahhüdünden vazgeçilmesini gerektirmektedir<sup>348</sup>.

Nitekim, finansal krizi tetikleyici unsur olarak 19 Şubat'ta yapılan Milli Güvenlik Kurulu toplantısının ardından TL'nin ciddi bir spekülasyon atakla karşı karşıya kaldığı gözlenmiştir. TCMB, 1 gün valörlü 7.6 milyar\$'lık döviz talebi karşısında kur taahhüdünü savunmak amacıyla likiditeyi kısmasına rağmen aşırı günlük likidite ihtiyacı içinde olan kamu bankaları nedeniyle ödemeler sistemi kilitlenmiştir<sup>349</sup>.

Rezerv azalışları ve faizlerdeki yükselişin stratejinin mevcut haliyle yürütülmesini imkansız kılması nedeniyle 21 Şubat günü kur taahhüdünden vazgeçilmiş ve döviz kurlarının dalgalanmaya bırakılması kararlaştırılmış ve döviz kuru hedefleme stratejisi ve 2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı sona ermiştir<sup>350</sup>.

---

<sup>346</sup> Ayrıca kamu bankaları ile fon bankaları yüksek likidite gereksinimleri nedeniyle diğer özel bankalara nazaran daha yüksek mevduat faizi vermeye başlamıştır. Bu durum söz konusu bankaların bankalar arası para piyasasındaki borçlanma oranlarına da açık bir biçimde yansımıştır. Örneğin, kriz sırasında bir kamu bankasının borçlanma faiz oranı %850 iken aynı faiz oranı diğer bir kamu bankası için %2.200'dür.

<sup>347</sup> Süreyya Serdengeçti, "Şubat 2001 Krizi Üzerine Düşünceler:Merkez Bankası Bakış Açısından Çıkarılacak Dersler", VI. ODTÜ Ekonomi Konferansı Açılış Konuşması, Ankara:TCMB, s. 9

<sup>348</sup> Özatay and Sak, s. 26

<sup>349</sup> 20 Şubat itibariyle gecelik faiz oranları %2.058, 21 Şubat itibariyle ise %4.019 düzeyine fırlamış ve TCMB döviz rezervleri 20 Şubat itibariye 26.7 milyar\$ düzeyinden 21 Şubat itibariyle 23.2 milyar\$'a gerilemiştir TCMB Verileri için bkz. [www.tcmb.gov.tr/evds](http://www.tcmb.gov.tr/evds)

<sup>350</sup> TCMB, Basın Duyurusu, Sayı:8, 22. 02. 2001 ([www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr), Erişim:23. 02. 2001)



Bunun yanında, 2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programı'nın hemen başında 5 bankanın TMSF'ye devri, programın uygulanma aşamasında BDDK'nın 31 Ağustos 2000 tarihinde faaliyete başlamasıyla başlayan sürecin ardından yaşanan gelişmeler ve 27 Ekim 2000'de iki bankanın daha TMSF'ye devri ve Kasım 2000 krizinin ardından Demirbank'a el konulması, banka-finans kesiminde daha fazla batık kurumun olduğu yönündeki algılamaları güçlendirmiştir. Bu bağlamda Kasım 2000 krizinin ardından bankacılık sektörüne yeniden güveni sağlamak için mevduat sahiplerinin yanında yabancı kreditorlere de garantiler sağlanması ahlaki zafiyet doğurmuş ve olası bir kriz neticesinde beklenen bütçe açıklarının yükselmesine neden olarak Şubat 2001 krizinin FTPL yaklaşımına uygun bir çerçeve sunmasını beraberinde getirmiştir<sup>351</sup>.

Banka-finans kesiminin 1990'lı yıllardaki temel faaliyet alanı, reel sektöre yatırım finansmanı için kredi vermekten ziyade, yüksek reel faiz ile döviz kurundaki değer kaybı arasında doğan spekülasyon arbitraj imkanının uyardığı sermaye girişleri aracılığıyla kamu açıklarının finansmanı için gerekli kaynağı Hazine'ye kullandırmaktır. Bununla beraber, kur uyumsuzluğu yanında vade uyumsuzluğu da bankacılık sisteminin yapısal karakteristiklerindedir. Öte yandan sistem içinde risk birikimleri açısından kamu ve özel bankalar arasında ve özel bankaların kendi içinde farklılıklar söz konusudur. Bu anlamda Şubat 2001 krizinde kamu bankaları için yüksek faiz riski söz konusu iken özel bankalar döviz kuru riski ile karşı karşıya kalmışlardır<sup>352</sup>.

Risk yapılarındaki bu farklılık, Türkiye ekonomisinde siyasal tercihlerin bir yansıması olarak toplumun belirli kesimlerine yönelik harcamaların bütçe dışı işlemler aracılığıyla yapılmasından kaynaklanmaktadır. Bu anlamda siyasal iktidarların destekleme alımları, düşük faizli kredi, sübvansiyon gibi biçimlerde yapmış oldukları harcamalar,

---

<sup>351</sup> Yüksek enflasyon ortamı ve bankaların ulusal para cinsinden uzun vadeli borçlanamamaları, açık pozisyonun bankacılık sisteminin karakteristik özelliği olmasını beraberinde getirmektedir. Nitekim, özellikle Eylül 2000 itibariyle bilanço döviz açık pozisyon değerinin 20.9 milyar\$'a ulaştığı ve döviz varlıklarının döviz yükümlülüklerine oranının da 1995'ten bu yana en düşük seviyesini gördüğü gözlenmektedir. Buna mukabil, açık pozisyonda gözlenen artışa rağmen likit döviz varlıklarının yükümlülüklerle oranı tam tersi bir yönde seyir izlemekte ve sistemin kur, faiz ve likidite riskini artırarak sermaye hareketlerindeki ani duruşlara karşı kırılgan olmasını beraberinde getirmektedir. Akyüz ve Boratav, s. 32 ve Jerome Creel and G. Kamber, "Debt, Deficits and Inflation on the Road to the EU: The Case of Turkey", Revue de l'OFCE, Special Issue, April 2004, s. 172

<sup>352</sup> Özatay and Sak, ps. 15-16

parlamentoya sunulan bütçede gösterilmemekte, kamu bankaları ya da KİT'lerin bütçeleri içerisine "görev zararı" adı altında gizlenmektedir. Ayrıca hükümetlerin kamu bankalarına olan bu borçları DİBS'ne bağlanmadığından iç borçlar arasında yer almamıştır<sup>353</sup>.

Esas olarak Şubat 2001 krizinde, bankacılık sektörünün borçları önemli ölçüde kesinleşmeyen kamu borçlarını ifade ettiğinden piyasa katılımcılarının gelecekteki açıkların en azından bir kısmının monetizasyon yoluyla kapanacağı yönündeki beklentileri önemli bir rol oynamıştır. Buna mukabil, 2001 yılından sonra uygulanan politikalar borç stoğunu monetizasyon yoluyla değil; FTPL yaklaşımının açıklamaları doğrultusunda, faiz dışı fazla hedefiyle eritmeyi öngörmekte ve 2001 sonrasında uygulanacak maliye politikaları açısından bir davranış değişikliğine karşılık gelmektedir. Bu anlamda Türkiye ekonomisinin 2001 yılında %8.5'lik küçülme sonucunda ciddi bir borç deflasyonu yaşadığı gözlenmektedir<sup>354</sup>.

### **2.3. TCMB'nin Araç Bağımsızlığına Kavuşması ve Enflasyon Hedeflemesi**

#### **Stratejisinin Benimsenme Süreci**

##### **2.3.1 Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı**

Genel stratejisi Nisan 2001'de açıklanan ve 15 Mayıs 2001'de uygulanmaya başlanan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın (GEGP) temel amacı, "kur rejiminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak ve eşanlı olarak bu duruma bir daha geri dönülmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmak" şeklinde açıklanmıştır<sup>355</sup>.

<sup>353</sup> M. Ferhat Emil ve H. Hakan Yılmaz, Kamu Borcu Nasıl Oluşturdu? Bu Noktaya Nasıl Gelindi?, Ankara:TESEV, Aralık 2004, s. 32

<sup>354</sup> Akyüz ve Boratav, s. 37 ve Creel and Kamber, s. 172. Bu sebeple B. Eichengreen, krizden sonra borç deflasyonu olgusuna bağlı olarak Türkiye ekonomisinde genişlemeci mali daralma hipotezine uygun bir büyüme sürecinin yaşanmayacağını vurgulamıştır. Barry Eichengreen, "Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey?", Background Paper for the World Bank's Global Development Finance, 2002, s. 1

<sup>355</sup> Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı(GEGP) s. 2  
(www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/eko\_program/program.pdf, Erişim: 25. 08. 2001)

Ana felsefesi itibariyle GEGP, esas olarak 1980 yılında başlayan Türkiye ekonomisinin dünya ekonomisi ile bütünleşme sürecinde devlet – ekonomi ve toplum arasındaki ilişkilerde bir yeniden yapılanmayı ve Türkiye ekonomisinin sermaye birikim rejiminde köklü dönüşümleri öngörmektedir. Bu çerçevede, 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı'nın kamu kesimi reformu, bankacılık kesimi, sosyal güvenlik, özelleştirme ve tarım kesimine yönelik yapısal nitelikli dönüşümler ve enflasyon hedefi ile uyumlu gelirler politikası yanında döviz kuru hedefleme stratejisine dayandığı hatırlandığında, GEGP'nin ilk iki politika alanını muhafaza ederken, üçüncü uygulamayı Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerine yol açan temel nedenlerden bir olarak görüp terk etmiş ve esnek-dalgalı kur rejimini benimsemiştir<sup>356</sup>. Nitekim GEGP, Türkiye ekonomisinin kriz-istikrarsızlık-büyüme üçgeninde sıkışıp kalmasını “sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin oluşması ve başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıklı yapının ve diğer yapısal sorunların kalıcı bir biçimde kavuşturulamamış olması”na bağlamaktadır. Bu kapsamda programın öngördüğü temel düzenlemeler şunlardır:

- Bankacılık kesiminde kamu ve TMSF bünyesindeki bankalar başta olmak üzere hızlı ve kapsamlı bir yeniden yapılandırmaya bağlı olarak ve finansal piyasaların etkin bir biçimde işlemesiyle bankacılık sektörü ile reel sektör arasında sağlıklı bir ilişkinin yeniden kurulması,
- Kamu finansman dengesini bir daha bozulmayacak biçimde güçlendirerek, kamu kesiminde önemli miktarda faiz dışı fazla verilmesi ve kamu kesiminin kaynak tahsisi sürecinde şeffaflık ve hesap verebilirliğin sağlanması ve yolsuzlukla mücadelede etkin bir sistem oluşturulması için gerekli yasal düzenlemelerin yapılması
- TCMB kanununu, fiyat istikrarı temel amaç olarak belirlenecek ve Banka'ya enstrüman bağımsızlığı temin edecek şekilde değiştirmek
- Enflasyonla mücadelede aktif bir para politikası uygulamak ve şartlar sağlandığında enflasyon hedeflemesine geçmek
- Enflasyon hedefiyle uyumlu bir gelirler politikası izlemek<sup>357</sup>

<sup>356</sup> BSB, Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Üzerine Değerlendirmeler, s. 8-9

<sup>357</sup> Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı için bkz. [www.hazine.gov.tr](http://www.hazine.gov.tr)

Bu çerçevede GEGP, 2000 yılında %3.8 olarak gerçekleşen faiz dışı fazlanın %5.5'e çıkartılmasını ve kamu borç stoğundaki artışın kontrol altında tutulabilmesi için faiz dışı harcamalarda azami tasarruf ve disiplin öngörmektedir. Bunun yanında 2001 yılı sonunda TEFE için %57.6 TÜFE için ise %52.5'lik bir enflasyon hedefi benimsenmiştir<sup>358</sup>.

Bu durumda ilk kez GEGP tarafından açık bir biçimde ifade edilen enflasyon hedeflemesi tercihi<sup>359</sup>, TCMB bünyesinde yapılan zihin jimnastikleri hariç, bir seçimin değil kriz koşullarının getirdiği sürecin bir ürünü olarak karşımıza çıkmaktadır. Enflasyon hedeflemesi tercihinde rol oynayan temel faktör, bu yönüyle, enflasyon bekleyişleri için yeni bir nominal çapa tesis etme amacı yanında sabit kur rejiminin ardından esnek-dalgalı kur rejimine geçilmesidir.

Öte yandan GEGP'nin öngördüğü düzenlemeler ve para ve maliye politikaları için ortaya koyduğu çerçeve, enflasyon hedeflemesinin uygulanması için gerekli stratejik unsurların temin edilmesine yönelik uygulamaları içermektedir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesini, derin bir finansal krizin ardından sermaye birikimi rejiminde köklü bir değişimi öngören politikalar demetinin bir parçası olarak algılamak gerekmektedir.

Bu durum aynı zamanda, diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi, Türkiye ekonomisi için de, enflasyon hedeflemesinin talepkar bir strateji olarak

---

<sup>358</sup> Hazine Müsteşarlığı, Enflasyonla Mücadele Programı Politika Metinleri, s. Xii. Esas olarak GEGP öncesine kadar TCMB'nin bir para politikası hedefleme stratejisi olarak enflasyon hedeflemesini benimseyeceği yönünde açık bir beyana ya da resmi politika dokümanına rastlanmamakla birlikte, 09.12.1999 tarihinde IMF'ye verilen niyet mektubununun 34. maddesi, döviz kuru hedefleme stratejisinin ikinci alt döneminde merkez parite etrafında "aşamalı olarak genişleyen band uygulamaya konuldukça tamamen döviz kuru üzerine oturmuş bir para politikasından enflasyon hedefine ulaşmak için daha fazla esnekliğe izin veren bir para politikasına aşamalı geçişi sağlamak üzere NİV politikasına daha fazla esneklik tanınacağını" ortaya koyarak enflasyon hedeflemesinin bir alternatif olduğunu ima etmektedir

<sup>359</sup> Gazi Erçel, "Türk Ekonomisindeki Son Gelişmeler ve Para Politikasına İlişkin Beklentiler", Konuşmalar 2000, Ankara:TCMB, 2001, s. 99. Benzer şekilde dönemin TCMB Başkanı tarafından 13.09.2000 tarihinde yapılan bir konuşmada, döviz kuru hedefleme stratejisinin ardından para politikası için yeni aşamanın 2003 yılı başlarında gündeme geleceği vurgulanarak, TCMB'nin "yeni hedef seçimini, dalgalı döviz kurlarının ışığında, bir parasal büyüklük ve/veya doğrudan enflasyon hedeflemesi yönünde kullanacağı" ve başarılı ülke uygulamaları dikkate alındığında "enflasyon hedeflemesinin ciddi bir seçim olarak ortaya çıktığı ve şimdiden test edilmeye başlandığı" ifade edilmektedir

değerlendirilmesi gerektiğini ve bir hedefleme stratejisinin teknik doğası ötesinde içeriğe sahip olduğunu ortaya koymaktadır.

### **2.3.2 TCMB'nin Kriz Sonrası İzlediği Strateji ve Eleştiriler Karşısındaki Tutumu**

TCMB'nin, Şubat 2001 krizini, kırılğan bir banka-finans kesiminin varlığında döviz kuru hedefleme stratejisinin kendi doğasına uygun işleyiş dinamikleri çerçevesinde açıkladığı gözlenmektedir<sup>360</sup>. TCMB'nin Şubat 2001 finansal kriznin ardından uygulamaya koyduğu para politikası çerçevesi ağırlıklı olarak kısa vadede finansal istikrarı sağlamak ve dalgalanmaya bırakılan döviz kurlarının enflasyonist etkisini en aza indirmek şeklinde belirlenmiştir. Bunun yanında TCMB'nin bağımsızlığını elde etmesine paralel olarak orta vadede fiyat istikrarı amacının belirgin hale gelmesi ve 2002 yılı başında da bu amaca uygun bir para politikası çerçevesi çizilmesi planlanmaktadır<sup>361</sup>.

İç borç takası operasyonu hazine bonoları daha uzun vadeli sabit ve değişken faizli tahvillerin ABD dolarına endeksli ve TL cinsinden oluşan bir paketle takasını içermektedir. Bu operasyon sonucunda toplam kamu iç borç stoğu 36.5 katrilyon TL'den 122.2 katrilyon TL'ye yükselmiştir.2000 yılında ağırlıklı olarak sabit getirili senetler ve değişken faizli senetlerden oluşan iç borç stoğu 2001 yılında ağırlıklı olarak değişken faizli ve döviz/dövizde endeksli senetlerden oluşmuştur<sup>362</sup>. Bir diğer deyişle

<sup>360</sup> Süreyya Serdengeçti, "Şubat 2001 Krizi Üzerine....", s. 3-4. Bununla birlikte Kasım 2000 ve Şubat 2001 kriz döneminde TCMB'na piyasalara yeterli likidite vermediği, APİ aracılığıyla bazı bankaları fonlayarak döviz almalarına olanak tanıdığı ve bazı bankalara TL. 'ye sahip olmadıkları halde döviz satarak ülkenin rezervlerinin kaybedilmesine neden olduğu yönünde eleştiriler getirilmiştir. TCMB bu eleştirilere, hedefleme stratejisinin tipine göre likidite stratejisinin değiştiğini ve imkansız üçleme hipotezi çerçevesinde faiz ve kurları aynı anda kontrol edemeyeceğini bir bilgi notu ile açıklayarak teknik bir dille karşılık vermiştir. TCMB, Kasım 2000 ve Şubat 2001 Krizlerindeki TCMB Likidite Yönetimi ve Döviz İşlemlerine İlişkin Bilgi Notu, 31. 07. 2003(www. tcmb. gov. tr, Erişim:01. 08. 2003)

<sup>361</sup> 2001 yılı para politikasının çerçevesini, kamu bankaları ve TMSF'ye devredilen bankalar için yapılan likidite destek operasyonu sonucunda ortaya çıkan likidite fazlasının geri çekilerek hiper enflasyonun önlenmesi ve Haziran 2001 ortasında kamu borçlarının çevrilememe riskini azaltmak, faiz oranlarının düşmesini kolaylaştırmak ve bankaların açık döviz pozisyonlarını kapatmalarına yardım etmek amacıyla iç borç takası operasyonları belirlemiştir.TCMB, 2001 Yılı Para Politikası Raporu, 15. 05. 2001, s. 20

<sup>362</sup> TCMB, Yıllık Rapor, 2001, s. 43

krizin maliyetini kamu kesimi tarafından üstlenilmiş ve iç borç stoğu faiz ve döviz kurundaki değişmelere karşı kırılğan bir yapıya bürünmüştür.

### **2.3.3 Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Öncesi Kurumsal ve Teknik Hazırlıklar**

Örtük enflasyon hedeflemesi ile çerçevesi çizilen aşamalı dezenflasyon süreci, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği için özellikle TCMB bünyesinde gerekli kurumsal ve teknik hazırlıkların yapılmasını da içermektedir. Bu süreç, stratejinin gerektirdiği yasal – kurumsal düzenlemeler yanında TCMB'nin modern bir merkez bankası hüviyetine büründüğü ve enflasyon hedeflemesinin gerektirdiği kurumsal ve teknik yeterliliğe kavuştuğu bir çerçeve ortaya koymaktadır.

#### **2.3.3.1 Fiyat İstikrarı Amacının Benimsenmesi**

14.0.1970 tarihli ve 1211 sayılı TCMB kanununda, GEGP çerçevesinde öngörülen düzenlemelere bağlı olarak 25.04.2001 tarihinde kabul edilen 4651 sayılı “TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile enflasyon hedeflemesinin temel çekirdeğini oluşturan yasal ve kurumsal düzenlemeler yapılmıştır<sup>363</sup>.

Buna göre 4651 sayılı Kanunun, TCMB'nin Temel Görev ve Yetkileri'ni düzenleyen kısmına ait Madde 4'te “*Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır*” ifadesiyle TCMB'nin nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğu yasal hükme bağlanmıştır. Öte yandan böyle bir düzenleme biçimi, aynı zamanda Maastricht Anlaşması'nın 105. maddesi ve AMB'nin temel amacını düzenleyen 2. madde ile de uyum göstermekte<sup>364</sup> ve TCMB'nin katı bir hedefleme biçiminden ziyade esnek enflasyon hedeflemesi izlemesine de temel teşkil etmektedir.

---

<sup>363</sup> Madde 4'ün devamında yer alan paragrafta ise, “*Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler*” ifadesiyle TCMB'nin uygulayacağı para politikasının fiyat istikrarı ile çelişmediği müddetçe Hükümetlerin toplumsal refahı ve üretimi ve istihdamı artırıcı politikalarına destek vereceği belirtilmiştir. Kuşkusuz fiyat istikrarının sürdürülebilir büyüme ve istihdam için vazgeçilmez bir koşul olduğu hatırlandığında, Hükümetin politikaları ile TCMB'nin amacı arasındaki çatışma zaman tutarsızlığına yol açan politikalar uygulanmasında söz konusu olabilecektir. T.C. Başbakanlık, TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun Tasarısı, 14. 04. 2001.

<sup>364</sup> ECB, The Monetary Policy of the ECB, s. 10

4651 sayılı Kanun, fiyat istikrarı amacı yanında, 4. maddenin g bendinde yer alan bir ifade ile finansal istikrar amacına yönelik bir düzenlemeye de yer vermektedir. Buna göre TCMB'nin görev ve yetkileri arasında “*Finansal sistemde istikrarı sağlayıcı ve para ve döviz piyasaları ile ilgili düzenleyici tedbirleri almak*” da sayılmıştır. Bu bağlamda TCMB, finansal istikrarı fiyat istikrarına ilişkin politikaların etkin yürütülebilmesi için gerekli destekleyici amaç olarak görmekte ve finansal istikrarı temel amacıyla çelişmemek kaydıyla diğer sorumlu kurumlar ile birlikte gözeticeğini belirtmektedir<sup>365</sup>.

Örtük enflasyon hedeflemesinin ilk aşamalarında, Şubat 2001 krizinin de etkisiyle ekonominin küçülmesi ve artan işsizliğe bağlı olarak TCMB'nin izlediği politikalara yoğun eleştiriler söz konusu olmuştur. Esasen bu süreçte TCMB'nin temel sıkıntısı, aşamalı dezenflasyon ve kredibilitenin inşası sürecinin bir uzantısı ve politika ortamının sınırlamalarına bağlı olarak enflasyon hedeflemesini esnek bir uygulama biçiminde yürütememesidir. Ancak, ülke deneyimleri hatırlandığında, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin optimal para politikalarını enflasyon hedeflemesini esnek bir biçimde uygulayarak oluşturduklarını belirtmek gerekmektedir. Nitekim TCMB'nin, özellikle 2004 yılının ardından kamuoyu ve iktisadi ajanlarla paylaştığı politika belgelerinde sürdürülebilir büyüme ve istihdam üzerinde önemle durması esnek bir hedefleme biçimi için uygun bir perspektif ortaya koymaktadır.

### **2.3.3.2 TCMB'nin Enstrüman Bağımsızlığı ve Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi**

TCMB'nin bağımsızlığını salt 4651 sayılı Kanun'da yapılan bir değişikliğin sonucu olarak değerlendirmekten ziyade 1980'li yıllardan ortalarından bu yana piyasa altyapısının kurulması, para programları, Hazine ile ilişkiler çerçevesinde atılan adımların bir uzantısı olarak ele almak gerekmektedir. Ancak bu süreç, yasal düzenlemeler ile bağımsızlık yolunda kazanım elde etmekten ziyade politika ortamının sınırlamaları sebebiyle uygulamada TCMB'yi bağımlı kılarak para politikası için

---

<sup>365</sup> Nitekim TCMB'nin 2001 ve 2002 yılı likidite yönetimi politikalarının fiyat istikrarı ile çelişmemek kaydıyla finansal istikrarı da gözeticek şekilde düzenlendiği gözlenmiştir. TCMB, “2004Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi”, s. 7

önemli olanın uygulamada bağımsızlık olduğunu ortaya koymuştur. Nitekim bu durum enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya çalışıldığı bir politika ortamı için de geçerlidir ve önemli politika yansımalarını beraberinde getirmektedir.

4651 sayılı Kanununun 4.Maddesinde belirtildiği haliyle TCMB, “fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler” ifadesiyle enstrüman bağımsız kılınmıştır. 4.Maddenin II. kısmına ait c bendi ile III.kısımına ait c bendi: “Banka, fiyat istikrarını sağlamak amacıyla bu Kanunda belirtilen para politikası araçlarını kullanmaya, uygun bulacağı diğer para politikası araçlarını da doğrudan belirlemeye ve uygulamaya yetkilidir... Banka, bu Kanun ile kendisine verilen görev ve yetkileri, kendi sorumluluğu altında bağımsız olarak yerine getirir ve kullanır” ifadeleriyle TCMB’nin fiyat istikrarı amacı doğrultusunda istediği politika aracını seçme serbestisine sahip olduğunu belirterek enstrüman bağımsızlığını güçlendirmiş ve kısa vadeli faizler TCMB’nin temel politika enstrümanı olarak belirlenmiştir<sup>366</sup>. Bunun yanında 4. maddenin II. kısmına ait b bendi, enflasyon hedefinin belirlenmesinde TCMB ile Hükümet arasındaki ilişkiyi ortaya koymakta ve amaç bağımsızlığının sınırlarını çizmektedir. Buna göre, “Banka, Hükümetle birlikte enflasyon hedefini tespit eder, buna uyumlu olarak para politikasını belirler. Banka, para politikasının uygulanmasında tek yetkili ve sorumludur”.

4651 sayılı Kanunun getirdiği bir diğer değişiklik, geçmiş politika uygulamalarından elde edilen deneyimler ışığında TCMB ile Hazine arasındaki ilişkileri düzenlemektedir. Buna göre Kanununun APİ ile ilgili 52. Maddesi ve Banka’nın Yapamayacağı İşlemler ile ilgili 56. Maddesi uyarınca TCMB, “Açık piyasa işlemleri, yalnızca para politikası amaçları için yürütülür ve Hazineye, kamu kurum ve kuruluşları ile diğer kurum ve kuruluşlara kredi amacıyla yapılamaz... Banka, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans veremez ve kredi açamaz, Hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarının ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alamaz. Banka, bu Kanunla yetki verilen işlemler dışında avans veremez ve kredi açamaz, vereceği avans ve açacağı kredi

<sup>366</sup> Böylelikle TCMB, siyasi otoritenin kısa vadeli politika amaçları karşısında orta – uzun vadede fiyat istikrarının arkasında durarak toplumun refahını maksimize edecek bir politika izleme bağımsızlığına kavuşmaktadır.



*teminatsız veya karşılıksız olamaz, her ne şekilde olursa olsun kefil olamaz ve doğrudan kendisi ile ilgili işlemler dışında teminat veremez”* hükümleri getirilmiştir. Böylece Maastricht Anlaşması'nın 104. ve AMB'nin statüsünü düzenleyen 21.1 maddesi ile de uyum sağlanmıştır<sup>367</sup>. Buradan hareketle, Kasım 2001'den itibaren geçerli olmak üzere kamuya kredi açılmayacağı ve birincil piyasadan DİBS alınmayacağı da yasal düzenlemelerle güvence altına alınmıştır<sup>368</sup>.

Bunun yanı sıra, 4651 sayılı Kanun'un 25.maddesi, TCMB Başkanı'nın görev süresini 1211 sayılı Kanun'da yer alan şekli ile Bakanlar Kurulu kararıyla atanmak suretiyle 5 yıl olarak korumuştur. Ayrıca madde 29 uyarınca Başkan Yardımcılarının “*Başkanın önerisi üzerine müşterek kararla atanmaları*” öngörülmüş ve Başkan Yardımcılarının görev süreleri 3 yıldan 5 yıla çıkarılmıştır. 1211 sayılı Kanun'da yer alan Başkanın görev süresi dolmadan görevden alınamayacağı hükmü 4651 sayılı Kanun ile Başkan yardımcıları için de getirilmiş ve görev süreleri 5 yıla çıkarılmıştır. Bu düzenlemeler ile Maastricht Anlaşması'nın 108. ve AMB'nin statüsünü düzenleyen 14.madde ile de uyumlu bir biçimde politika uygulamalarının devamlılığı teminat altına alınmıştır<sup>369</sup>.

TCMB yasasında yapılan bu değişiklikler para politikasının ilk defa bu kadar enflasyona odaklı hale gelmesini temsil etmektedir. Buna karşın, aşamalı dezenflasyon sürecinin başlamasından itibaren gerek kamuoyunun gerekse seçilmiş politika yapımcıların henüz TCMB'nin bağımsızlığı hususunu yeterince kavrayamadıkları açık bir biçimde gözlenmiştir. Gerek toplumun belirli menfaat grupları gerekse siyasi otoritenin temsilcileri TCMB'nin gerek sadece enflasyona odaklı politikaları gerekse döviz kuruna ilişkin politika çerçevesi ile ilgili önemli eleştirilerde bulunmaktadır<sup>370</sup>. Kuşkusuz para ve maliye politikalarının koordinasyonu ve kredibilitesi açısından Türkiye gibi uluslar arası piyasalarda risk primi yüksek bir ülkede, politikalara ilişkin yaklaşımların “haber

---

<sup>367</sup> ECB, The Monetary Policy of the ECB, s. 53

<sup>368</sup> Serdengeçti, 72. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması, s. 16

<sup>369</sup> ECB, The Monetary Policy of the ECB, s. 66

<sup>370</sup> Oktar Türel, “Döviz Kuru, Cari Açık ve Reel Ekonomi”, Tartışmalı Toplantı No. 2004/3, TEK, 2004, s. 4-5

etkileri” kur ve faiz oranlarında önemli dalgalanmalar yaratabilmekte ve bu durum TCMB tarafından da vurgulanmaktadır.

Ancak fiyat istikrarı amacına yönelik olarak TCMB ne kadar bağımsız olsa da reel sektörün durumu ve döviz kurunun seyrinin dikkatle izlenmesi gerekmekte ve uygulanan politikaların içeriği ve sonuçlarının şeffaflık çerçevesinde kamuoyu ve iktisadi ajanlarla paylaşılması gerekmektedir. TCMB’nin “ben sadece enflasyona bakar ve kararımı öyle veririm, kur ya da reel sektör beni ilgilendirmez” şeklinde bir yaklaşımının kabul edilmesi mümkün değildir<sup>371</sup>. Bu sebeple özellikle dezenflasyon sürecinin ilk aşamalarında TCMB’nin politikaları ile ilgili açıklığı sağladığını söylemek güçtür. Şubat 2001 krizinin en çok yıprattığı kurumun TCMB olduğu hatırlandığında, Banka’nın daha dikkatli olması ve ekonominin farklı kesimleri ile sağlıklı diyalog kurması gerektiği açıktır.

### **2.3.3.3 Para Politikası Karar Alma Sürecinde Yapılan Değişiklikler**

Örtük enflasyon hedeflemesine geçiş, TCMB’nin para politikası karar alma sürecinin kurumsal çerçevesi ve kısa vadeli faiz oranlarının değiştirilmesine ilişkin prosedürü oluşturmasını da beraberinde getirmiştir. Bu çerçevede, diğer ülke deneyimlerine benzer bir biçimde, faiz oranlarının ayarlanmasına ilişkin karar 4651 sayılı Kanunun 22. Maddesi uyarınca Para Politikası Kurulu tarafından alınmaktadır. Buna göre Para Politikası Kurulu:

- “- Fiyat istikrarını sağlamak amacıyla para politikası ilke ve stratejilerinin belirlenmesi,*
- Para politikası stratejisi çerçevesinde Hükümetle birlikte enflasyon hedefinin belirlenmesi,*
- Para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibarıyla raporlar hazırlayarak Hükümetin ve belirleyeceği esaslar doğrultusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi,*

---

<sup>371</sup> Ercan Uygur, “Kriz: Nereden Nereye?”, İktisat İşletme ve Finans, Sayı:194, Mayıs 2002, s. 63

- *Hükümetle birlikte Türk Lirasının iç ve dış değerini korumak için gerekli tedbirlerin alınması ve yabancı paralar ile altın karşısındaki muadeletini tespit etmeye yönelik kur rejiminin belirlenmesi”*

ile görevli ve yetkili kılınmıştır. Aynı madde Kurul üyelerinin sayısı, kimlerden oluşacağı ve atanma usüllerini de düzenlemektedir. Buna göre:

*“Para Politikası Kurulu, Başkan (Guvernör)ın başkanlığı altında, Başkan (Guvernör) Yardımcıları, Banka Meclisince üyeleri arasından seçilecek bir üye ve Başkan (Guvernör)ın önerisi üzerine müşterek kararla atanacak bir üyeden oluşur. Hazine Müsteşarı veya belirleyeceği Müsteşar Yardımcısı toplantılara oy hakkı olmaksızın katılabilir. Başkanlık (Guvernörlük), Başkan (Guvernör) Yardımcılığı ve Banka Meclisi üyeliği görevi sona erenlerin Para Politikası Kurulu üyeliği de sona erer.Müşterek kararla atanacak üyenin para politikası konusunda çalışmalarının bulunması ve ekonomi, işletme, bankacılık ve finans alanlarından birinde akademik unvana sahip, görevi ile ilgili alanda en az 10 yıl çalışmış, yeterli bilgi ve tecrübeye sahip olması gerekir. Bu üyenin görev süresi beş yıldır.”<sup>372</sup>*

Öte yandan 4651 sayılı Kanun, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik ilke ve strateji seçimi ile Hükümetle birlikte enflasyon hedefini belirleme yetkisini Kurul’a verirken 22. maddenin a bendi ile “Para politikası stratejisi ve enflasyon hedefi doğrultusunda uygulanabilecek para politikasına ve kullanılacak para politikası araçlarına ilişkin kararların alınması” yetkisini –operasyonel yetkiyi temsil etmektedir-Banka Meclisine bırakmıştır. Bu kapsamda Kurul tarafından belirlenen ilke ve stratejilerin Banka Meclisi tarafından uygulamaya geçirilmesi için alınan kararlar Banka Meclisi’nin bilgisine sunulmaktadır.

---

<sup>372</sup> Bu düzenleme bir yandan faiz oranı kararlarını siyasi etkilerden uzak bir karar alma sürecine bağlarken diğer yandan Banka dışından bir profesyonelin de karar alma sürecine katılımını içermektedir. Ayrıca Kurul, para politikası raporları yanında enflasyon raporunun hazırlanmasından da sorumlu organı teşkil etmektedir. Öte yandan Hazine temsilcisinin oy hakkı olmaksızın toplantılara katılması, maliye politikası ile koordinasyona yönelik bir temel oluşturmaktadır.

TCMB'nin temel politika enstrümanı bünyesindeki Bankalararası Para Piyasası ve İMKB repo-ters repo pazarında uygulamakta olduğu kısa vadeli faiz oranlarıdır. Halihazırdaki uygulamada TCMB, kısa vadeli faiz oranı kararlarını Başkanlık tarafından enflasyon beklentileri ve enflasyon hedefi doğrultusunda geleceğe yönelik enflasyon görünümüne bakarak almaktadır. Kısa vadeli faiz oranları önceden duyurulmaksızın herhangi bir iş günü değiştirilebilmekte ve değişikliğe gidildiği anda yeni oranları belirten ve faiz kararının alt yapısını oluşturan bir açıklama yapılmakta ve iki karar arasında faizlerin sabit kaldığı dönemlerde ise faizlere ilişkin doğrudan bir açıklama yapılmamaktadır<sup>373</sup>.

TCMB, faiz oranı kararlarına ilişkin varolan asimetriyi, tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçişe yönelik bir adım olarak Ocak 2005'te değiştirerek karar alma sürecinin yapısı ve zamanlaması ile ilgili olarak yeni bir uygulamayı başlatmıştır<sup>374</sup>. Buna göre:

- Ocak 2005'ten itibaren Para Politikası Kurulu enflasyondaki ve ekonomideki gelişmeleri değerlendirmek üzere düzenli olarak her ayın 8'inde saat 15:00'de, ayın 8'i tatil gününe denk gelmesi durumunda ise takip eden iş gününde aynı saatte Başkan'ın başkanlığında toplanacaktır.
- Olağan toplantı gündeminde, enflasyon eğilimi ile iç ve dış piyasa gelişmeleri değerlendirilecektir. İlgili birimler gelişmeler hakkında hazırladıkları raporları Kurul'a sunarak analiz ve görüşlerini tartışmaya açacaktır. Hazine Müsteşarlığı ise maliye politikası ve borçlanma stratejisi ile ilgili son gelişmeleri özetleyecektir.
- Bu aşamada faiz kararı Kurul toplantısındaki değerlendirmeler de dikkate alınarak toplantıyı takip eden iş gününün sabahı saat 09.00'da ilan edilecektir. İki karar arasında kalan bir aylık süreçte bir gelişme ortaya çıkmadığı takdirde kısa vadeli faizler sabit tutulacaktır. Karar ne olursa olsun faizler değiştirilmese dahi iki gün içinde faizleri değiştirmeme kararının gerekçesi niteliğinde olan ve TCMB'nin ekonominin genel görünümüne dair değerlendirmelerini içeren bir

<sup>373</sup> TCMB Resmi Web Sitesi [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

<sup>374</sup> TCMB, "2005Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi", s. 5

açıklama yapılacak, her ay yayımlanan “Enflasyon ve Görünüm” başlıklı basın duyurusu bu açıklamanın içinde yer alacaktır.

- 2006 yılı başına kadar nihai faiz kararlarının alınması sürecinde Kurul tavsiye eden bir konumda olacak, 2006 yılından itibaren ise faiz oranı kararları Kurul’da oylama ile alınacak ve toplantı özeti yayımlanacaktır. Ayrıca üç ayda bir yayımlanan Para Politikası Raporu’nun yerini alacak Enflasyon Raporu’nda enflasyon tahminleri niceliksel olarak açıklanacaktır<sup>375</sup>.

Para politikası karar alma sürecine ilişkin bu çerçevede TCMB’nin tam donanımlı enflasyon hedeflemesine 2006 yılı başında geçme yönündeki kararlılığını ve stratejinin şeffaflık unsurunun bazı gelişmekte olan ülke uygulamalarının da ötesinde aktif bir biçimde kullanılacağını ortaya koymuştur<sup>376</sup>.

#### **2. 3.3.4 Şeffaflık-İletişim Prosedürleri ve Hesap Verebilirlik Konusundaki Gelişmeler**

TCMB’nin tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçişe yönelik olarak para politikası karar alma sürecini daha şeffaf kılmasının ötesinde, şeffaflık ve hesap verebilirliğin birbirini güçlendirecek şekilde 4651 sayılı Kanun ile düzenlendiği gözlenmektedir.

Buna göre 42. Madde, “*Banka, para politikası hedefleri ve uygulamalarına ilişkin dönemsel raporlar hazırlar ve kamuoyuna duyurur. Raporların hangi dönemler itibarıyla hazırlanacağı, kapsamı ve açıklanma usulü Bankaca belirlenir*” ifadesiyle genel olarak uygulanacak politikaların şeffaf olması gerekliliğini hükme bağlamıştır. Bunun yanında 22. Madde Para Politikası Kurulu’nun görevleri arasında “*Para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibarıyla raporlar hazırlayarak Hükümetin ve belirleyeceği esaslar doğrultusunda kamuoyunun bilgilendirilmesi*” ni de saymakta ve “*Para Politikası Kurulu, ilan edeceği hususları ve bunların ilan şeklini belirler. Para Politikası Kurulunca Resmi Gazetede ilanı*

<sup>375</sup> *ibid*, s.8

<sup>376</sup> Bu bağlamda TCMB, özellikle finansal piyasalar için son derece önemli olan faiz oranı kararlarının zamanlaması ile ilgili asimetriyi ortadan kaldırarak para politikası ile ilgili gelişmeleri daha öngörülebilir bir yapıya kavuşturmayı arzulamıştır.

*istenilecek hususlar gecikmeksizin ilan edilir” hükmü ile para politikası karar alma süreci ile ilgili şeffaflığa yer vermektedir.*

4651 sayılı Kanun, şeffaflık ve hesap verebilirliği ayrıca 42. Madde çerçevesinde “*Özel Denetim ve Kamuoyunun Aydınlatılması*” adı altında da düzenlemektedir. Buna göre hesap verebilirlik “*Başkan (Governör) tarafından, Banka faaliyetleri ile uygulanmış ve uygulanacak olan para politikası hakkında her yıl nisan ve ekim aylarında Bakanlar Kuruluna rapor sunulur. Banka, faaliyetlerine ilişkin olarak, yılda iki defa Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonunu bilgilendirir*” şeklinde hükme bağlanarak diğer ülke deneyimlerine uygun bir çerçeveye oturtulmuştur. Bunun yanında 42. Madde enflasyon hedefinden sapmalar söz konusu olduğunda “*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*” hükmü ile sapmaların hesap verme sürecini ortaya koymaktadır.

Şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkeleri çerçevesinde TCMB’nin hesapları iç denetimden ve bağımsız denetim kurumları tarafından yürütülen dış denetimden geçmektedir. İç denetim 15. Madde uyarınca Banka Meclisi’nce verilen Yıllık Raporu ve Denetleme Kurulu raporunu incelemek, Banka’nın bilanço kar ve zararını incelemek ve karara bağlamak suretiyle Genel Kurul tarafından yapılmaktadır<sup>377</sup>. Banka Denetleme Kurulu ayrıca tüm işlem ve hesapları denetleyerek görüşlerini Banka Meclisi’ne yazılı olarak bildirdiği gibi, bir kopyasını da Başbakanlığa vermektedir<sup>378</sup>. Dış denetim ise Banka’nın mali tablolarının kendi personeli olmayan ve Banka’yla organik bir bağı bulunmayan bağımsız denetim kuruluşlarınca denetlenmesi suretiyle yapılmaktadır. Ayrıca TCMB, çalışmalarını ve politikalarını amacına uygun bir biçimde yürüttüğüne

---

<sup>377</sup> TCMB Resmi web sitesi [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

<sup>378</sup> Bunların yanında Kanun Banka’nın görevleri gereği Hazine ile olan yakın işbirliği dikkate alınarak, 42 Madde çerçevesinde Başbakan’a Banka’nın işlem ve hesapları ile ilgili özel bir denetim yetkisi vermektedir. Başbakan bu yetkisini Başbakanlık Teftiş Kurulu aracılığı ile yürütmektedir. TCMB Resmi web sitesi [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

olan inancın en üst seviyeye çıkarılabilmesi için risklerin önceden belirlenerek tedbir alınmasına imkan tanıyan risk temelli denetimi bünyesinde geliştirmektedir<sup>379</sup>.

Tüm bunların yanında TCMB, şeffaflığa yönelik iletişim prosedürlerini web sitesi aracılığıyla ve çeşitli yayınlar üzerinden kullanmaktadır. İlki Kasım 2001’de olmak üzere çeyrek dönemler itibariyle yayınlanan Para Politikası Raporu, ilki Şubat 2002’de olmak üzere aylık olarak yayınlanan Enflasyon ve Görünüm Raporu yanında Başkan’ın yapmış olduğu konuşmalar ve Temel Politika Metinlerine web sitesinde de yer verilmekte ve bilanço kalemleri ve döviz piyasasına yapılan müdahalelerin içeriği ve gerekçesi basın duyuruları yoluyla kamuoyuna sunulmaktadır. Bu konuda önemli bir yenilik TCMB’nin Elektronik Veri Dağıtım Sistemi (EVDS) aracılığıyla web sitesi üzerinden bilançoya ve makroekonomik verilere zaman serisi olarak ister grafik ister veri şeklinde ulaşılabilmesidir<sup>380</sup>.

Burada belirtilmesi gereken önemli bir nokta TCMB’nin özellikle Para Politikası Raporları ve Enflasyon Raporları’nı şeffaflık yanında, yeni stratejiyi kamuoyuna tanıtmaya ve Türkiye ekonomisinin işleyiş süreci ile ilgili bilgi verme aracı olarak kullanmasıdır. Bu raporlarda, TCMB zaman zaman mevcut iktisat literatüründen alıntılar yoluyla bazen de diğer ülke deneyimlerine atıfta bulunarak çeşitli kavram ve görüşlerin kamuoyuna aktarılmasında bir misyonu yüklenmiş görünmektedir.

### **2.3.3.5. Operasyonel ve Teknik Altyapı**

TCMB, 2002 yılı başında açık enflasyon hedeflemesine geçiş hazırlıkları ve örtük enflasyon hedeflemesi altında kısa vadeli faiz oranlarının belirlenmesine yönelik olarak para politikası operasyonel çerçevesinde önemli değişikliklere gitmiştir. Operasyonel çerçeveye ilişkin düzenlemelerin amacı, para politikası ve likidite yönetiminin

---

<sup>379</sup> Süreyya Serdengeçti, 71. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması, Ankara, 01. 04. 2004, s. 21

<sup>380</sup> TCMB reel kesime yönelik olarak İktisadi Yönelim Anketi ve Reel Kesim Güven Endeksi ve finansal piyasalara yönelik olarak Beklenti Anketi yanında Bileşik Öncü Göstergeler Endeksi, Sektör Bilançoları, Uluslararası Rezervler ve Döviz Likiditesi, Üç Aylık Bülten, Aylık Ekonomik Gelişmeler Bülteni, Reel Efektif Döviz Kuru, Ödemeler Dengesi Raporu gibi yayınlar ile makroekonomik gelişmelerin seyri ve enflasyon beklentileri ile ilgili veri ve istatistikleri kamuoyu ile paylaşmaktadır.

etkinleştirilmesine yönelik olarak TCMB'nin Bankalar arası Para Piyasası ve Döviz Efektif Piyasaları'nda aracılık fonksiyonunun sona erdirilmesini kapsamaktadır. Ancak aracılık fonksiyonunun sona erdirilmesi bankaların bu piyasalar kanalıyla ulaşma imkanı buldukları TL ve döviz likiditesi miktarında herhangi bir sınırlamaya yol açmayacak ve bankaların mevcut borç alabilme limitleri korunacaktır<sup>381</sup>.

TCMB, bu düzenlemeler ile olası bir şok sonucunda bankacılık sisteminin genel likidite ihtiyacını karşılamak suretiyle kısa vadeli faiz oranlarının aşırı dalgalanmasının önüne geçerek “son borç verici mercii” fonksiyonunu etkin bir biçimde oynamayı arzulamaktadır. Bu bağlamda döviz kuru hedefleme stratejisi deneyiminden alınan dersleri, politika uygulamalarına yansıtılmış ve sistemik bir sorun olmadan gerekli tedbirleri alabilme olanağına kavuşmuştur<sup>382</sup>.

Bunun yanında TCMB, 2005 yılı başından itibaren piyasalarda oluşması beklenen likidite sıkışıklığının arttığı bir aşamada İMKB repo-ters repo pazarındaki işlemlerine önceden duyurarak son vereceğini ve likidite yönetimini kendi bünyesinde yapacağını açıklamıştır. Ancak geç likidite penceresi ve gün içi limit ve repo ihalesi uygulamaları ile sistemin likidite ihtiyacını sağlamaya devam edeceğini belirtmiştir<sup>383</sup>.

Operasyonel çerçeve yanında TCMB, kamuoyuna ayrıntıları açıklanmasa da raporlama ve ekonomik veri tabanının güçlendirilmesi, enflasyon tahmin sisteminin geliştirilmesi ve üç aylık çekirdek bir makroekonomik modelin oluşturulması hazırlıklarını tamamlamıştır. Bunun yanında TCMB, değişen makroekonomik ilişkiler dahilinde modelin sürekli geliştirilmesini öngörmektedir. Bu sebeple TCMB'nin enflasyon,

---

<sup>381</sup> Ayrıca TCMB, yeni bir likidite imkanı olarak “geç likidite penceresi” uygulamasıyla bankaları teminat karşılığında limitsiz olarak fonlayacağını belirterek gün içinde oluşan geçici likidite ihtiyacının karşılanabilmesi amacıyla bankaların mevcut limitleri dahilinde gün sonunda ödenmek üzere Gün İçi Limit uygulamasına geçmiştir. Bunun yanında uzun süre piyasaların artı TL rezervi ile açılması beklenmekle birlikte, süreç içerisinde oluşabilecek likidite ihtiyaçlarını gün içi repo ihaleleriyle sağlayacağını açıklamıştır. TCMB, “2002Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler”, s. 10

<sup>382</sup> Nitekim 11 Eylül 2001'de ABD'de ve Kasım 2003'te İstanbul'da yaşanan terör olayları sonrasında faizlerin aşırı dalgalanmasının önlenmesi ve ödemeler sisteminin sağlıklı çalışmasına yönelik alınan önlemler etkinliğini açıkça göstermiştir.

<sup>383</sup> Böylelikle, likiditenin bankalar arasında daha homojen dağılmasıyla ikinci piyasaların etkin çalışacağı ve piyasalarda referans alınan faiz oranlarının TCMB'nin borçlanma faizi değil borç verme faizi olması beklenmektedir. TCMB, “2005Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi”, s. 14



üretim açığı, faizler, döviz kurları gibi makroekonomik büyüklükler arasındaki ilişkilerin yapısında meydana gelen değişmelere bağlı olarak geçiş sürecinde alternatif modelleri bir arada izlemesi gerekmektedir<sup>384</sup>.

Öte yandan TÜİK, TCMB ile birlikte yürüttüğü çalışmalar çerçevesinde sektörel fiyat hareketlerinin ve sektörel üretim kompozisyonlarının değişimi nedeniyle Toptan Eşya Fiyatları Endeksini, Üretici Fiyatları Endeksi (ÜFE) olarak değiştirerek güncel yapıya kavuşturmuştur. Ayrıca aynı çalışmalara bağlı olarak TÜFE'den, enerji, mevsimsel ürünler, fiyatı devlet tarafından belirlenen ürünler ve dolaylı vergilerin aşama aşama dışlanması ile hesaplanan 7 kategoriye ait "Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri" adlı endeks çekirdek enflasyon ölçüsü olarak belirlenmiştir<sup>385</sup>.

#### **2.4. 2002-2005 Yılları Arasında Uygulanan Örtük Enflasyon Hedeflemesinin Analizi**

2002 yılında uygulamaya konan örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi altında para politikasının yürütülmesi, makroekonomik istikrarın tesis edilmesi amacıyla, diğer gelişmekte olan ülke deneyimlerine benzer bir çerçeve ortaya koymaktadır. Nitekim Türkiye ekonomisinde açık enflasyon hedeflemesine geçiş öncesi politika uygulamalarının temel uğraşı, düşük kredibiliteye bağlı olarak kredibilitenin inşası yoluyla dezenflasyondan fiyat istikrarına geçişin sağlanması ve ekonominin gerek iç gerekse dış şoklara dayanıklılığının artırılması amacıyla mali ve finansal baskınlığın kısıtlayıcı dinamikler doğurmasını ortadan kaldırmaktır. Bu bağlamda öncelikle dezenflasyon ve kredibilitenin inşası sürecinin hangi temeller üzerine oturduğunun ele alınması gerekmektedir.

---

<sup>384</sup> İlker Domaç, "Explaining and Forecasting Inflation in Turkey", CBRT Working Papers No. 66, July 2003, s. 32

<sup>385</sup> TCMB, Çekirdek Enflasyon Teknik Komite Çalışma Raporu, Araştırma Genel Müdürlüğü Yayın No. 2001/1, Ankara:TCMB, Mayıs 2001, s. 33

#### 2.4.1 Kriz Sonrası Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri

Türkiye ekonomisinde yüksek ve kronik enflasyon süreci, politika yapıcılarının davranışları açısından ele alındığında, uygulanan politikaların gerek kısa vadede gerekse uzun vadede zaman tutarsızlığı sorununa yol açan ihtiyari politikalar olduğunu söylemek mümkündür. Bu anlamda enflasyonun gösterdiği atalet dinamiğini, kurala bağlı olmayan politikaların iktisadi ajanların fiyat ve ücret kararları tarafından içerilmesi ile açıklamak mümkündür. Haliyle ihtiyari politikalar kredibilite sorunu doğurmuş ve temel amaç olarak fiyat istikrarı değil üretim istikrarı gözetilmiştir. Nitekim TCMB'nin politika tepkileri de enflasyonun kendisinden ziyade döviz kuru, üretim düzeyi ve parasal değişkenlere yönelik olarak gerçekleşmiştir<sup>386</sup>.

Bununla beraber, 2002 yılında uygulamaya konan örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde para politikasının fiyat istikrarı amacına yönelik olarak yürütülmesi, esnek-dalgalı kur rejimi ile birlikte gerek TCMB'nin gerekse iktisadi ajanların davranışlarını ve enflasyon ve büyüme dinamiklerini değiştirmiştir. Bir diğer deyişle Türkiye ekonomisi'nde fiyat istikrarı ile sürdürülebilir büyümenin bir arada gözlendiği bir dönem başlamıştır. Tablo 8, 2002 yılından 2005 yılının sonuna kadar hükümet ile birlikte belirlenen enflasyon hedeflerini ve gerçekleşme düzeylerini ortaya koymaktadır. Buna göre TCMB'nin, örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, aşamalı bir biçimde enflasyon hedefini fiyat istikrarı ile uyumlu düzeylere indirmeye başladığı gözlenmektedir.

**Tablo 8: Enflasyon Hedefi ve Gerçekleşme Değerleri (2002- 2005)**

	2002	2003	2004	2005
Hedef	35	20	12	8
Gerçekleşme	29,7	18,4	9,32	7,7

<sup>386</sup> Ümit Özlale and K. M. Özcan, "Does Time Inconsistency Problem Apply for Turkish Monetary Policy?", TEK Discussion Paper No. 2005-2, February 2005 ve Hakan Berument and Hakan Taşçı, "Monetary Policy Rules in Practice: Evidence from Turkey", International Journal of Finance & Economics, vol. 9 Issue 1, January 2004, s. 33

Bu süreç TCMB'nin enflasyonu aşamalı bir biçimde fiyat istikrarı ile uyumlu patikaya oturttuğunu ve aktif bir şeffaflık politikasıyla para politikasının kredibilitesini inşa ettiğini ortaya koymaktadır. Bir diğer deyişle, enflasyon hedefinin tüm iktisadi ajanlar için geleceğe yönelik kararlarında referans aldığı nominal çapa kimliğini kazandığı gözlenmektedir<sup>387</sup>.

İktisadi ajanların rasyonel davranmaya başladığı ve enflasyon hedefiyle bekleyişlerini uyumlu kıldıkları bir ortamda ileriye yönelik fiyatlandırma davranışı, üretim açığının enflasyon dinamiklerindeki rolünü belirginleştirmeye başlamaktadır. Bu anlamda Türkiye ekonomisinde 2001 öncesi uygulanan politikalar enflasyona odaklı bir biçimde toplam talebi kontrol etmeyi amaçlamamış gevşek ya da talebe eşlik eden bir para ve maliye politikası söz konusu olmuştur. Bu nedenle enflasyonda endeksleme ve kur hareketleri baskın olmuş, iç talebin fiyat artışlarına olan esnekliği çok düşük kalmıştır. Haliyle karar alıcılar maliyetlerini anında fiyatlarına yansıtabilecekleri talep koşulları ile karşılaşmışlardır<sup>388</sup>.

Enflasyon dinamiklerinde gözlenen bir diğer değişme, enflasyondaki düşmenin enflasyon oynaklığını azaltmasıdır. Enflasyonun tahmininde ve öngörülebilirliğinde önemli engel oluşturan oynaklığın azalması ile birlikte fiyatların tekrar sinyal işlevini görmeye başladığı gözlenmektedir<sup>389</sup>.

Enflasyon dinamiklerinde değişimin önemli bir boyutunu, esnek-dalgalı kur rejimine geçiş sonrasında döviz kurlarının enflasyona geçiş etkisinin giderek zayıflaması oluşturmaktadır. Fiyat istikrarının sağlanmasına paralel olarak TL cinsinden fiyatlandırmanın artması, TL'deki değer kayıplarının geçici algılanması ve firmaların daha az sıklıkla fiyat ayarlaması yapmasıyla döviz kuru değişmelerinin fiyatlara geçiş etkisi

---

<sup>387</sup> Marco Rossi and A. Rebucci, "Measuring Disinflation Creibility in Emerging Markets: A Bayesian Approach with an Application to Turkey", IMF Working Paper No. 208, November 2004, s. 11

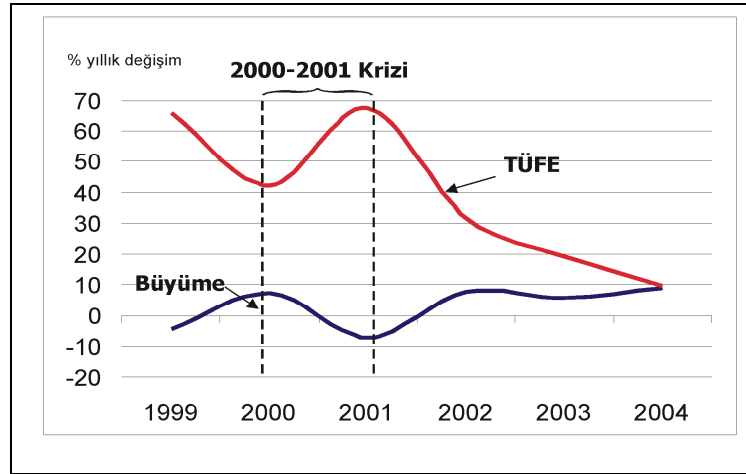
<sup>388</sup> TCMB Yıllık Rapor 2005, s.12

<sup>389</sup> Belirsizliğin azalması anlamına gelen bu durum risk priminde ve dolayısıyla nominal ve reel faizlerde düşüşe katkıda bulunmuş ve tüketiciler açısından borçlanma maliyetinin üreticiler açısından da yatırımın fırsat maliyetinin düşmesini beraberinde getirmiştir. Son 3 yıl içinde beklenen reel faizler 20 puanın nominal faizler ise 50 puanın üzerinde düşmüş ve Hazine tarihinde ilk defa yurt içi piyasada 5 yıllık vadede borçlanmıştır. Süreyya Serdengeçti, 73. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması, Ankara, 12. 04. 2005, s. 10

zayıflamıştır. Esas olarak, TÜFE içinde ithal mallarının ağırlığı ve ithal ara malı kullanımının girdi maliyetlerinin önemli bir bölümünü oluşturduğu dikkate alındığında dünya fiyatlarını veri alan küçük-açık ekonomi olan Türkiye için döviz kuru değişmelerinin fiyatlara yansımaları kaçınılmazdır<sup>390</sup>.

Örtük enflasyon hedeflemesine geçiş ile enflasyon dinamiklerinde yaşanan değişim büyüme dinamiklerinde de kendisini göstermiştir. Bu anlamda aşamalı dezenflasyon sürecine paralel olarak 2002 yılı sonrasında 3 yıl süreli yüksek büyüme oranları elde edilmiştir. Kuşkusuz bu performansta fiyat istikrarı ile sağlanan makroekonomik istikrar ortamının ve belirsizliklerin azaltılmasının rolü olduğu açıktır. Bu çerçevede örtük enflasyon hedeflemesi altında aşamalı dezenflasyon süreci, Türkiye ekonomisini fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyüme patikasına doğru harekete geçirmiştir.

**Grafik 1 : Fiyat İstikrarı ve Sürdürülebilir Büyüme Patikası**



Kaynak: İ.Hakkı Arslan, "Where Do We Stand in Financial Stability Amalysis", "presentation of the Financial Stability and Implications of Basel II Conference, CBRT Conference held in İstanbul, 16-18 May 2005,p.8

<sup>390</sup> Ancak 2001 sonrasında sözkonusu etkide belirgin bir kırılma olduğu ve özellikle dış ticarete konu olmayan mallarda tarihsel olarak yüksek seyreden kurdan fiyatlara geçiş etkisinin zayıfladığı görülmüştürHakan Kara, H. K. Tuğer, Ü. Özlale vd., "Exchange Rate Pass Through in Turkey:Has it Changed and to What Extent?", CBRT Working Papers No. 05/04, February 2005, s. 43 ve Süreyya Serdengeçti, 73. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması, s. 14

#### 2.4.2 Faiz Politikası

TCMB, temel politika enstrümanı olan kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin kararlarını fiyat istikrarı amacına yönelik olarak, gelecek dönem enflasyonundaki olası gelişmeleri değerlendirerek almakta ve kısa vadeli faiz oranları aracılığı ile bekleyişlerin ve iktisadi kararların enflasyon hedefi doğrultusunda şekillendirilmesini amaçlamaktadır<sup>391</sup>.

TCMB faiz oranlarına yönelik kararları alırken gelecekteki enflasyonu öngörebilmek için; enflasyon bekleyiş anketleri ve TCMB'nin içsel enflasyon tahminleri, kamu ve özel sektörün fiyatlama davranışları, döviz kurları ve ödemeler dengesi, ücretler, istihdam ve işgücü birim maliyetleri, toplam arz ve toplam talep, maliye politikası göstergeleri, parasal göstergeler ve kredi büyüklükleri ve dış ekonomik gelişmeleri dikkate almaktadır<sup>392</sup>.

TCMB, örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kısa vadeli faiz oranlarını fiyat istikrarı amacı doğrultusunda kullanmakla birlikte IMF ile yürütülen program çerçevesinde para tabanı ve NUR için performans kriteri NİV için ise gösterge niteliğindeki hedefleri de içerdikleri bilgi itibarıyla izlemiştir.

TCMB, örtük enflasyon hedeflemesine geçişin ardından enflasyon gelişmeleri ve bekleyişler doğrultusunda aşamalı bir biçimde 2002 yılında 6 kez, 2003 yılında 7 kez, 2004 yılında 4 kez ve 2005 yılında ise (toplam 450 baz puan) 8 kez olmak üzere kez olmak üzere 25 kez faiz indirmiştir.

TCMB'nin reaksiyon fonksiyonu ile ilgili olarak yapılan çalışmalarda 2002 öncesi dönem için kısa vadeli faiz oranının yüksek ve kronik enflasyon ortamında fiyat istikrarının sağlanması için yeterli olmadığı ortaya konulmuştur. Bu yüzden TCMB'nin faiz oranı tepkileri aynı zamanda üretim açığını da önemseydiğini ancak döviz kurundaki değişimlere daha yumuşak tepki verdiğine işaret etmektedir. Bu anlamda TCMB'nin,

---

<sup>391</sup> TCMB Yıllık Rapor 2005, s.20

<sup>392</sup> TCMB, Para Politikası Uygulamaları Makroekonomik Görünüm ve Bekleyişler, Ankara, Ocak 2003, s. 10

öncelikle kredibilitenin inşası için sıkı para politikası izlediği ve politika ortamının değişen yapısının kısa vadeli faizler ile enflasyon ve üretim açığı arasındaki ilişkinin daha belirgin hale gelmesini ve para politikasının etkinliğinin artmasını beraberinde getirdiği görülmektedir<sup>393</sup>.

Uygulanan politika çerçevesinde kısa vadeli faizlerin beklenen işlevini yerine getirebilmesi için piyasadaki diğer faizleri değiştirmesi ve bu değişikliklerin de talep ve arz üzerinde etkili olması, bir diğer deyişle para politikası aktarım mekanizmasının etkin bir biçimde çalışması gerekmektedir. Bu bağlamda kısa vadeli faizlerin piyasadaki diğer faizleri ne ölçüde etkilediği ve bu etkinin hangi unsurlara bağlı olduğu büyük önem taşımaktadır. Örtük enflasyon hedeflemesi altında kısa vadeli faiz oranlarının beklenen işlevini yerine getirmesi için kredibilitenin yüksek olması ve risk algılamalarını yönlendirebilmek için verdiği sinyallerin diğer yetkili birimlerce (mali otorite ya da hükümet gibi) verilen farklı mesajlar içinde kaybolmaması gerekmektedir<sup>394</sup>.

Risk algılaması önemli ölçüde, örtük enflasyon hedeflemesinin ötesinde, yapısal reform sürecinde görülen aksaklıklar, siyasal dalgalanmalar, AB'ye üyelik süreci, IMF ile ilişkiler, ABD ekonomisinde yaşanan gelişmeler gibi faktörlerden etkilenmektedir. Öte yandan risk algılamasının yükselmesi, borç stoğunun yapısı ile yakından ilişkilidir. Yüksek borç stoğu ve yüksek borç servisi, yüksek faiz oranlarına neden olmakta ve borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları canlı tutmaktadır. Dışsal bir şok durumunda ise borcun ödenememe riski artmakta ve faiz oranları üzerinde yukarı yönlü baskı doğurmaktadır. Bu bağlamda kısa vadeli faiz indirimleri sonuçları açısından incelendiğinde, indirimin gerçekleştiği dönemdeki risk algılaması düzeyi önemlidir. Risk algılamasının düşük olduğu durumlarda her vadedeki faiz oranlarının düzeyinde azalma gerçekleşirken, yüksek olduğu durumlarda kısa vadeli faiz oranları sınırlı miktarda düşmekte uzun vadeli faiz oranları ise düşmemektedir. Dolayısıyla her iki faiz

---

<sup>393</sup> Buna mukabil, TCMB'nin 2002 sonrasında uygulanmaya başlanan örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde özellikle 2003 yılından itibaren enflasyona agresif faiz indirimleri ile tepki verdiği ve ciddi bir enflasyon karşıtlığı içerdiği gözlenmiştir. A. Savaş Akat, "Dalgalı Kur ve Para Politikası: Bir Parasal Kural Önerisi", İç. Türkiye Ekonomisi, Gülten Kazgan'a Armağan, İstanbul: Bilgi Üniv. Yay., s.75

<sup>394</sup> TCMB, Para Politikası Raporu, Ekim 2003, s. 27

oranının ana eğilimi aynı olmasına rağmen, aralarında olması gereken aynı yönlü kuvvetli ilişki henüz tesis edilememiş ve temelde kamu borç dinamikleri tarafından belirlenen yüksek ve oynak risk priminin varlığı aktarım mekanizmasının etkinliğini sınırlamıştır<sup>395</sup>.

Belirtilmesi gereken önemli bir nokta TCMB'nin faiz politikasının etkinliğini artırmak amacıyla uyumlu olarak likidite fazlasını API aracılığıyla sterilize ettiği ve nasıl ki para talebindeki artışa eşlik ederek faizlerin öngörülenin üzerine çıkmasına engel oluyorsa fazla likiditeyi de API ile çekerek faizlerin öngörülenin altına düşmesine engel olduğudur.

### 2.4.3 Kur Politikası

Örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde TCMB'nin döviz kuru politikasının temel ilkesi, esnek-dalgalı kur rejimi uyarınca döviz kurlarının piyasada oluşması ve kurların düzeyi ya da yönünü belirleme amacıyla müdahalede bulunulmamasıdır. Buna mukabil TCMB, kurlarda aşırı dalgalanma görüldüğünde alış ya da satış yönünde sınırlı düzeyde ve şeffaf bir biçimde müdahalede bulunabilecektir<sup>396</sup>.

Bu çerçevede TCMB, döviz arz ve talep koşullarını yapısal olarak etkilemeden, arzın giderek arttığı dönemlerde yukarıda belirtilen nedenlere bağlı olarak döviz rezervlerini ılımlı bir biçimde artırmak ya da azalmasını engellemek amacıyla döviz alım ihaleleri düzenlemiştir. TCMB, oynaklık gerekçesi ile kura müdahalesi hariç, yukarıdaki koşulların oluşmasına bağlı olarak döviz alım ihalelerinin nasıl gerçekleştirileceğini ve büyüklüğünü her ayın başında piyasalara önceden duyurmaktadır. Bununla birlikte 22.12.2004 tarihinden itibaren ihalelerin döviz piyasasına etkisini en aza indirebilmek amacıyla yıllık bir program açıklanmasına ve döviz likiditesinde olağanüstü

<sup>395</sup> TCMB, Para Politikası Raporu, 2004-I, s. 26-27

<sup>396</sup> Ayrıntılı bilgi için bkz. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

farklılaşmalar görülmedikçe bu programda bir değişikliğe gidilmemesine karar vermiştir<sup>397</sup>.

TCMB'nin döviz kuruna müdahaleleri, özellikle kur rejiminin doğurduğu belirsizlikler ve cari işlemler dengesi ile ilgili gelişmelere bağlı olarak TL'nin aşırı değerli olup olmadığı yönünde tartışmaları ve eleştirileri beraberinde getirmektedir. Bu anlamda döviz kuru değişkeninin diğer gelişmekte olan ülke ekonomilerinde olduğu gibi Türkiye ekonomisinin rekabet gücü açısından önemi açıktır. Bu sebeple daha müdahaleci ya da daha az esnek kur taleplerinin sıklıkla dile getirildiği gözlenmektedir. Nitekim, özellikle oynaklığa yönelik yapılan müdahalelerin arkasında TCMB'nin TL'nin aşırı değerli olduğunu düşünmesinin yattığı vurgulanmakta ancak Banka'nın fiyat istikrarı amacı ve mevcut kur politikası gereği bunu açıkça ifade edemediği üzerinde durulmaktadır. Ayrıca müdahalelerde “talep eksikliği” ya da “arz fazlası” şeklinde dile getirilen içeriklerin TCMB'nin kafasında en azından kısa vadede belirli bir denge kur değeri olduğu yönünde bir izlenimi doğurmakta ve Banka'nın de facto olarak yönetimli dalgalanma uyguladığı ileri sürülmektedir<sup>398</sup>.

Nitekim TCMB, örtük enflasyon hedeflemesinin ardından enflasyondaki düşüş, büyümedeki artış, bekleyişlerin olumluya dönmesi gibi nedenlerle TL'nin değerlendirilmesinin makroekonomik temellerde gözlenen iyileşmenin bir sonucu olduğunu açık bir biçimde vurgulayarak, bu çerçevede TCMB'nin TL'yi değerli tutmak gibi bir politikası olmadığını ifade etmektedir<sup>399</sup>.

Öte yandan faiz oranı algılamalarında etkili olan risk algılamaları, döviz kurları üzerinde de etkisini göstermektedir. Bu anlamda makroekonomik temeller sağlam olsa bile geçmiş dönemlerin politika uygulamalarından muzdarip olan ekonomiler, risk

---

<sup>397</sup> 01.04.2002 tarihinde başlayan döviz alım ihaleleri 2003 ve 2004 yıllarında da koşullar elverdiğince sürdürülmüştür. Bu anlamda TCMB, her koşul altında değil, döviz arzı ve talebi arasındaki farkın ilki lehine önemli miktarda arttığı koşullar altında ılımlı bir rezerv artırımı politikası izlemiştir. İhaleler aracılığıyla 2002 yılında 800 milyon\$, 2003 yılında 5.7 milyar\$, 2004 yılında ise 4.1 milyar\$'lık alımlar yapılmıştır. Yukarıda belirtilen koşulların oluşmadığı 2002 yılı için 9 ay, 2003 yılı için 6 ay, 2004 yılı için ise 7 aylık sürede ihale açılmamıştır TCMB, “2005Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi”, s. 11

<sup>398</sup> Naci Canpolat, “Merkez Bankası Yüzmekten Korkuyor mu?”, İktisat İşletme Finans, Sayı:220, Temmuz 2004, s. 84 ve Erinç Yeldan, “Merkez Bankasının Bağımsızlığı” Cumhuriyet, 16.03.2005

<sup>399</sup> TCMB, Ekonomik Görünüm, s. 15.



algılamalarına bağlı olarak ortaya çıkan faktörler neticesinde (rating notunun düşürülmesi, siyasi gerginlikler, IMF’den gelen kötü haberler, mali disiplinin sorgulanması gibi) oluşan şoklara karşı dayanıksız bir yapı sergilemekte ve “iyi bir dengeden kötü bir dengeye doğru” yönelebilmektedir<sup>400</sup>.

Nitekim Grafik 9, Türkiye ekonomisinin de böyle bir yapıya uygun çerçeve sunduğunu ortaya koymaktadır. Bu anlamda belirli politik ve ekonomik gelişmelere bağlı olarak nominal döviz kurundaki değişimler ile reel faiz oranındaki değişimlerin birlikte hareket ettiği dönemler sıklıkla gözlenmektedir.

Bununla birlikte TCMB, kısa vadeli faiz oranlarının yalnız enflasyon hedefine yönelik olarak ayarlandığını ve TCMB’den döviz kurundaki değişimlere karşı herhangi bir faiz oranı tepkisi beklenmemesi gerektiğini vurgulamaktadır<sup>401</sup>.

**Grafik 2: Döviz Kurlarındaki Değişimler**  
(Günlük TCMB USD Satış Kuru)



Kaynak: TCMB

<sup>400</sup> TCMB, “2002Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler”, s. 2

<sup>401</sup> Bu çerçevede TCMB için öncelikli amaç fiyat istikrarı olmakta kur istikrarı ise makroekonomik temellerdeki iyileşmenin ve stratejinin uygulanmasındaki kararlılığın bir uzantısı olarak değerlendirilmektedir. TCMB, Ekonomik Görünüm, s. 43-44

#### 2.4.4 Sürdürülebilirlik Sorunu: Politika Amaçları Arasında Çatışma

Türkiye ekonomisinde, örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlanmasıyla beraber TCMB'nin öncelikle, aşamalı dezenflasyon sürecine bağlı olarak, ekonomik aktörlerin beklentilerini enflasyon hedefi doğrultusunda oluşturmaları ve para politikasının kredibilitelerini inşa etmeye çalıştığı gözlenmektedir.

Tarihsel olarak yüksek enflasyon geçmişi ve uygulanan politikaların düşük kredibiliteye sahip olmasına bağlı olarak, dezenflasyon sürecinin ilk aşamalarında enflasyon hedefi ile beklentiler arasında önemli bir fark olmasına karşın, uygulama kararlı bir biçimde ilerledikçe ve enflasyon hedefine ulaşıldıkça para politikasının fiyat istikrarı amacı doğrultusunda yürütüldüğüne olan inanç artmıştır. Bu anlamda örtük enflasyon hedeflemesi, enflasyon hedefinin nominal çapa olarak işlevinin giderek arttığı bir uygulama sürecini ifade etmektedir<sup>402</sup>.

Bu kapsamda gerek makroekonomik değişkenler arasındaki ilişkilerin yönü ve derecesi açısından, gerekse enflasyon dinamiği açısından geçmiş enflasyona endeksleme davranışlarının kırıldığı gözlenmiş ve ekonomide politika uygulamaları ve iktisadi ajanların karar alma süreçlerinde ileriye yönelik davranış biçimi hakim olmaya başlamıştır. Sürecin bir diğer özelliği Şubat 2001'de yaşanan derin finansal krizin ardından aşamalı dezenflasyon sürecinin önemli refah kayıpları yaratmaması ve ekonominin üç yıl ardı ardına yüksek büyüme oranlarına ulaşmasıdır<sup>403</sup>.

Enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi için gerekli makroekonomik istikrar ortamının varlığı, hedefin nominal çapa işlevi görmesi ve kredibilite inşası yanında ekonominin gerek iç gerekse dış şoklara karşı dayanıklılığının artırılması ve iç ve dış dengenin sürdürülebilir bir görünüm arz etmesini gerektirmektedir. Bu gerekliliğin ortaya koyduğu çerçeve ise, Türkiye ekonomisinde makroekonomik politika ortamının gösterdiği karakteristiklerin enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği için uygun olup olmadığı yönünde yapılan tartışmaların odak noktasını oluşturmaktadır.

<sup>402</sup> Özdemir, K. A., Turner, P., A Monetary Disequilibrium Model for Turkey: Investigation of a Disinflationary Fiscal Rule and its Implications for Monetary Policy, Journal of Policy Modeling (2007), doi:10.1016/j.jpolmod.2007.02.004

<sup>403</sup> ibid, s.5

#### 2.4.5 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması Yarattığı Makroekonomik Politika Ortamının Karakteristikleri

Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesi, diğer gelişmekte olan ülke deneyimlerine benzer biçimde, bir yanda düşük kredibilite ve mali baskınlık diğer yanda ise sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda dışsal baskınlık ve şoklara karşı kırılğan yapı arasında varolan kısır döngünün ortadan kaldırıldığı düzeyde uygulanabilir bir görünüm arz etmiştir.

Bu anlamda örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinde temel alınan kriter bir yandan enflasyon hedefi doğrultusunda para politikasının kredibilitesini sağlarken, diğer yandan kur rejiminin olası dışsal şoklara karşı tepki verebilecek düzeyde esnek olmasını sağlamaktır. Oysa Türkiye ekonomisi açısından temel sorun, örtük enflasyon hedeflemesi altında makroekonomik yapının gösterdiği karakteristiklerin, rejim değişikliğine bağlı olarak belirli makroekonomik ilişkilerde daha önceki dönemden farklı bir yapı sergileyip sergilemediği bir diğer deyişle finansal kriz dinamiklerinin yeniden doğacağı bir politika ortamının geçerli olup olmadığıdır. Bu bağlamda daha önceki politika ortamından uzaklaşıldığı ölçüde enflasyon hedefi nominal çapa işlevini görmüş ve esnek-dalgalı kur rejimi beklenen işlevlerini yerine getirebilmiştir<sup>404</sup>.

Kuşkusuz bu yapı Türkiye ekonomisinin özellikle 1989 sonrasında aşına olduğu mekanizmaların yeniden işlemesine uygun bir ortama karşılık gelmektedir. Bu çerçevede örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002-2005 dönemine ait politika ortamının karakteristiklerinin, daha önceki dönemlerden herhangi bir farklılık göstermediği sonucuna ulaşılabilir: şöyle ki Türkiye ekonomisinin sözkonusu hedefleme stratejisinin uygulandığı 4 yıl boyunca yaşadığı fiyat istikrarı ve büyüme süreci, 1990-1993 ve 2000-2001 dönemlerine benzer bir yapı sunmuş ve ekonominin fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyüme sürecinin kalıcı olup olmadığı konusunda şüpheler daima gündemde olmuştur. Haliyle, yüksek reel faizler ve aşırı değerli döviz

---

<sup>404</sup> Magda Kandil, Hakan Berument, N. Nergiz Dinçer, *The effects of exchange rate fluctuations on economic activity in Turkey*, Journal of Asian Economics 18 (2007) 466-489

kuru ekonomideki riskleri biriktirmiş ve şoklara karşı kırılğan yapı hakimiyetini sürdürmüştür. Bir sonraki kısım içerisinde ele alınacak olan Mayıs 2006 sarsıntısı bu şüpheleri büyük oranda haklı çıkarmıştır.

Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesi açısından bu durum, stratejinin uygulandığı politika ortamının döviz kuru hedeflemesine benzer dinamikler taşıması ve ekonominin fiyat istikrarı ile finansal kriz dinamikleri arasında kırılğan bir yapı üzerinde oturması nedeniyle belirli politika çatışmalarına zemin hazırlamış ve TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarını fiyat istikrarı amacı ve enflasyon hedefi doğrultusunda kullanması açısından kısıtlayıcı sonuçlar doğurmuştur.

## **2.5. Türkiye'de Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulaması**

### **2.5.1 Açık Enflasyon Hedeflemesine Geçilen Ortamda TCMB Politikalarının Değerlendirilmesi**

TCMB, Türkiye ekonomisinin fiyat istikrarı ile finansal kriz arasında bir süreci yaşaması nedeniyle büyüme ve fiyat istikrarının kalıcı olmadığı noktada üç temel politika yaklaşımı üzerinde durmuştur:

1. TCMB, gerek kamu borç stoğunun düşürülmesi gerekse reel faizlerin indirilmesi hususunda faiz dışı fazlanın tutturulmasına büyük önem vermektedir. Bu bağlamda faiz dışı fazla hedefleri konusunda kararlılık gösterilmesi bekleyişlerin olumlu yönde oluşmasına neden olmakta belirsizlikleri gidererek risk priminin azalmasına ve reel faiz oranları düşüşüne katkı sağlamaktadır.
2. Belirsizliklerin azalmasıyla düşen risk primi TL'yi güçlendirerek borçlanma dinamiklerine katkıda bulunur.
3. Üçüncü olarak tüketim ve yatırımın artması için uygun ortamı hazırlayan reel faizlerdeki düşüş ve istikrarlı döviz kurları, genişlemeci mali daralma hipotezi

uyarınca toplam talepte kemer sıkma etkisini bertaraf etmekle kalmayıp sürdürülebilir büyüme sürecine destek vermektedir<sup>405</sup>.

Belirtilen üç temel politika yaklaşımı dahilinde TCMB'nin temel kaygısı iktisadi ajanların bekleyişlerini enflasyon hedefi doğrultusunda oluşturmak ve kısa vadeli faiz oranlarını enflasyon hedefi ve fiyat istikrarı amacı doğrultusunda kullanabilmektir. Bu anlamda örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı 2002 döneminden bu yana faiz politikası ile ilgili açık bir özellik, Türkiye'de enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği ile politika ortamının gösterdiği yapısal karakteristiklerin kısıtlayıcı niteliğini ortaya koymaktadır:

Buna bağlı olarak 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi döneminde TCMB, kısa vadeli faizleri "asimetrik ve konjonktür karşıtı" bir biçimde hiç kullanamamıştır. Bu durum TCMB'nin kısa vadeli faiz oranını serbestçe kullanma hususunda belirli korkuları olduğunu ima etmektedir. Bunun temel olarak iki sebebi vardır: Mali baskınlık ve dışsal baskınlık.

### **2. 5.1.1 Mali Baskınlık ve Borçlanma Dinamikleri**

Türkiye ekonomisinde mali baskınlık ve borçlanma dinamikleri, TCMB'nin örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde kısa vadeli faiz oranlarını enflasyon hedefi doğrultusunda serbestçe kullanımını kısıtlamaktadır.

İç borç stoğunun bileşiminde gözlenen yapısal değişim, borç stoğunun faiz ve kur değişmelerine karşı kırılganlığının azaldığına işaret etmekle beraber borçlanma vadesinin kısa bileşiminin de ağırlıklı olarak değişken faizli veya döviz cinsi senetlerden oluşması, stoğun kur ve faizlerdeki hareketlere karşı duyarlılığının devam ettiğine işaret etmektedir<sup>406</sup>.

---

<sup>405</sup> Serdengeçti, ODTÜ Ekonomi Konferansı Açış Konuşması, s. 15

<sup>406</sup> TCMB, Para Politikası Raporu, 2004-IV, s. 40-41

Yüksek faiz dışı fazla ve düşen enflasyon oranlarına rağmen, yüksek borç stoğu ve kırılğan borçlanma dinamikleri, geçmiş politika hataları nedeniyle diğer gelişmekte olan ülkeler gibi Türkiye ekonomisini de ulusal ve uluslararası piyasalarda risk algılamalarındaki değişmelere karşı duyarlı hale getirmektedir<sup>407</sup>. Nitekim, Türkiye ekonomisinde DİBS faiz oranlarının belirleyicileri arasında derecelendirme kuruluşları tarafından verilen kredi notları ve gecelik faizler yanında IMF programının koşullarının sağlanması ile ilgili haberler, IMF'nin Türkiye ekonomisi ile ilgili açıklamaları ve AB'den gelen olumsuz haberlerin olduğu ortaya konulmuştur<sup>408</sup>. Buna ek olarak, kısa vadeli faiz oranlarındaki artış borçlanma maliyetini artırarak borçların ödenememe riski doğmakta ve sermaye çıkışlarına bağlı olarak kur değer kaybetmektedir<sup>409</sup>.

Bununla beraber faiz dışı fazla üzerine yapılan vurgunun içeriğini basit bir formülle ortaya koyarak borçlanma dinamiklerindeki kırılğanlık ve TCMB'nin enflasyon hedeflemesine geçiş sonrasında da yaşadığı açmaz görülebilir<sup>410</sup>:

$$\Delta\beta = (r-g)\beta-x \quad (1)$$

Formülde  $\beta$  iç borç/GSMH oranını  $\Delta\beta$ , borç/GSMH oranındaki değişimi  $r$ , reel faiz oranını  $g$ , GSMH büyüme oranını  $x$ , ise faiz dışı fazlayı vermektedir. Buna göre, maliye politikası  $\Delta\beta$  değerini pozitif düzeyde belirlese bile, iç dengenin sürdürülebilirliği mümkün olmayacak ve maliye politikasında bir değişme gündeme gelecektir. Eğer IMF'ye verilen niyet mektuplarında hedef alınan büyüme oranı  $g=0.05$ , faiz dışı fazla  $x=0.065$  ve iç borç/ GSMH oranı  $\beta=0.60$  olarak belirlenirse, borç/GSMH oranındaki

<sup>407</sup> Zeynel Abidin Özdemir, Mahir Fisunoğlu, *On the inflation-uncertainty hypothesis in Jordan, Philippines and Turkey: A long memory approach*, International Review of Economics and Finance 17 (2008) 1 – 12

<sup>408</sup> Olcay Y. Emir, F. Özatay and G. Şahinbeyoğlu, "Effects of US Interest Rates and News on the Daily Interest Rates of a Highly Indebted Emerging Country:Evidence from Turkey", CBRT Working Papers No. 05/08, March 2005, s. 21

<sup>409</sup> Zelal Aktaş, N. Kaya and Ü. Özlale, "The Price Puzzle in Emerging Markets:Evidence from the Turkish Economy Using "Model Based" Risk Premium Derived from Domestic Fundamentals", CBRT Working Papers No. 05/02, February 2005, s. 17 ve Fatih Özatay, "Monetary Policy Challenges for Turkey in European Union Accession Process", CBRT Working Papers No. 05/11, May 2005, s. 11-12

<sup>410</sup> Selçuk and Ardıç, s. 32

değişimi sabit tutmak için ( $\Delta\beta=0$ ) maksimum reel faiz oranının %15.8'i aşmaması gerekmektedir.

Bu bağlamda, Türkiye ekonomisine yönelik herhangi bir olumsuz şok gerçekleştiğinde risk algılamalarının değişmesi ile risk primindeki artış reel faiz oranlarını da yükseltmekte ve borcu çevirebilmek için daha yüksek faiz dışı fazla verilmesi gerekmektedir. %6.5'luk faiz dışı fazla düzeyinin yüksekliği dikkate alındığında borç stoğu için farklı politika önlemlerinin düşünülmesi gereği açıktır<sup>411</sup>. Bu durum, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliği açısından ele alındığında, daha düşük enflasyon düzeyinin para politikasının kredibilitésinin tesisi ve enflasyon hedefine ulaşmayı temin ettiği ancak gelecekte daha yüksek borç stoğunu beraberinde getirdiği gözlenmektedir<sup>412</sup>.

Bu dinamikler çerçevesinde Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesinin uygulamasının önündeki en önemli risk iç dengenin sürdürülebilirliğidir. Yüksek borç stoğu ve yüksek reel faizlerin olduğu bir ortamda TCMB'nin faiz indirimleri herhangi bir sorun doğurmazken enflasyonist baskılara bağlı olarak doğacak faiz artışlarının iç dengenin sürdürülebilirliğini tehlikeye atması ve bekleyişlerin enflasyon hedefi doğrultusunda yönlendirilememesi riski her zaman bulunmaktadır.

### **2.5.1.2 Dışsal Baskınlık ve Sermaye Hareketleri**

TCMB'nin mali baskınlık korkusuna bağlı olarak kısa vadeli faiz oranlarını simetrik bir biçimde kullanamaması dışsal baskınlık açısından para politikasının fiyat istikrarı ile kur istikrarı arasında çatışma yaşanmasını beraberinde getirmektedir. TCMB, reel faizlerin düştüğü ve kur rejiminin esnek-dalgalı olduğu bir politika ortamında, kur riskinin piyasalar üzerinde olmasının sıcak para akımlarını görece olarak daha düşük kılacağını düşünmesine rağmen makroekonomik istikrar, bankacılık kesiminin kırılganlığındaki azalma, yüksek döviz rezervleri ve AB ve IMF ile ilişkilerde yaşanan

---

<sup>411</sup> Airaudo, "Can Turkey Move to Explicit....", s. 5

<sup>412</sup> Selçık and Ardıç, s. 32

olumlu gelişmeleri sıcak para akımlarındaki artışın sebebi olarak göstermektedir<sup>413</sup>.

TCMB, örtük enflasyon hedeflemesi uygulaması esnasında gerek ters para ikamesi gerekse sıcak para akımlarından kaynaklanan döviz girişlerinin TL üzerinde doğurduğu baskıyı, faiz oranlarının indirilmesi için bir manevra alanı olarak kullanmıştır. Bunun yanında şeffaf döviz alım ihaleleri düzenleyerek rezerv biriktirme yoluna gitmiş ve ters para ikamesi ve sermaye girişleri azaldığında döviz alım ihalesi düzenlemeyeceğini bir diğer deyişle rezerv biriktirmede agresif davranmayacağını açıklamıştır<sup>414</sup>. TCMB'nin örtük enflasyon hedeflemesi altında sıcak para akımlarına karşı faiz indirimleri ve rezerv biriktirme şeklindeki politika davranışına bağlı olarak döviz piyasasına yaptığı müdahalelerin kurun düzeyi ve yönü üzerinde de herhangi bir etkiye bulunmadığı gözlenmiştir<sup>415</sup>.

Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönem, TCMB'nin kısa vadeli faiz oranlarını sadece enflasyon hedefine yönelik olarak ve fiyat istikrarı amacı doğrultusunda kullandığını ve döviz kuru değişmelerine “oynaklık-dalgalanma” ve “arz fazlası” gibi argümanlara dayanarak müdahale ettiğini ortaya koymaktadır. Bunun yanında TCMB'nin hemen hemen her müdahalede açık bir kur hedefi olmadığını ısrarla vurguladığı gözlenmiştir. Bu anlamda herhangi bir kur hedefinin olmadığı yönünde açıklama yapılarak arz fazlası ya da talep eksikliğinden bahsedilmesi denge düzeyi bilinmeksizin arz-talep fazla ya da eksikliğini anlamlı kılmayarak bir çelişki doğurmakta ve arzulanan bir denge kur düzeyi olduğunu ima etmektedir<sup>416</sup>.

<sup>413</sup> TCMB, Para Politikası Raporu, 2005-I, s. 30

<sup>414</sup> Özatay, “Monetary Policy Challenges....”, s. 21 ve Serdengeçti, 73. Hissedarlar Genel Kurulu Olağan Toplantısı Açış Konuşması, s. 34

<sup>415</sup> Selçuk and Ardıç, s. 26 ve Özge Akıncı, O. Y. Çulha, Ü. Özlale and G. Şahinbeyoğlu, “Causes and Effectiveness of Foreign Exchange Interventions for the Turkish Economy” CBRT Working Papers No. 05/05, February 2005, s. 19.

<sup>416</sup> Bir diğer deyişle esnek-dalgali kur rejimine bağlı olarak fiyatlama davranışlarında bir değişiklik olsa da, kur değişmeleri ile risk primi, reel faizler ve borçlanma dinamikleri arasındaki ilişkiler, kurun şok emici özellikleri hususunda kuşkuyla beraberinde getirmiş ve dalgalanma korkusuna zemin hazırlamıştır. Erdal Özmen, “Cari Açık Tartışması”, Tartışmalı Toplantı, s. 7



Bu kapsamda, örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı dönemden itibaren TCMB'nin sermaye girişlerinin yarattığı konjonktür lehine davranarak aşamalı dezenflasyon süreci dahilinde kısa vadeli faizleri düşürdüğü gözlenmiştir. Enflasyon hedefi ile enflasyon beklentileri arasındaki fark azaldıkça TCMB'nin faiz indirimine gideceğini bilen yatırımcılar, sermaye kazancı beklentisiyle DİBS'ni talep etmekte ve artan talep söz konusu senetlerin faiz oranlarını düşürmektedir. Öte yandan arbitraj imkanının uyardığı sıcak para girişleri ters para ikamesi ile birlikte dövizde arz fazlası yaratarak cari kur düzeyini de düşürmektedir. Düşük kur düzeyi enflasyonu baskı altına aldığı ölçüde dezenflasyon devam etmekte ve buna bağlı olarak enflasyon beklentilerinin azalması yeni bir faiz düşüşü beklentisi ile kurları tekrar baskı altına almaktadır<sup>417</sup>.

Kuşkusuz konjonktür lehine politika davranışı hem aşamalı dezenflasyon sürecine katkıda bulunmakta hem de borç stoğunun “döndürülmesine” imkan vermektedir. Bu durumda TCMB'nin döviz piyasasına müdahale yoluyla enflasyon hedefi ile tutarlı bir kur düzeyini arzlaması, enflasyon hedeflemesinin doğası açısından bir sorun yaratmamaktadır<sup>418</sup>. Sorun, TCMB'nin sıcak para akımlarına karşı uyguladığı faiz indirme ve rezerv biriktirme şeklindeki politikalarının sınırının nerede olduğu noktasında düğümlenmektedir. Bir diğer deyişle sorun yüksek reel faiz ve aşırı değerli TL'nin uyardığı sıcak para akımları, TL'nin değerinin uzun bir süre gereğinden yüksek kalmasına ve arzulanan uyumun gecikmesine neden olsa da er ya da geç kurda aksi yönde bir hareketin yaşanacağı gerçeği karşısında hangi politika davranışının gösterileceğidir<sup>419</sup>.

---

<sup>417</sup> Nazım K. Ekinci, “Para Politikası, Faiz ve Kur”, İktisat İşletme ve Finans, Sayı:217, Nisan 2004, s. 44

<sup>418</sup> Özmen, . “Cari Açık Tartışması”, s. 4

<sup>419</sup> Açık ki, enflasyon hedeflemesi uygulayan hiçbir merkez bankasının döviz kurlarına duyarız kalması beklenmediği gibi TCMB'nin de döviz kurundaki değişmelere tepkisiz kalması beklenmemelidir. Diğer gelişmekte olan ülkelerde olduğu gibi Türkiye ekonomisinde de enflasyon hedeflemesi hem istikrar hem de esneklik sağlayabilecek bir kur rejimine ihtiyaç duymaktadır. Kurda oluşabilecek sert nominal değişmelerin gerek banka-finans kesimi gerekse kamu maliyesindeki olumsuz etkilerini azaltmak ve reel sektöre belirsizlikleri sınırlayacak bir kur istikrarı sunmak en arzulanan durumdur. Ancak enflasyon hedeflemesi altında kur rejiminin dış şokları emebilecek düzeyde esnek olması, hem politika amaçları arasında çatışma yaşamamak hem de büyümeden fedakarlık etmemek için gereklidir. Yılmaz Akyüz, “Finansal İstikrarsızlığın ve Şokların Yönetimi”, İktisat İşletme ve Finans, Sayı:2221, Ağustos 2004, s. 11

## **2.5.2 Açık Enflasyon Hedeflemesi Çerçevesinde TCMB'nin Fiyat İstikrarı Performansı**

Bu kısımda 2006 yılının başında uygulanmaya başlayan açık enflasyon hedeflemesindeki ilk iki yıllık performans, iç ve dış gelişmeler hesaba katılarak ve başarısızlık nedenleri sorgulanarak analiz edilecektir.

2005 Yılı'nın sonlarına doğru, örtük enflasyon uygulamasında belirlenen ancak açıkça ilan edilmemiş hedeflerin tutturulacağı'nın anlaşılmasıyla beraber, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Ancak Türkiye gibi ekonomik koşulları henüz tam anlamıyla hazır olmayan, hızlı finansal serbestleşmenin sert iklimini son oniki yılda üç kez krizle geçiren, dış şoklara çok açık ve dayanıksız, otuz yıllık yüksek enflasyon sürecinden yeni çıkmış bir ülkede "nokta hedef" türünde ilan edilen açık enflasyon hedeflemesinin uygulama zorlukları daha ilk aylarda ortaya çıkmıştır.

### **2.5.2.1 Mayıs-Haziran 2006 Döneminde Yaşanan Dalgalanma ve TCMB'nin Uyguladığı Politikalar**

2006 yılı Mayıs-Haziran aylarında piyasalarda yaşanan dalgalanmalar, asıl olarak dışsal etkenlerden kaynaklanmışsa da, bekleyişlerde belirgin bozulmaya yol açmıştır. Enflasyonist baskı nedeniyle, gelişmiş ülkelerin para politikalarında sıkılaşıma eğilimine devam edecekleri beklentisi, uluslararası likidite koşullarının bozulma eğiliminde etkili olmuştur. Bu durum karşısında TCMB Para Politikası Kurulu (PPK), 7 Haziran 2006'da yaptığı olağanüstü toplantıda politika faizlerinde 175 baz puanlık artış yapmıştır. Ancak, bir sonraki PPK toplantısında faiz kararlarının iç talepte yaratması öngörülen daralma ve döviz kurundaki yükselişin enflasyon üzerindeki etkilerinin sınırlı kalacağı tahmini<sup>420</sup> ile politika faizleri sabit tutulmuştur.

---

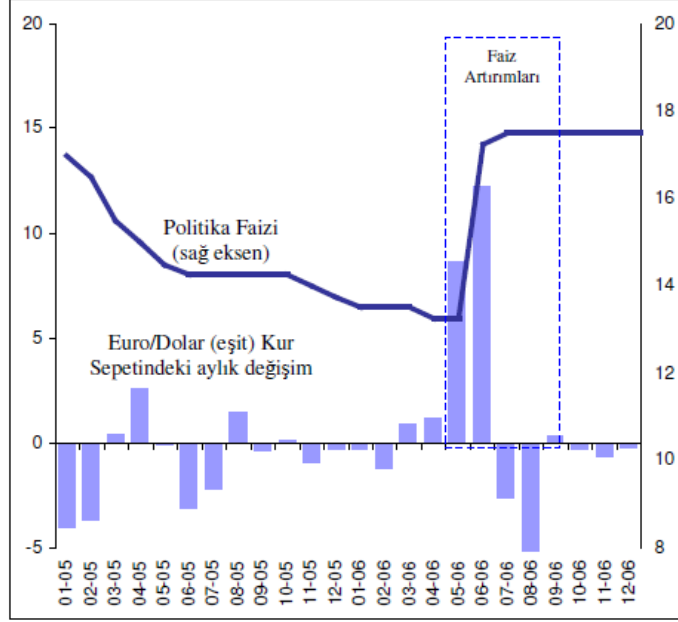
<sup>420</sup> Piyasalardaki oynaklığın devam etmesi üzerine PPK, 25 Haziran'da yeniden olağanüstü toplanarak, orta vadeli enflasyon bekleyişlerini düzeltmek ve piyasalardaki oynaklığı azaltmak amacıyla güçlü bir parasal sıkılaştırmaya daha gidilmesine karar vermiş, faizleri 225 baz puan ve ardından 20 Temmuz 2006'da 25 baz puan artırmıştır. Para Politikası Kurulu Karar Özetleri ve Raporları için bkz. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

Enflasyon beklentilerindeki bozulmanın ve piyasalardaki aşırı dalgalanmanın önlenmesi için politika faizlerinde yapılan artırımlara ilave olarak, Merkez Bankası, özellikle spekülasyon davranışlarının engellenmesi amacıyla döviz piyasalarında ve likidite yönetiminde de etkin önlemler almıştır. Bu çerçevede, uluslararası likidite koşullarının da etkisiyle oluşan döviz piyasasındaki likidite daralması nedeniyle öncelikle 16 Mayıs'tan başlamak üzere döviz alım ihalelerine ara verilmiş, kurlarda oynaklığın artarak devam etmesi üzerine 13 ve 23 Haziran tarihlerinde döviz piyasalarına doğrudan satım yönünde müdahale edilmiştir. Yapılan doğrudan müdahalelere ve faiz kararlarına rağmen, spekülasyon davranışlarının da etkisi ile kurlarda oynaklığın devam etmesi üzerine, Merkez Bankası, 26 Haziran 2006 tarihinden itibaren bir yandan döviz piyasalarına etkili müdahalelerde bulunurken, diğer yandan da döviz piyasasındaki oynaklığı destekleyen Türk Lirası likidite fazlasını etkin bir şekilde sterilize etmeye başlamıştır. Bu amaçla, 26 ve 27 Haziran 2006 tarihlerinde Döviz Satım İhalesi düzenlenerek piyasaya döviz arz edilmiş, 26 Haziran 2006'da döviz piyasasına doğrudan satış müdahalesinde bulunulmuştur. Ayrıca, fazla Türk lirası likiditesinin etkin bir şekilde sterilizasyonu ve gerektiğinde parasal sıkılaştırmayı esnek bir şekilde artırmak için 1 ve 2 haftalık Türk Lirası depo alım ihalelerine başlanmıştır. Yeni Türk Lirası Depo Alım ihalelerine piyasada Yeni Türk Lirası likidite fazlasının arzu edilen düzeyin üzerinde olduğu sürece devam edilmiş, fazla likiditenin azalması üzerine 25 Ağustos 2006'dan itibaren ara verilmiştir. TCMB ayrıca, 28 Haziran 2006 tarihinde borç verme faiz oranlarını 200 baz puan yükselterek piyasalarda aşırı dalgalanmalar karşısında uygulanacak likidite yönetiminin esnekliğini artırmıştır. TCMB'nin bu kararlı uygulamaları sonucunda Temmuz ayından itibaren piyasalardaki oynaklıklar belirgin şekilde azalmıştır<sup>421</sup>.

---

<sup>421</sup> TCMB 2006 Yıllık Raporu, s.42

**Grafik 3: 2006 Döviz Kuru Dalgalanması**



Merkez Bankası'nın bu dönemdeki dalgalanmalar karşısında aldığı tedbirler ve küresel likidite koşullarındaki düzelmeye sonucunda döviz piyasası görece bir istikrara kavuşmuştur<sup>422</sup>.

### 2.5.2.2 2006 Dalgalanması Sonrasında Fiyat İstikrarı Bağlamında Alınan Sonuçlar

Sıkı para ve maliye politikası uygulamaları, sürdürülen yapısal reformlar, uygulanan ekonomik program ve AB'ye yakınsama süreçleri ile dalgalı kur rejiminin Türkiye ekonomisini dış şoklara karşı daha dayanıklı kıldığı görülmektedir. Nitekim, 2006 yılının ikinci çeyreğinde yaşanan finansal dalgalanmanın düşük maliyetle atlatılması bu gözlemi doğrulamaktadır.

Kamu maliyesinde disiplin, finansal istikrarın sürdürülmesi için önemini korumaktadır. Küresel likidite koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine dönme ihtimalinin devam

<sup>422</sup> Ekonomik istikrarın korunmasına yönelik, döviz rezervi biriktirme amacıyla 10 Kasım 2006 tarihinden itibaren günlük döviz alım ihalelerine tekrar başlanmıştır.

ettiği de göz önünde bulundurulduğunda, mali disiplinin kararlılıkla sürdürülmesi ve bu çerçevede faiz dışı fazla hedeflerinin tutturulmasının önemi daha da artmıştır<sup>423</sup>.

ABD para ve kredi piyasalarında 2007 yaz aylarında başlayan sarsıntının, gelişmiş ülke merkez bankalarının müdahalelerine rağmen reel ekonomiyi etkilemeye başladığına dair işaretler gelmesi ve bu çalkantının ABD ekonomisini durgunluğa itebileceğine ilişkin endişeler son dönemde mali piyasaların olumsuz performans sergilemesine neden olmuştur<sup>424</sup>. Bu dönemde, yatırımcıların güvenilir yatırım araçlarını daha çok tercih eder hale geldikleri gözlenirken, gelişmekte olan ülkelerin mali piyasalardaki olumsuz seyirden bu kez görece daha az etkilenmekte oldukları da dikkat çekmektedir.

Esasen dalgalanmanın boyutu, Grafik 4'te görüldüğü gibi 2006 yılında yaşanan dalgalanmanın boyutundan daha büyüktür. Yaşanan belirsizlikler uluslararası bankaların geri ödeyememe riskine odaklanarak, kredi kullandırmakta isteksiz davranmalarına ve finans piyasalarında likidite sıkıntılarının yaşanmasına neden olmaktadır.

Bu noktaya nasıl gelindiği konusunda farklı görüşler mevcuttur<sup>425</sup>. Bunlardan birinci görüş, şeffaf olmayan işlemler adı altında, artan finansal mühendislik uygulamaları sonucunda ortaya çıkan karmaşık enstrümanlar, paketleme ve pazarlamaya dayalı iş modeli, gözetim/denetim zafiyeti ve bu zafiyetin yarattığı arbitraj fırsatları gibi unsurları sebep olarak dikkate almaktadır<sup>426</sup>. İkinci görüş ise küresel likidite koşullarını temel alarak uzun süre düşük kalan reel faiz oranlarının yarattığı geniş kredi olanakları,

---

<sup>423</sup> 2006 yılında da kamu borçlarının yapısına ve düzeyine ilişkin iyileşme devam etmektedir. Kamunun iç borç kompozisyonunda, Türk parası cinsinden değişken faizli ve yabancı para cinsinden borç stoklarının payı 2005 yılı sonuna göre düşmüş olup, bu durum Hazine'nin faiz ve kur riskine olan duyarlılığının azaldığını göstermektedir. Hazine Müsteşarlığı'nın uluslararası piyasalarda gerçekleştirdiği takas işlemleri, Hazine'nin borçlanma maliyetlerinin yakın zamandaki dalgalanmadan asgari düzeyde etkilendiğine işaret etmektedir TCMB Enflasyon Raporu, 2007-1

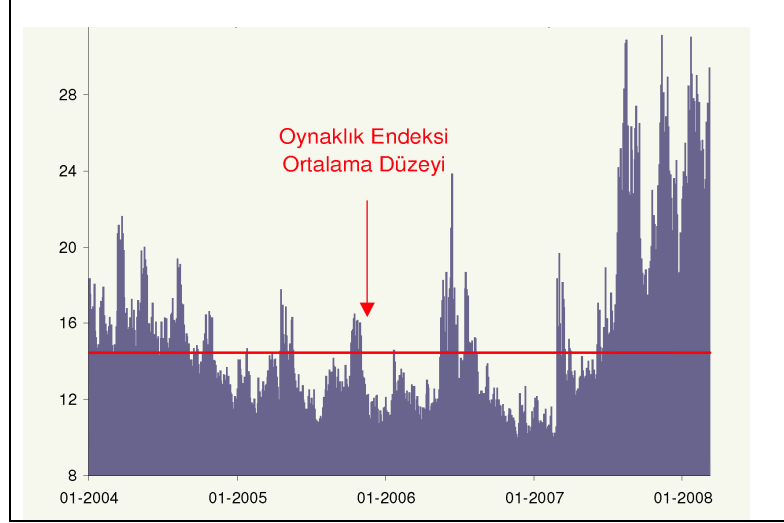
<sup>424</sup> TCMB 2006 Yıllık Raporu, s.18

<sup>425</sup> Bu görüşler için bkz. Adnan Kasman, Duygu Ayhan, Foreign exchange reserves and exchange rates in Turkey: Structural breaks, unit roots and cointegration, *Economic Modelling* 25 (2008) 83–92, G.C. Lim, Paul D. McNelis, Central bank learning, terms of trade shocks and currency risk: Should only inflation matter for monetary policy?, *Journal of International Money and Finance* 26 (2007) 865-886, Bhattacharya, J., Singh, R., Optimal choice of monetary policy instruments in an economy with real and liquidity shocks, *Journal of Economic Dynamics and Control* (2007), doi:10.1016/j.jedc.2007.05.007, Krause, S., Mendez, F., Institutions, arrangements and preferences for inflation stability: Evidence and lessons from a panel data analysis, *Journal of Macroeconomics* (2007), doi:10.1016/j.jmacro.2006.1.001

<sup>426</sup> G.C. Lim, Paul D. McNelis, Central bank learning, terms of trade shocks and currency risk...,s.4

kaldıraçlı işlemlerin artması ve aşırı risk iştahının bu duruma gelinmesini sağladığı yönündedir<sup>427</sup>.

**Grafik 4: Global Oynaklık Endeksi\***



\* VIX, S&P 500 endeksi (500 büyük şirketin işlem gördüğü endeks) baz alınarak hesaplanan opsiyon fiyatlarının oynaklıklarının enterpolasyon yöntemiyle hesaplandığı bir endekstir.

Kaynak: Bloomberg, TCMB

Esasen bu görüşler birbirlerinin alternatifi olarak algılanmamalıdır. Her iki görüş de birbirlerini tamamlayarak, yaşanan dalgalanmaların iki farklı yönünü açıklamaktadır. Zira 2007 yılının son çeyreğinde ve 2008 yılının ilk aylarında ABD ve Avrupa ülkelerinde açıklanan ekonomik veriler, finansal piyasalarda yaşanan gelişmelerin reel sektöre de yayılmaya başladığına dair sinyaller vermiştir<sup>428</sup>. Bunun doğal bir sonucu olarak 2007 yılının ilk çeyreğinden itibaren dünyanın bir çok ülkesinde fiyat artış hızlarında yukarı yönlü belirgin bir hızlanma meydana gelmiştir. 2007 yılında Türkiye, 2006 yılı sonuna göre, enflasyonda düşüş sağlayan ülkelerin başında gelmektedir. Bu dönemde belli başlı 60 ülkede enflasyon hızı ortalama 2 puana yakın yükselmişken, Türkiye'de 1,3 puan düşmüştür.

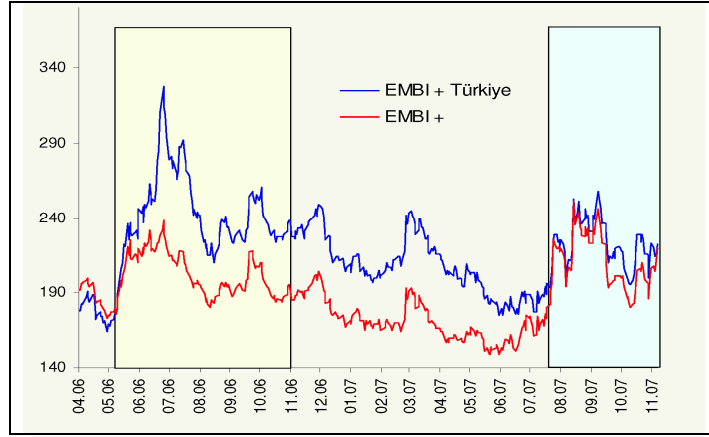
Türkiye ekonomisine ilişkin risk göstergelerine bakıldığında ise (Grafik 5), Türkiye'nin risk priminin, diğer gelişmekte olan ülkelere paralel olarak arttığı görülmektedir. Mevcut

<sup>427</sup> Krause, S., Mendez, F., Institutions, arrangements..., s.12

<sup>428</sup> Yaşanan finansal dalgalanmanın, dünyada büyüme hızlarını düşüreceği tahmin edilmektedir. Finansal kuruluşların yüksek oranda zarara uğradıklarının anlaşılması ve ABD ekonomisinde resesyon endişelerinin ortaya çıkması, risk algılamalarının önemli ölçüde bozulmasına ve gelişmekte olan ülkelerin risk primlerinin artmasına yol açmıştır.

durum 2006 yılı ile kıyaslandığında, Türkiye'nin risk priminin görece olarak istikrarlı bir seyir izlediği dikkat çekmektedir. Finansal dalgalanmaların Türkiye üzerindeki etkilerinin ticaret kanalı (dış talep) ve sermaye akımları (portföy ve kredi) yoluyla ortaya çıkacağı tahmin edilmektedir<sup>429</sup>.

**Grafik 5: Risk Göstergeleri (Ocak-Kasım 2007)**



Kaynak: JP Morgan, TCMB

Türkiye, hem varlık hem de yükümlülük tarafından uluslararası gelişmelerin olumsuz etkilerine maruz değildir. Ancak dolarizasyonun halen yüksek olması, dalgalanmaların etkisinin ekonomik değişkenlerle birlikte gündelik hayatta da daha kuvvetli hissedilmesine yol açmaktadır<sup>430</sup>. Bu dalgalanmaların önemli maliyetleri de olmaktadır. Tablo 6, bu maliyetlere yol açan döviz kuru dalgalanmaları hakkında ayrıntılı bilgi vermektedir:

<sup>429</sup> Kasman and Ayhan, Foreign exchange reserves..., s.7

<sup>430</sup> ibid, s.14

**Tablo 9: TCMB USD Satış Kurunun Dalgalanmalar Esnasındaki Değerleri (YTL)**

<b>Başlangıç tarihi</b>	<b>Dalgalanma süresi (gün)</b>	<b>Başlangıç değeri</b>	<b>Tepe noktası</b>	<b>Başlangıcından bitişine % değişim</b>
<b>15.04.2002</b>	106	1.2928	1.6966	31.2
<b>03.12.2002</b>	37	1.5200	1.6825	10.7
<b>03.03.2003</b>	22	1.5962	1.7548	9.9
<b>24.09.2003</b>	47	1.3545	1.5048	11.1
<b>05.04.2004</b>	49	1.3076	1.5582	19.2
<b>20.07.2004</b>	63	1.4293	1.5388	7.7
<b>08.03.2005</b>	22	1.2601	1.3905	10.3
<b>04.05.2006</b>	53	1.3167	1.7016	29.2
<b>26.02.2007</b>	9	1.3826	1.4568	5.4
<b>25.07.2007</b>	26	1.2421	1.3947	12.3

Kaynak: TCMB Verileri

Bugün itibarıyla dünya ekonomisinde sert bir yavaşlama olmayacağı görüşü ön plana çıkmakta ve gelişmekte olan ülkelere olan sermaye akımında belirgin bir azalış gözlenmemektedir<sup>431</sup>. Bununla birlikte finansal piyasalarda risklerin fiyatlanmasında halen güçlük yaşanması temkinli olunmasını gerektirmektedir. Sonuç olarak dış piyasalarda meydana gelen dalgalanmaların Türkiye ekonomisine olası etkilerinin, ağırlıklı olarak iç ve dış talebi sınırlandırıcı yönde olacağı öngörülmektedir.

### **2.5.2.3 Açık Enflasyon Hedeflemesi Uygulamasının İlk Döneminde Alınan Sonuçların Değerlendirilmesi**

2006 yılının ortalarından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırmanın etkilerinin hissedildiği 2007 yılında enflasyonu kontrol altına almakta göreceli bir başarı kazandığı görülmektedir. Ancak, para politikasının doğrudan etkide bulunamadığı gıda, enerji ve emtia fiyatlarında küresel düzeyde gerçekleşen belirgin artışlar para politikasının başarısını gölgeleyen

<sup>431</sup> ibid, s.16



başlıca gelişmeler olmuştur. Ayrıca, maliye politikasının enflasyondaki düşüş sürecine yaptığı katkı, 2007 yılında gerek kamu harcamalarındaki canlanma gerekse tütün ve akaryakıt ürünlerine yönelik özel tüketim vergilerindeki artış sonucunda sınırlı olmuştur. Böylece, 2007 yılında enflasyon oranı Hükümet ile beraber belirlenen yıl sonu hedefinin belirgin olarak üzerinde gerçekleşmiştir. Merkez Bankası, Hükümet'e yazdığı açık mektup aracılığıyla hedeften sapma nedenlerini ve enflasyonun tekrar hedefe ulaşması için alınan tedbirleri, hesap verebilirlik ilkesi doğrultusunda, kamuoyu ile paylaşmıştır<sup>432</sup>.

2007 yılı para politikası uygulamaları açısından getirilen bir diğer yenilik, Enflasyon Raporlarında yer alan ve daha önce bir buçuk yıllık bir zaman dilimini kapsayacak şekilde sunulmakta olan enflasyon tahminlerinin, 2007 yılından itibaren, ekonomik birimlerin önelerini daha iyi görebilmelerine katkıda bulunmak amacıyla, iki yıllık bir vadeyi kapsayacak şekilde verilmeye başlanmasıdır. Bu yenilikle beraber, Beklenti Anketi sonuçları ile kıyaslanabilir bir tahmin ufku oluşturularak, enflasyon tahminlerinin daha kolay incelenip değerlendirilmesine imkan sağlanması amaçlanmıştır.

Para politikasının temel iletişim aracı yılda dört kez yayımlanmakta olan Enflasyon Raporları olmaya devam etmiştir. Bu çerçevede, 2007 yılında, Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarında olmak üzere dört kez Enflasyon Raporu yayımlanmıştır. Enflasyon Raporlarında, enflasyonun seyri ile makroekonomik ve finansal gelişmelere ilişkin kapsamlı analizlerin yanı sıra, Merkez Bankasının enflasyon tahminleri, para politikasının gelecekteki seyrine ilişkin risk faktörleri ve söz konusu risklerin gerçekleşmesi halinde Merkez Bankasının olası politika tepkileri yer almaktadır. İletişim politikalarının bir diğer önemli unsuru ise, aylık enflasyon verilerinin doğru yorumlanmasına katkıda bulunmak amacıyla yayımlanan "Aylık Fiyat Gelişmeleri Raporu" olmuştur.

2007 yılında, enflasyon hedeferi TÜFE'nin yıllık yüzde değişimi olarak tanımlanmaya devam etmiş ve 3 yıllık hedef ufku korunmuştur. Ekonomideki yapısal dönüşüm, yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş ve gelişmiş ülkelere yakınsama süreci göz önüne alınarak; orta vadede yüzde 4 civarında bir enflasyon hedefi uygun görülmüştür<sup>433</sup>. Bu

<sup>432</sup> Bu mektup için bkz. TCMB Resmi Web Sitesi, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

<sup>433</sup> TCMB 2007 Yıllık Raporu, s. 31

bağlamda, 2007 ve 2008 yılı enflasyon hedeferi yüzde 4 olarak korunurken, 2009 yılı hedef de yine yüzde 4 olarak ilan edilmiştir. Buna ek olarak, hesap verebilirlik mekanizmasına temel oluşturmak üzere, 2007 yılı için belirsizlik aralığı hedef etrafında 2 yüzdelik puan olarak tanımlanmış ve yıl sonu hedef ile tutarlı üçer aylık enflasyon patikası ile birlikte açıklanmıştır. Söz konusu enflasyon patikası, Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yapılan program çerçevesinde, üçer aylık gözden geçirmelerde kullanılan Net Uluslararası Rezervler kalemi ile birlikte performans kriterini oluşturmuştur<sup>434</sup>.

2002 yılında bu yana, para ve maliye politikalarının geçmiş dönemlere nazaran daha uyumlu ve kararlı bir şekilde uygulanması sonucunda ekonomide sağlanan görece istikrarla birlikte büyüme ve enflasyon rakamlarındaki oynaklık önemli ölçüde azalırken, yüksek büyümeyle birlikte enflasyon gerilemiştir. Bu süreçte kamu kesiminin borç yükünün azalması, mali piyasaların derinleşmesine imkan vererek artan tüketici ve yatırımcı güveninin iktisadi faaliyetlere dönüşmesine katkıda bulunmuştur<sup>435</sup>. Özel kesim tüketim ve yatırım harcamalarındaki hızlı artış, söz konusu kesimin tasarruf oranlarının düşmesine neden olmuş ve artan ekonomik faaliyetler, başta uzun vadeli borçlanma ve doğrudan sermaye girişleri olmak üzere, önemli ölçüde dış tasarrufardan karşılanmıştır. Bu gelişme, cari işlemler açığının büyümesine ve özel kesimin dış borç stokunun artmasına neden olmuştur. Geline nokta, enflasyonun düşük tek haneli oranlara indirilmesi, son yıllarda uygulanan sıkı maliye ve para politikalarının devamının yanı sıra, Avrupa Birliği hedefiyle uyumlu olarak piyasa mekanizmasını daha da güçlendirecek, mali kesimin aracılık kapasitesini reel sektörün kaynak ihtiyacını etkin olarak karşılayacak şekilde geliştirecek, toplam faktör verimliliğini ve rekabet gücünü artıracak, kamu kesimini daha da etkinleştirecek nitelikteki reformların hayata geçirilmesiyle yakından ilgilidir<sup>436</sup>.

2007 yılı sonunda Tüketici Fiyat Endeksi enflasyonu yüzde 8,39 olarak gerçekleşmiş ve yıl sonu için açıklanmış belirsizlik aralığının üst limiti olan yüzde 6 seviyesinin üzerinde kalmıştır. Bu gelişmede, yılın son çeyreğindeki fiyat gelişmeleri etkili olurken, söz

---

<sup>434</sup> ibid, s.32

<sup>435</sup> TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz'ın Bakanlar Kurulu'na yaptığı sunum, 23.05.2008

<sup>436</sup> Mattias, Jerome (2007): *Turquie à la Recherche de Stabilisation*, Le Monde, 20.03.2008

konusu dönemde yönetilen/ yönlendirilen ürünler ve işlenmiş gıda ürünlerinde görülen yüksek oranlı fiyat artışları temel belirleyici olmuştur<sup>437</sup>.

Son dönemde gerek gelişmiş ülkelerin gerekse gelişmekte olan ülkelerin enflasyon oranlarında bir artış gözlenmekle beraber, ülkelerin orta dönemde maruz kalacakları enflasyon dinamiklerinde bir ayrışma gözlenmektedir. Bu ayrışmanın en önemli nedeni enflasyon hesaplamasında kullanılan tüketici fiyatları sepetlerinde önemli farklılıklar bulunmasıdır<sup>438</sup>.

Bu gelişmeler ışığında Merkez Bankası, gerek güçlü parasal sıkılaştırmanın gecikmeli etkileriyle toplam talep koşullarının enflasyondaki düşüş sürecine verdiği desteğin devam ediyor olması gerekse hizmet sektöründeki enflasyonun beklenenden olumlu seyretmesi gibi gelişmelerin etkisiyle, 2007 Eylül ayından itibaren ölçülü bir faiz indirimine gidilmesini uygun görmüş, yılın son aylarında işlenmiş gıda ve yönetilen/yönlendirilen enerji fiyatlarındaki yüksek artışlar nedeniyle enflasyonun yükselmesine rağmen, enflasyonda görülen artışın kalıcı bir nitelik taşımadığı değerlendirilmesinde bulunarak politika duruşunu korumuş ve temkinli faiz indirimlerine devam etmiştir. Bununla birlikte, gıda ve enerji fiyatlarındaki gelişmelerin genel fiyatlama davranışlarına etkileri konusundaki risklere ve bununla ilişkili olarak enflasyon beklentilerindeki katılığa dikkat çekerek temkinli olunması gerektiği vurgulanmıştır<sup>439</sup>. Sonuç olarak, 2007 yılında Merkez Bankası gecelik borçlanma faiz oranı, toplamda 175 baz puan azalarak yüzde 17,50 seviyesinden yüzde 15,75 seviyesine gerilemiştir. Ancak, global kriz endişelerinin ve bunun öncü göstergesi olan artan petrol fiyatlarının gittikçe daha büyük bir risk yarattığının 2008 yılının ilk aylarında anlaşılması üzerine bu gerileme yerini yukarı yönlü bir trende bırakmıştır (Tablo 10).

---

<sup>437</sup> TCMB Enflasyon Raporu 2008-I, s.19

<sup>438</sup> TCMB Enflasyon Raporu 2007-II, s.19

<sup>439</sup> TCMB 2007 Yıllık Rapor, s.39

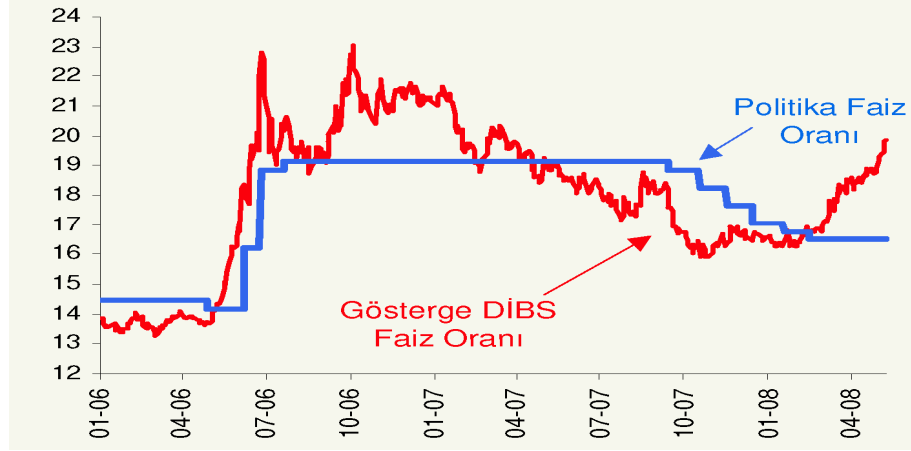
**Tablo 10: Para Politikası Kurulu'nun TCMB Gecelik Borçlanma Faizi Kararları**

<b>Toplantı Tarihi</b>	<b>Politika Faiz Oranı</b>	<b>Değişiklik (%)</b>
16 Ocak 2007	17,50	0
15 Şubat 2007	17,50	0
15 Mart 2007	17,50	0
18 Nisan 2007	17,50	0
14 Mayıs 2007	17,50	0
14 Haziran 2007	17,50	0
12 Temmuz 2007	17,50	0
14 Ağustos 2007	17,50	0
<b>13 Eylül 2007</b>	<b>17,25</b>	<b>-0,25</b>
<b>16 Ekim 2007</b>	<b>16,75</b>	<b>-0,50</b>
<b>14 Kasım 2007</b>	<b>16,25</b>	<b>-0,50</b>
<b>13 Aralık 2007</b>	<b>15,75</b>	<b>-0,50</b>
<b>17 Ocak 2008</b>	<b>15,50</b>	<b>-0,25</b>
<b>14 Şubat 2008</b>	<b>15,25</b>	<b>-0,25</b>
19 Mart 2008	15,25	0
17 Nisan 2008	15,25	0
<b>15 Mayıs 2008</b>	<b>15,75</b>	<b>+0,50</b>
<b>16 Haziran 2008</b>	<b>16,25</b>	<b>+0,50</b>

Kaynak: TCMB

Bu kararların sonucunda belirlenen faizlerin piyasada oluşan gösterge DİBS faiz oranıyla 2006 yılının ortalarına kadar paralel bir trend izlediği, ancak global risk endişelerinin sıklaştığı dönemlerde aradaki farkın arttığı gözlenmektedir.

**Grafik 6: TCMB Politika Faiz Oranları ve Gösterge DİBS Faiz Oranı**



Kaynak: TCMB

Bu endişelerin kaynağı olarak başlıca dört risk bulunduğu söylenebilir:

- i. ABD ekonomisinde resesyon ve dünya ekonomisinde öngörülenden daha şiddetli bir yavaşlama,
- ii. Emtia ve konut fiyatlarında yaşanabilecek büyük çaplı dalgalanmalar,
- iii. Finansal kuruluşların zayıflamış durumda olan sermaye yapılarının yarattığı kırılganlıklar,
- iv. Fon kaynaklarına erişimin güçleşmesi<sup>440</sup>.

2008 yılında ortaya çıkan bir dizi arz şoku nedeniyle enflasyonun hedeflerin belirgin olarak üzerinde kalmasına rağmen, aynı yılın sonundan itibaren enflasyon beklentileri gerek 12 ay gerekse 24 ay sonrası için düşüş eğilimi göstermiştir. Bununla birlikte, 2008 yılında, özellikle son çeyrekte, beklentilerdeki iyileşme sınırlı kalmıştır. Bu gelişmede fiyatlama davranışlarının geçmiş enflasyona kısmen endeksli olmasının yanı sıra yönetilen/yönlendirilen fiyatlarda yapılan ve yapılması planlanan ayarlamaların da etkisi bulunmaktadır<sup>441</sup>. Diğer yandan, 2007 Kasım ayı içinde gerçekleşen fiyat ayarlamalarının orta vadeli enflasyon beklentileri üzerindeki etkisinin sınırlı kalması, 2007 sonu ve 2008 yılı başında ekonomik birimlerin enflasyon hedeflerini büyük oranda

<sup>440</sup> AB: *Crise systémique globale : Quatre grandes tendances pour la période 2008-2013* - Communiqué public GEAB N°24 (15 avril 2008), AB Resmi Web Sitesi, [europa.eu.int](http://europa.eu.int)

<sup>441</sup> TCMB Enflasyon Raporu 2008-I, s.21

referans almaya devam ettiklerine işaret etmiştir. Ancak, orta vadeli enflasyon beklentilerinin yüzde 4 olan enflasyon hedefinin halen iki katının üzerinde seyretmesi, 2008'in ikinci çeyreğinde hedefleme üzerinde revizyon beklentilerini gündeme getirmiştir. TCMB bünyesinde hedef revizyonu öncesinde yapılan çalışmalar, enflasyonda hızlı bir düşüşün yaşandığı 2002-2005 yılları arasında iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini oluştururken büyük ölçüde enflasyon hedeflerine bağlı kaldığını; ancak 2006 yılının ortalarına doğru, gerek arz şoklarının belirginleşmesi gerekse anılan dönemde yaşanan portföy şoku sonrasında enflasyonun yıl sonu hedefinden uzaklaşması nedeniyle, beklenti oluşumundaki bu yapının değiştiğini bulgulamıştır<sup>442</sup>.

#### **2.5.2.4 2008 Enflasyon Hedefi Revizyonu**

Enflasyon hedeflemesi döneminde arz şoklarının olağan dışı boyutlara ulaşması enflasyon hedeflerinin belirgin olarak aşılmasına neden olmuştur. Daha da önemlisi, bu şokların etkilerinin, başlangıçtaki tahminlerin tersine uzun bir müddet süreceğine ilişkin algılamalar giderek güçlenmektedir. Bunun yanında, küresel ekonomideki sorunların devam etmesi nedeniyle enflasyon görünümüne ilişkin riskler belirginleşmiştir. Bu doğrultuda güncellenen projeksiyonlar, para politikasının temkinli bir duruş gösterdiği bir durumda dahi, enflasyonun yüzde 4 seviyesine ulaşmasının oldukça uzun bir süre alabileceğine işaret etmiş, daha da önemlisi enflasyon hedefinin nominal çıpa özelliğini yitirdiği gözlenmiştir. Bu nedenle TCMB, 2008 Haziran ayının başında Hükümetle yaptığı değerlendirmeler sonucunda enflasyon hedeflerini 2009 yılı sonu için yüzde 7,5 ve 2010 yılı sonu için yüzde 6,5 olarak güncellemiş, 2011 yılı için ise yüzde 5,5 olarak belirlemiştir<sup>443</sup>.

Alınan bu kararın gerekçeleri ve olası sonuçları etkin bir iletişim politikası çerçevesinde kamuoyu ile paylaşılmış ve hedefleri değiştirmenin enflasyon beklentilerini kısa vadede bozma olasılığını bertaraf etmek amacıyla hedef değişikliği Haziran 2008'de

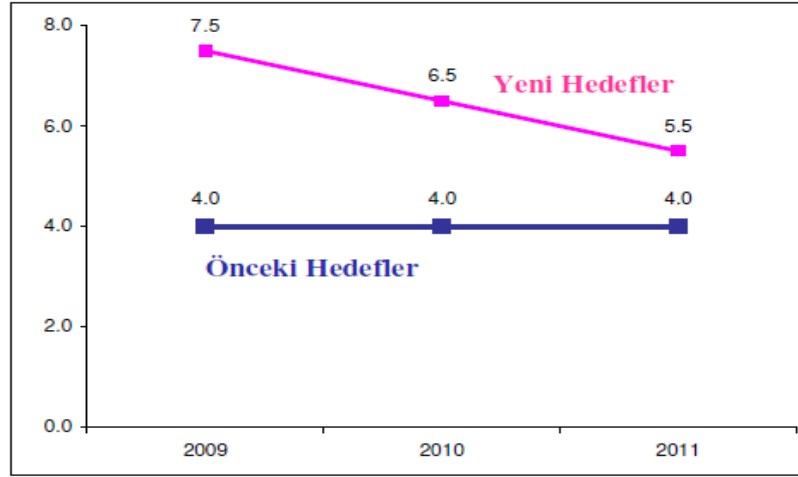
---

<sup>442</sup> Bakınız: Başkaya, Y. S., Kara, H., ve Mutluer-Kurul, D., 2008, "Inflation Expectations and Monetary Policy in Turkey", TCMB Çalışma Tebliği, No: 08/01.

<sup>443</sup> Hükümete gönderilen mektup için bkz. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

gerçekleştirilen bir parasal sıkılaştırmayla birlikte uygulanmıştır. Hedef değişikliği ile, iktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken referans alabilecekleri enflasyon hedefleri belirlenerek, enflasyon beklentilerinin kontrol edilmesi amaçlanmıştır. 2012 yılı enflasyon hedefi belirlenirken de enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk yıllarında elde edilen tecrübelerin ışığında hareket edilmiş ve yukarıda bahsedilen ilkeler doğrultusunda hedefin inandırıcı ve ulaşılabilir olması göz önünde bulundurulmuştur.

**Grafik 7: 2008 Enflasyon Hedefi Revizyonu**

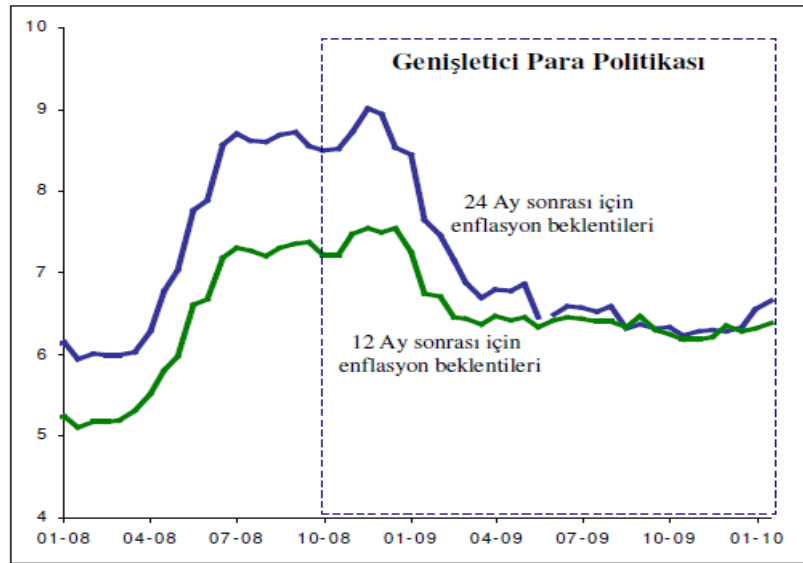


Kaynak:TCMB

Enflasyon hedeflerinde 2008 Haziran ayında gerçekleştirilen revizyon ile, enflasyon beklentilerindeki bozulma durmuştur. Ardından uygulanan parasal sıkılaştırma ve Merkez Bankasının bu dönemde kamuoyu ile etkili bir iletişim politikası izlemesi de hedef revizyonunun etkisini güçlendirmiştir. Ancak, orta ve uzun vadeli bir perspektifle gerçekleştirilen hedef revizyonunun ekonomik birimlerin beklenti oluşum davranışları üzerinde kalıcı bir etki oluşturup oluşturmadığı daha fazla önem taşımaktadır. Bu dönemde TCMB bünyesinde yapılan analizler, hedef revizyonu ile birlikte, gerek 12 ay, gerekse 24 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentilerinin enflasyon hedefleri ile

ilişkisinin güçlendiğini ortaya koymaktadır<sup>444</sup>. Bir diğer ifadeyle, Haziran 2008 öncesinde hedef ile 24 ay sonrasına ilişkin beklentiler arasında istatistiksel olarak anlamsız bir ilişki olduğu gözlenirken, bu ilişki Haziran 2008 ve sonrasındaki dönemde anlamlı bir hal kazanmıştır. Öte yandan, enflasyon beklentileri ile geçmiş döneme ait gerçekleşen enflasyon arasındaki ilişkinin hem büyüklüğünün hem de istatistiki anlamlılığının hedef revizyonu sonrasında azaldığı gözlenmektedir. Ortaya çıkan sonuçlar, revizyon sonrası 24 ay sonrasına ilişkin beklentilerin hedeflere duyarlılığındaki artışın, 12 ay sonrasına ilişkin beklentilerin hedeflere duyarlılığındaki artışa göre daha fazla olduğunu göstermektedir. Bu bulgu, hedef değişikliğinin orta vadeli beklentileri yönlendirmede daha etkili olduğuna işaret etmektedir.

**Grafik 8: Enflasyon Beklentileri ve Para Politikası**



Özetle, 2008 yılında gerçekleştirilen hedef revizyonu sonrasında enflasyon beklentileri ile hedefler arasındaki ilişki tekrar güçlenirken, bu dönemde enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleşmelerine duyarlılığı da azalmıştır. Sonuç olarak, hedef revizyonu

<sup>444</sup> Analizin teknik detayları ve ayrıntılı sonuçları için bakınız: Başkaya, Y. S., Gülşen, E. ve M. Orak (2010), "2008 Hedef Revizyonu Öncesi ve Sonrasında Enflasyon Beklentileri", TCMB Ekonomi Notları, Sayı: 2010-01

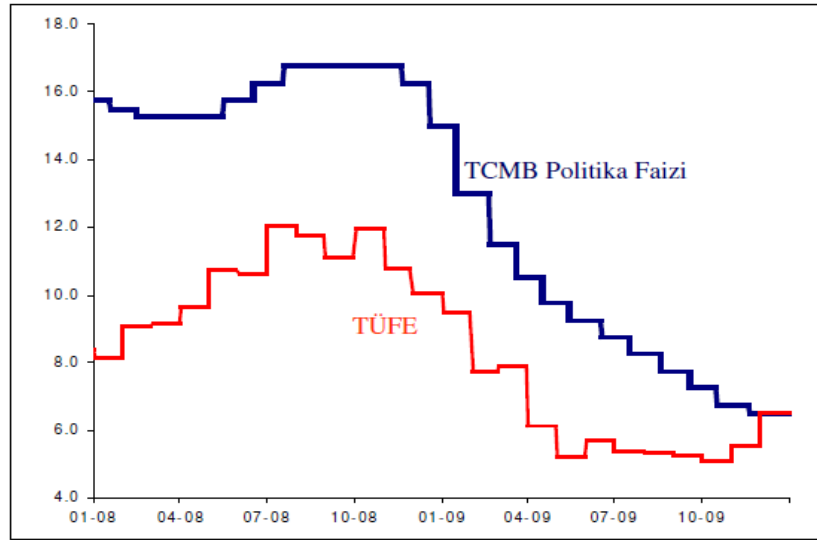


sonrasında TCMB'nin enflasyon hedeflerinin kredibilitesinin yeniden güçlendiği ve dolayısıyla, hedef revizyonunun büyük ölçüde amacına ulaştığı görülmektedir.

### 2. 5.2.5 Global Finansal Krize Karşı TCMB'nin Aldığı Önlemler ve İletişim Performansı

Birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeye dair risklilik algılamalarının arttığı kriz sürecinde TCMB, küresel enflasyondaki düşüşü ve toplam talep koşullarındaki aşağı yönlü eğilimin güçlenerek uzunca bir süre devam edeceğini öngörerek piyasaları etkin bir şekilde yönlendirmiştir. TCMB, iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek hasarı sınırlamak amacıyla, bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını süratli bir şekilde aşağı çekerken, diğer yandan, dengeleyici bir likidite politikası izleyerek kredi piyasalarındaki tıkanıklığı gidermeyi hedeflemiştir. Bu çerçevede, 2008 yılının Kasım ayında faiz indirimlerine başlanmış ve en son 2009 yılının Kasım ayında yapılan indirimle, toplam faiz indirimi miktarı 1025 baz puana ulaşmıştır. Böylelikle, öncü rolünün yanı sıra Türkiye, kriz sürecinde enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler içinde en fazla faiz indiren ülke olmuştur (Grafik 9).

**Grafik 9: Yıllık TÜFE ve TCMB Politika Faizleri**



Kaynak: TCMB

2008 yılının Kasım ayında faiz indirimlerinin başladığı günden bu yana yerel ve küresel gelişmeler TCMB'nin öngörülerinin ve para politikası uygulamalarının doğruluğunu teyid eder nitelikte olmuştur. Bu durum, TCMB'nin etkin iletişim politikası ve beklenti yönetimi ile birlikte, para politikası kararlarının finansal değişkenler ve beklentiler üzerindeki etkinliğini artırmıştır. Alınan başlıca önlemler şu şekilde özetlenebilir<sup>445</sup>:

**Faiz kararları:** 2008 yılının son çeyreğinden itibaren küresel finans krizinin derinleşmesiyle iktisadi faaliyette sert bir daralma gözlenmiş ve emtia fiyatları hızlı bir düşüş göstermiştir. Bu gelişmeler, enflasyon görünümünde düşüş yönünde güçlü bir eğilime işaret etmiştir. Bu dönemde Türkiye'nin finansal sisteminin görece olarak sağlam durumda olması ve risk primindeki bozulmanın sınırlı kalması, TCMB'nin, iktisadi faaliyetlerdeki daralmayı yumuşatmak ve enflasyonun hedeflerden aşağı yönde belirgin olarak sapmasını sınırlamak amacıyla yüksek ölçekli faiz indirimlerine gitmesine imkan tanımıştır. Bu bağlamda, 2008 yılı Kasım ayından 2009 yılı Nisan ayına kadar olan altı aylık süre içinde politika faiz oranları 700 baz puan indirilmiştir.

**Türk Lirası likiditesine yönelik önlemler:** Mayıs 2008'den itibaren piyasada ortaya çıkan likidite ihtiyacı düzenli olarak gerçekleştirilen bir hafta vadeli repo ihaleleri ile karşılanmış ve gecelik piyasadaki faizlerin TCMB borçlanma faizine yakın seviyelerde oluşması sağlanmıştır. 29 Ocak 2009 tarihinde bankalara Likidite Desteği Kredisi kullandırılması koşulları yeniden gözden geçirilmiştir. Merkez Bankası Yasası'nın 40. maddesinde Merkez Bankasına, banka sisteminde belirsizlik ve güvensizlik oluşması ve fon çekilişlerinin hızlanması halinde, haklarında belirsizlik ve güvensizlik oluşan bankalara, şartları Merkez Bankası tarafından kararlaştırılmak üzere, fon çekilişlerini karşılayacak miktarda kredi verebilme yetkisi verilmiştir. Yapılan düzenleme ile kullandırılacak kredilere ilişkin usul ve esasların belirlendiği Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Likidite Desteği Kredisi Yönetmeliği, Bankanın İnternet sitesinde yayımlanmıştır. Buna göre bankalar, olağanüstü durumlarda, avans şeklinde birer aylık vadelerde en fazla bir yıl süreyle, Merkez Bankasının Bankalararası Para Piyasasında geçerli borç verme faiz oranından ve bu piyasada geçerli teminatlar karşılığında özkaynaklarının iki katına kadar kredi kullanabileceklerdir. Bankacılık sisteminin dışsal

---

<sup>445</sup> TCMB Enflasyon Raporu'ndan (2009-III) derlenmiştir.

şoklara dayanıklı ve sağlıklı yapısı ile Merkez Bankasının esnek ve etkin likidite yönetimi sayesinde bugüne kadar bu aracın kullanılmasına ihtiyaç olmamıştır.

**Döviz likiditesine yönelik önlemler:** Küresel belirsizliklerin arttığı dönemlerde döviz likiditesinde sıkıntı yaşanmaması ve döviz piyasalarının etkin işleyişinin korunması amacıyla alınan önlemler şu şekilde sıralanabilir:

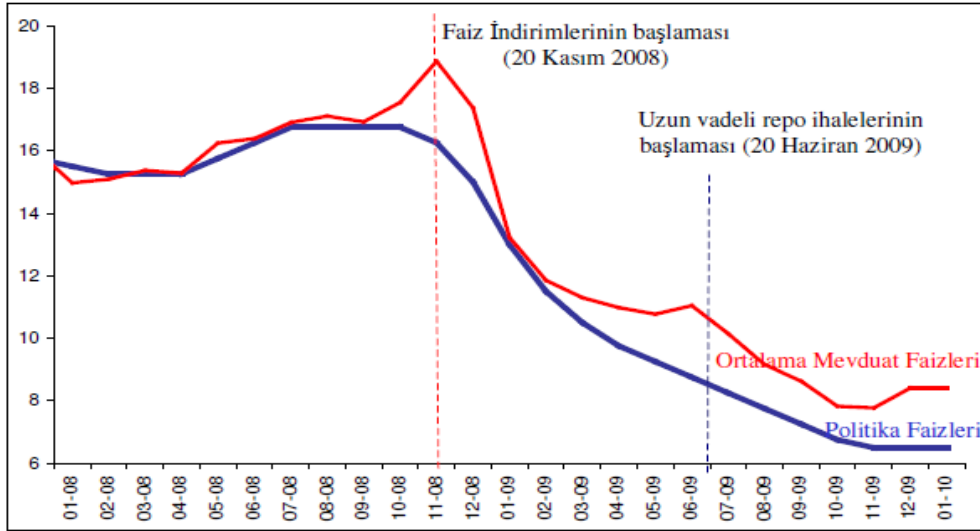
- 9 Ekim 2008'de Banka nezdindeki Döviz ve Efektif Piyasaları döviz depo piyasasındaki aracılık faaliyetlerine yeniden başlanmış, bankaların bu piyasada işlem yapma limitleri bilanço büyüklükleri göz önüne alınarak 14 Ekim'de güncellenmiş, 24 Ekim'den itibaren iki katına çıkarılarak toplamda 10,8 milyar ABD dolarına yükseltilmiştir.
- 16 Ekim 2008 tarihinde, 2002 yılından beri rezerv biriktirme amaçlı düzenlenmekte olan, döviz alım ihalelerine ara verilmiş ve böylece döviz piyasasından çekilen likiditenin sistemde kalması sağlanmıştır.
- 24 Ekim 2008 tarihinde, günlük satım tutarı 50 milyon ABD doları olmak üzere döviz satım ihaleleri düzenlenmeye başlanmış, küresel piyasalardaki olumlu gelişmeler üzerine döviz satım ihaleleri 30 Ekim'de durdurulmuştur. Bu süre zarfında iki ihale gerçekleştirilmiş ve toplam 100 milyon ABD doları satılmıştır. Döviz piyasasında sağlıklı fiyat oluşumları gözlenmesi üzerine 10 Mart 2009 tarihinden itibaren döviz satım ihaleleri yeniden başlatılmış, ihalelerin durdurulduğu 3 Nisan 2009 tarihine kadar gerçekleştirilen 18 ihalede toplam 900 milyon ABD doları satılmıştır.
- 21 Kasım 2008'den itibaren bankaların döviz depo piyasasında ABD doları ve euro cinsinden Merkez Bankasından alabilecekleri döviz depolarının vadesi 1 haftadan 1 aya yükseltilmiş, bu piyasada yüzde 10 olarak belirlenmiş olan borç verme faiz oranları ABD doları için yüzde 7'ye, euro için yüzde 9'a düşürülmüştür. Uluslararası para piyasaları faiz oranlarındaki gelişmeler dikkate alınarak 20 Şubat 2009 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere bu piyasadaki vade ve faiz oranları yeniden düzenlenerek, bankaların Merkez Bankasından alabilecekleri döviz depolarının vadesi 3 aya uzatılmış, Merkez Bankası taraflı işlemlerde borç verme faiz oranı ABD doları için yüzde 5,5'e, euro için yüzde 6,5'e düşürülmüştür. Ayrıca, bankaların bu piyasada kendi aralarında

gerçekleştirdikleri işlemlerde daha önce 1 aya kadar olan vade 3 aya kadar uzatılmıştır.

- 5 Aralık 2008 tarihinde yüzde 11 olan yabancı para zorunlu karşılık oranı 2 puan azaltılarak yüzde 9 düzeyine indirilmiş, böylece bankacılık sistemine yaklaşık 2,5 milyar ABD doları ek döviz likiditesi sağlanmıştır. Ayrıca, ters dolarizasyon sürecini ve Türk lirası mevduat ve kredileri desteklemek amacıyla yabancı para zorunlu karşılıklara faiz ödenmesi uygulamasına son verilmiş, Türk lirası zorunlu karşılıklara ödenen faiz oranı yükseltilmiştir.

Merkez Bankasının finansal piyasalar üzerindeki artan etkinliği piyasa faizleri üzerinde gözlenebilmektedir. Türkiye’de geçmiş küresel oynaklık dönemlerinde, piyasa faizlerinin temel belirleyicisi risk algılamaları olmuş ve piyasa faizlerinde hızlı yükselişler gözlenmiştir. Son kriz sürecinde ise, risk algılamalarının yüksek seviyelerde seyrettiği dönemler de dahil olmak üzere, piyasa faizlerini iktisadi konjonktür ve para politikası duruşu şekillendirmiştir. Bunun sonucunda piyasa faizleri tarihsel olarak en düşük düzeylerine inmiştir.

**Grafik 10: TCMB Faizleri ve Ortalama Mevduat Faizleri**



Kaynak: TCMB

Tüm dünyada kamunun artan borçluluk oranlarının orta ve uzun vadeli faizler üzerinde yukarı yönlü baskı yapmasının beklendiği, piyasaların risk iştahına olan duyarlılığının halen yüksek seviyelerde seyrettiği bir dönemde, Türkiye’de piyasa faizlerinin temel belirleyicisinin TCMB’nin politika faizleri olmaya devam etmesi, para politikasının etkinliğinin arttığını göstermesi açısından önemlidir. Bununla birlikte, piyasa faizlerindeki düşük seviyelerin korunabilmesi için para politikası tek başına yeterli değildir. Düşük faiz seviyelerinin kalıcı hale gelebilmesi için, Orta Vadeli Program’da öngörülen tutarlı çerçeve mali disiplini sağlamaştıracak düzenlemelerle desteklenerek daha da güçlendirilmelidir.

Getiri eğrisinin yatay seyretmesinde TCMB’nin, 2009 yılının Temmuz ayında yayımladığı Enflasyon Raporu’nda, para politikasının geleceğine dair verdiği somut perspektif etkili olmuştur. TCMB, bu Rapor’da, mali disiplin tekrar tesis edildiği takdirde, tahmin ufku boyunca politika faizlerinin tek haneli oranlarda kalabileceğini belirtmiştir. Bu açıklamayla birlikte, uzun vadeli getirilerle kısa vadeli getiriler arasındaki fark kapanma eğilimine girmiştir. İlerleyen dönemlerde, enflasyona ve iktisadi faaliyete dair açıklanan verilerin TCMB’nin öngörülerini desteklemesi, piyasa beklentilerinin TCMB’nin verdiği perspektife büyük ölçüde yakınsamasını sağlamıştır.

### III. BÖLÜM

#### TCMB’NİN AÇIK ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN İLK 4 YILINDAKİ İLETİŞİMİNİN AMPİRİK OLARAK İNCELENMESİ

Bu bölüme kadar ele alındığı gibi, merkez bankası iletişimi artık para politikasının önemli bir parçası ve tüm unsurlarıyla beklentileri etkilemenin bir yolu olarak görülmektedir. Ancak iletişimin doğası ve işlevi temel olarak iletilecek mesajın doğasına bağlıdır. Özellikle, merkez bankası iletişimi ile ilgili olan belirsizlik (riskten farklı olarak) doğruluğu kesin olarak ispatlanabilecek bir model, tahmin ya da politikanın olmadığı anlamına geliyorsa, o belirsizlik de iletilen mesajın bir parçası olmaktadır. Bu durumda, merkez bankasının herhangi bir iletişim biçiminin muhataplarınca yorumlanışının ve belirsizlik sinyallerine de nasıl tepki verildiğinin bir takım veriler ve bulgular ışığında temel hipotezler oluşturularak incelenmesi gerekmektedir.

Bu tür hipotezleri işler hale getirip değerlendirmek denetlenebilen bulgular gerektirmektedir. Belirsizlik net bir şekilde ölçülemez olsa da, ve bu belirsizlik dereceleri ancak kısmen sıralanabilse de, daha fazla ya da daha az belirsizliğe dair bulguları saptamak mümkündür. Bu bulgular merkez bankalarının iletişim enstrümanlarında kullandıkları dil ve satır aralarında ilettikleri mesajların çözümlenmesi ile oluşturulabilmektedir. Bu durum, ister istemez ekonomik verilerin, semantik verileri de kapsayacak şekilde genişlemesine neden olmaktadır, ve merkez bankası iletişimiyle ilgili son literatür, merkez bankası kurullarının toplantı tutanakları ve basın bildirimleri gibi söylemsel bilgileri ekonomik risk ve belirsizliğin göstergeleri haline getirmeye çalışarak tam da bunu yapmaktadır<sup>446</sup>. Türkiye’de ise halihazırda “söylemsel” verilere dayalı sonuçlar çıkarılacak ya da derlenecek sistematik analizler henüz yapılmamıştır.

Bu bölümde, içerik analizi yöntemi baz alınarak, enflasyon hedeflemesi rejiminin açık olarak ilan edilip uygulanmaya başlandığı 2006 yılından 2009 yılının sonuna kadar geçen 4 yıllık süreçte TCMB’nin başlıca iletişim enstrümanları olan Başkan

<sup>446</sup> Rosa, C., Verga, G. (2007). On the consistency and effectiveness of central bank communication: Evidence from the ECB. *European Journal of Political Economy*, 23 (1), ps.146-175.

konuşmaları, Para Politikası Kurulu kararları ve Enflasyon Raporları için “enflasyon vurgusu” (kararlılık), “iyimserlik”, “kötümserlik” ve ölçümleri yapılmıştır. Bu değişkenlerin gerçekleşen TÜFE verilerinden ne ölçüde etkilendikleri ve TÜFE beklentilerini ne ölçüde etkiledikleri standart regresyonlarla saptanmış, politika faizleri ve kimi enstrümanların piyasa faizleriyle olan etkileşimleri de içerik analizinden çıkan sonuçlarla birlikte ortaya konmuştur.

### **3.1. Model ve Veri Analizi**

#### **3.1.1. Uygulama Çalışmasına İlişkin Literatür**

##### **3.1.1.1. Merkez Bankası İletişimine Ampirik Yaklaşımlar ve Semantik Çözümlemelerin Gelişimi**

Para politikasındaki uzun gecikmeler ile makroekonomik göstergeler üzerindeki sayısız etkiler belirli bir iletişim etkinliğinin, enflasyon üzerindeki spesifik etkilerini tek başına ele almayı neredeyse imkansız kılmaktadır. Özel olarak, birçok inceleme açık bir sayısal enflasyon hedefinin enflasyon sonuçları üzerindeki etkilerini değerlendirmiştir. Literatürde bu konuda temel araştırma ve analiz konuları sayısal bir enflasyon hedefinin kamunun uzun vadeli enflasyon beklentilerini etkileyip etkilemediği, enflasyon tahmin hatalarını azaltıp azaltmadığı ve enflasyonu düşürüp düşürmediği çerçevesindedir.

Bununla beraber, merkez bankası iletişimini konu alan çeşitli analizlerden elde edilen bulgular merkez bankası söylemlerinin beklentilere çok çabuk yansıdığını göstermektedir<sup>447</sup>. Bu incelemelerde, değişik yöntemler kullanılarak söylemlerin finans piyasaları üzerinde anlamlı etkilere sahip olduğu yönünde bulgulara ulaşılmıştır<sup>448</sup>.

---

<sup>447</sup> Örneğin Kohn ve Sack’in incelemesi hem FED Açık Piyasa İşlemleri Komitesi (FOMC) açıklamalarının, hem de eski başkan Alan Greenspan’ın ifadelerinin piyasaları hareketlendirdiğini göstermektedir. Kohn, D. and Sack, B. (2004): “Central Bank Talk: Does it Matter and Why?” in *Macroeconomics, Monetary Policy and Financial Stability*, Ottawa: Bank of Canada, s. 175-206. Reewes ve Savicki de Bank of England iletişimleri için benzer sonuçlara varmışlardır. Reewes, R. and Savicki, M. (2007): “Do Financial markets React to Bank of England Communication?”, *European Journal of Political Economy*, Volume 23, Issue 1, s.207-227

<sup>448</sup> Connolly ve Kohler’in altı farklı merkez bankasındaki farklı iletişim araçlarına dair kapsamlı bir incelemesi, Avustralya, Kanada, Yeni Zelanda ve ABD’deki para politikası raporlarının piyasaların

Para Politikası Kurulu toplantıları, Kanada veya Euro bölgesi değil ama Avustralya, Yeni Zelanda, (belli belirsiz de olsa) İngiltere ve ABD'deki vadeli işlem oranlarını etkilemektedir. Bu noktada toplantılarda alınan kararlar, doğal olarak bir sonraki faiz oranı beklentileri üzerinde çeşitli iletişim araçları arasındaki en büyük etkiye sahiptir.

Merkez bankaları çoğu zaman Para Politikası Kurulu toplantısı tutanaklarında kararlarına ilişkin çok daha ayrıntılı açıklamalar sunmaktadırlar. Son yıllarda, hem FED hem de Bank of England, tutanak açıklama süreçlerini kısaltmış ve tutanak açıklama zamanını bir sonraki toplantıdan “sonra”dan “önce”ye taşımıştır<sup>449</sup>.

Literatürde çok az merkez bankası iletişimi “net” olarak nitelendirilmiştir. Bazı analizler, daha net iletişimin muhtemelen daha yüksek sinyal-parazit oranlarına sahip olduğu için esas itibarıyla daha çok bilgi aktardığı sonucuna varmıştır<sup>450</sup>.

Literatürde net olmayan iletişime bir diğer örnek olarak ise para politikası kurulunun farklı üyelerinin bilerek (örneğin bir tartışmayı kamu önünde yürüterek) veya

---

beklentilerini, böylece de faiz oranı future'larını önemli ölçülerde etkileyen bilgiler sağladığını ortaya koymuştur. Connolly, E., Coppel, J. (Mayıs 2003). *What Do Financial Market Data Tell Us About Monetary Policy Transparency?*, Reserve Bank of Australia, <http://www.rba.gov.au/rdp/RDP2003-05.pdf>

<sup>449</sup> Reinhart ve Sack hem de Reeves ve Sawicki gözle görülür finans piyasası tepkilerinin ancak daha vakitli bildirimlerle mümkün olduğunu saptamışlardır Reinhart, Vincent, and Brian Sack. 2000. “The Economic Consequences of Disappearing Government Debt.” *Brookings Papers on Economic Activity*, 2: 163-220. Reeves ve Sawicki (2007): *Do Financial...*, s. 211

<sup>450</sup> Fracasso, Genberg ve Wyplosz 19 ülkedeki enflasyon raporlarının niteliğine dair üç öznel gösterge geliştirmiş ve daha kaliteli raporların daha küçük politika sürprizleriyle ilintilendiğini göstermişlerdir Fracasso, A., Genberg, H. and Wyplosz, C. (2003) “How do Central Banks Write?” Geneva Reports on the World Economy Special Report 2, Center for Economic Policy Research, [www.cepr.org](http://www.cepr.org) Jansen ve de Haan, eski FED Başkanı Alan Greenspan'ın ifadelerinin niteliğini ölçmek üzere “nesnel anlaşılabilirlik ölçüleri” kullanarak daha yüksek niteliğin çoğu zaman faiz oranlarının volatilitelerini düşürdüğünü bulmuştur. Jansen, D., De Haan, J. (2009): “Has ECB communication been helpful in predicting interest rate decisions? An evaluation of the early years of the Economic and Monetary Union” *Applied Economics*, 41(16), 1995-2003. Son olarak, Ehrmann ve Fratzscher basın toplantılarının taşınmaz fiyatları üzerinde daha büyük ortalama etkilere, (faiz oranlarının) volatilitesi üzerinde de daha küçük etkilere sahip olduğunu göstermek üzere AMB basın toplantılarının AMB politika duyurularını 45 dakikalık bir arayla takip ettiği gerçeğinden yararlanmış; bu da Ehrmann ve Fratzscher'e göre basın toplantısı iletişimlerinin daha yüksek bir sinyal parazit oranına sahip olduğunu göstermektedir. Zira soru-cevap kısmı gazetecilerin netleştirici sorular yöneltmelerine imkan tanımaktadır. Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2007):“Explaining monetary policy decisions in a press conference. ECB Working Paper No: 767 [www.ecb.eu](http://www.ecb.eu)



bilmeyerek (örneğin eşgüdümsüz iletişimle) farklı mesajlar vermeleri, tutarsız sinyallere neden olmaları gösterilmektedir<sup>451</sup>.

Bununla beraber, FED para politikalarına ilişkin daha tutarsız iletişimin kısa ve orta vadeli ufukta daha az öngörülebilir politika kararlarıyla bağlantılandığını ve bu etkinin derecesinin yüksek olduğu da tartışma konusu olmuştur<sup>452</sup>.

Genel olarak piyasaların her şekilde merkez bankası iletişimine ayak uydurduğu ve beklentilerin formasyonunda iletişim şekillerinin en önemli belirleyicilerden biri olduğu kabul görmektedir. Hatta bazı araştırmacılara göre merkez bankalarının nispeten tutarsız veya hatta çelişkili sinyaller yaydığı zamanlarda, finans piyasaları öncü kurul üyelerini saptayıp onların demeçlerine daha çok önem atfetmeye kalkışmaktadırlar<sup>453</sup>.

Literatürde genel kabul gören bir başka konu da merkez bankası iletişimine dair karışıklıkların iki taraftan da (alıcı- verici) kaynaklanabildiğidir. Alıcı tarafta, aynı mesaja farklı beklentileri bulunan veya farklı modelleri kullanan farklı dinleyiciler farklı yorumlar getirebilmektedir<sup>454</sup>.

---

<sup>451</sup> Blinder ve diğerlerinin de belirttiği gibi, her kafadan bir sesin çıktığı bir merkez bankasının, esasen, hiçbir sesi işitilmeyebilmektedir. Alan S. Blinder & Michael Ehrmann & Marcel Fratzscher & Jakob De Haan & David-Jan Jansen, 2008. "Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence," NBER Working Papers 13932, National Bureau of Economic Research, Inc.

<sup>452</sup> Bank of England Para Politikası Kurulu üyelerinin oylama kayıtlarının bir sonraki faiz kararlarını tahmine yaradığına dair bulgular da bulunmaktadır. Ehrmann ve Fratzscher (2007) "Explaining monetary..."

<sup>453</sup> Örneğin Andersson ve diğerleri, piyasaların İsveç Merkez Bankası Başkanı'nın demeçlerine daha güçlü tepkiler verdiğini saptamıştır. Andersson, M. Dillen, H., Sellin P.. (2006): "Monetary policy Signalling and Movements in the Term Structure of Interest rate, Journal of Monetary Economics, 53, 1815- 1855. Aynı şeyi Ehrmann ve Fratzscher FED başkanı için gözlemişlerdir. Ehrmann, M., Fratzscher, M. (2007): "Explaining monetary..."

<sup>454</sup> Bunun bir örneğini aynı enflasyon raporunu farklı kişilerin farklı biçimlerde algıladığını ve algıdaki çeşitlenmeyle faiz oranı sürprizlerinin çoğaldığını anket verileri kullanarak gösteren Fracasso vermektedir. Fracasso *et al.* (2003) Başka bir örnekte, AMB politika kararlarından sonraki gün Financial Times'ta yayınlanan haberlerle Frankfurter Allgemeine Zeitung'da çıkan haberler arasında çarpıcı farklar bulunmuştur. İngiliz gazetesi Financial Times, AMB'nin para büyümesi "sütununa" eleştirel yaklaştığı için ona nispeten az dikkat etmektedir. Ancak AMB'nin stratejisinde paranın belirgin bir rol oynamasının gerektiğine inanan yerli Frankfurter Allgemeine Zeitung o sütuna çok önem vermektedir. De Haan, J., Amtenbrink, F., and Waller, S. (2004): "The Transparency and Credibility of European Central Bank", Journal of Common Market Studies, Vol:42, No.4, s.775-794

### 3.1.1.2 TCMB İletişimine Ampirik Yaklaşımlar

2006 yılından bu yana açık enflasyon hedeflemesi uygulayan Türkiye’de, konuyla ilgili literatüre bakıldığında, TCMB iletişimi ve para politikasının etkinliği alanında bir çok çalışma ortaya konduğu gözlenmektedir. Bunların büyük kısmı konunun yeniliği ve ampirik çalışma sahası ile enstrümanların Türkiye’de henüz gelişme aşamasında olması nedeniyle dış literatür bazlı, konuyu tanıtmaya yönelik ve daha çok, tarihsel süreç bağlamında analiz etme eğilimindedir.

Bu bölümde ortaya konacak olan ampirik çalışmayla teorik bağlamda ilintili çalışmalardan birinde merkez bankalarının diğer ekonomik birimlerle arasında bilginin eşit bir biçimde dağılmaması durumunu ifade eden “asimetrik bilgi” sorunu irdelenmiş ve enflasyon hedeflemesi rejiminin olmazsa olmaz şartlarından biri olan iletişim stratejisinin işleyişinde bilgi noksanlığının yarattığı sorunlara değinilmiştir<sup>455</sup>. Bir diğer çalışmada ise para politikasında şeffaflığın enflasyon beklentilerinin yönlendirilmesine olan pozitif etkileri teorik ve TCMB özelinde tarihsel olarak ele alınmış, daha çok örtük enflasyon hedeflemesi döneminde (2002-2005) TCMB’nin kredibilitè sağlama çabaları değerlendirilmiştir<sup>456</sup>.

Bunların yanında, literatürde TCMB iletişimini ampirik olarak analiz eden bir çalışma dikkat çekmektedir. Bu çalışmada, Türkiye’de enflasyon beklentilerinin TCMB’nin para politikasına ve iletişim stratejisine olan etkileri incelenmiş ve Beklenti Anketi katılımcılarının beklentilerini şekillendirirken TCMB’nin resmi tahminlerini büyük ölçüde dikkate aldıkları ortaya konmuştur. Sözkonusu çalışmada, Beklenti Anketi sektörel bazda da analiz edilerek reel sektörün beklenti formasyonunda geçmiş enflasyona finans sektöründen daha çok önem verdiği, dolayısıyla TCMB’nin reel sektöre yönelik iletişim stratejisini gözden geçirmesi gerektiği öne sürülmüştür<sup>457</sup>.

---

<sup>455</sup> Karahan, Ö. (2006): “Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği” Yönetim ve Ekonomi, Celal Bayar Üniversitesi İİBF, Cilt 13, Sayı 2

<sup>456</sup> Kansu, A. (2007): “Para Politikasında Şeffaflık ve Enflasyonist beklentilerin Yönlendirilmesi”, Doğu Üniversitesi Dergisi, 8 (1) 59- 71

<sup>457</sup> Başkaya, S., Kara, H., Mutluer, D.(2008): “Expectations, Communication and Monetary Policy in Turkey”, TCMB Çalışma Tebliği, <http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0801ENG.php>

### 3.1.2. Veriler ve Metodoloji

#### 3.1.2.1 Ekonomik Veriler

2006:1-2009:12 dönemi için gerçekleşen yıllık TÜFE verileri, TÜFE'ye ilişkin Beklenti Anketi<sup>458</sup> ve politika faizleri, TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sistemi'nden (EVDS) edinilen verilerden derlenmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin yıllık TÜFE oranını baz alması nedeniyle analizlerin tamamında yıllık artış gerçekleşme ve beklentileri dikkate alınmıştır.

2001 yılı Ağustos ayından bu yana yürütülmekte olan Beklenti Anketi'nin uygulandığı ilk beş yıllık dönem içinde ekonomide gerçekleşen yapısal dönüşümler ve belirsizliklerdeki azalışa paralel olarak, ekonomik kararlarda orta vadeli bakış açısı önem kazanmış, anket sorularının bu gelişmelere paralel olarak yeniden düzenlenmesi gereği doğmuştur. 2006 yılında başlatılan açık enflasyon hedeflemesi uygulamasının gereksinimlerini de dikkate alarak yapılan gözden geçirme sonucunda, anket sorularında 2006 yılı Nisan ayında daha uzun döneme ilişkin beklentileri yansıtacak şekilde değişiklikler yapılmıştır<sup>459</sup>. 2006 yılı Nisan ayı birinci döneminden itibaren yeni haliyle uygulanmakta olan Beklenti Anketi toplu sonuçları, önceki yıllara ilişkin toplu

---

<sup>458</sup> Beklenti Anketi'nin amacı, tüketici enflasyonu, faiz oranları, döviz kuru, cari işlemler dengesi ve GSYH büyüme hızına ilişkin mali ve reel sektörde karar alıcı ve uzman kişilerle, profesyonellerin beklentilerini saptamaktır. Her ayın birinci ve üçüncü haftalarında olmak üzere ayda iki kez uygulanmakta olan anketin kitlesi çok büyük olmadığı için, sadece seçilmiş gönüllü katılımcıların paneli oluşturmasına dayanan olasılık dışı örnekleme metodu kullanılmıştır. Ankete katılım isteğe bağlıdır. "Anket toplu sonuçları konusunda açıklık, katılımcı bazındaki bilgilerde mutlak gizlilik" ilkesine kesinlikle uyulmakta, derlenen bilgiler saptanan amaçlar dışında kesinlikle kullanılmamaktadır. Yayımlanan toplu sonuçlarda her soru için gözlem sayısı, en küçük, en büyük değerler, standart sapma, aritmetik ortalama,medyan, mod ve uygun ortalama gibi tanımsal istatistikler kullanıcılara sunulmaktadır. Uygun ortalama seçimi, uç değerler analiz edilerek, aritmetik ortalama, medyan, mod ve alfa kesilmiş ortalama (trimmed mean) karşılaştırmalarına göre hesaplanmaktadır. Ayrıntılı bilgi için bkz. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

<sup>459</sup> Tüketici enflasyonuna ilişkin soruların sayısı dörtten altıya çıkarılmıştır. Bu değişiklik ile, aylık enflasyon beklentileri bölümünde, önceki dönemlerde sorulmakta olan cari ayın ve iki ay sonrasının enflasyon oranı beklentilerine ek olarak "bir sonraki ayın enflasyon oranı" beklentisi sorulmaktadır. Yıllık enflasyon beklentileri bölümünde ise, önceki dönemlerde sorulmakta olan, cari yıl sonu ve 12 ay sonrasında gerçekleşmesi beklenen yıllık enflasyon oranlarına ek olarak "24 ay sonraki yıllık enflasyon oranı" beklentisi sorulmaktadır. 12 ay sonraki ve 24 ay sonraki "yıllık" enflasyon oranı beklentisi sorularında sorgulanan dönem anket formunda açık olarak belirtilmekte ve belirtilen dönem sonları (12 ay ve 24 ay sonrası) itibarıyla gerçekleşmesi beklenen yıllık enflasyon oranlarının belirtilmesi istenmektedir.

sonuçlarla birlikte zaman serisi olarak Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın internet sayfasından alınmıştır.

### 3.1.2.2 İçerik Analizi Verileri ve Elde Edilme Yöntemleri

#### 3.1.2.2.1 İçerik Analizi ve Kullanım Alanları

İçerik analizi, iletişimin görünen içeriğinin nesnel, sistematik ve nicel yollardan betimlenmesidir<sup>460</sup>. Yorum ve çıkarılamaya dayandığından, öznel değerlendirmeler taşıyan içerik analizi tekniği, aynı zamanda araştırmacının yaratıcılığına izin vermektedir<sup>461</sup>. İletişimde mesaj içeriğinin objektif, sistematik ve kantitatif tanımı için kullanılan bir araştırma tekniği olan içerik analizi, sözlü ya da yazılı mesajların incelenmesinde kullanılan bir yöntem olarak, 20. yüzyılın başında Columbia Gazetecilik Okulunda gazetelerin nicel analizine ilişkin çalışmalarla ortaya çıkmıştır<sup>462</sup>.

Sayısal olmayan, niteliğe dayalı çok çeşitli çalışmalarda içerik analizi kullanılabilir. Bu sayede mesajların kitleler tarafından nasıl algılandığı, iletilmek istenen mesaj ve yaratılmak istenen etkinin gerçekleşip gerçekleşmediği ortaya çıkarılabilir. Analizin sağladığı en büyük fayda, kitle iletişim araçları ile yapılan konuşmaların ve duyuruların içeriğinin mümkün olduğunca objektif ve standartlaştırılmış bir sınıflamaya tabi tutulmasıdır. Bununla beraber içerik analizi, ekonomiye ilişkin mesajların kamuoyu tarafından ne ölçüde algılandığı, rasyonel ve duygusal niteliklerinin bulunup bulunmadığını belirlemede kullanılan bir yöntem olarak, literatürde geniş bir şekilde yer almaktadır<sup>463</sup>.

---

<sup>460</sup> Bilgin, N. (1998): "İçerik Analizi: İletişim Psikolojisi Yardımcı Ders Notları", Ege Univ., Edebiyat Fakültesi Yayınları

<sup>461</sup> ibid

<sup>462</sup> Hart, R. (2000): "DICTION 5.0: The Text Analysis Program" Thousand Oaks, CA: Scolar/Sage Publications

<sup>463</sup> İçerik çözümlemesi ile ilgili diğer çalışmalar için bkz.: Akbaş, M.A. (1985). "The Stereotypic Image of Turkish Politicians in Three National Newspaper" *Master of Science Thesis*, Middle East Technical University, Ankara., İzmir., Ciano, W. ve Brewster M.B. (1973). *Principles of Research in Social Psychology*. McGraw-Hill, Inc., Holsti, O.K. (1968). "Content Analysis", *The Handbook of Social Psychology* (Second Edition), Lindzey, G. and Aronson, E. (Eds.), Addison-Wesley Publishing Company, Inc., Yol: 2, 596—692, Kredi, D.; Crutchfield, S. ve Ballahey, E. (1983). *Cemiyet İçinde Fert*, (Çev: Mümtaz Turhan), Milli Eğitim Basımevi, Bilim ve Kültür Eserleri Dizisi, Cilt: 2, İstanbul.,

İçerik analizlerinden anlamlı sonuçlar elde edebilmek için, içeriğin çözümlenmesiyle elde edilen verilerin, başka verilerle ya da bir ölçütle karşılaştırılması gerekmektedir. Analizde ne tür ölçütler kullanılacağı ya da nasıl bir karşılaştırma yapılabileceği, araştırmanın yanıtlamaya çalıştığı soruya bağlıdır. Bu surette, belli bir iletişim kaynağından belli bir süre içerisinde çıkan mesajlar karşılaştırılabileceği gibi, aynı kaynağın verdiği mesajlarda zaman içerisinde meydana gelen değişimler de saptanabilmektedir<sup>464</sup>.

### 3.1.2.2.2 İçerik Analizine Konu Metinler

Bu bölümde yapılan çalışmaya esas teşkil eden metinler, TCMB Başkanının Konuşma Metinleri, Para Politikası Kurulu Kararları ve Enflasyon Raporları olarak tespit edilmiştir. Bu metinler, daha önce de belirtildiği gibi Banka'nın kamuoyu ile iletişiminde kullandığı temel enstrümanlar olup, içerikleri ve yapısal özellikleri bakımından herkes tarafından anlaşılabilir, doğrudan, standart ve yalın bir dille okuyucuya/dinleyene hitap edenn metinler olmaları nedeniyle analiz kapsamına alınmıştır.

Başkan konuşmaları, Banka'nın politikalarının ve genel ekonomi hakkındaki görüşlerinin çeşitli platformlarda Başkan tarafından bizzat dile getirildiği metinlerdir. Bu konuşmalar çoğunlukla makroekonomi içerikli olup kimilerinde konjonktürel gelişmelere ağırlık verilebilmektedir<sup>465</sup>. Analizin temel olarak makroekonomik gelişmelere odaklanmasını sağlamak için bu metinlerden de bir takım standart sayılabilecek hitap cümleleri (teşekkür, vb.) çıkarılmıştır. Bununla beraber pek çok konuşma Başkan tarafından “sunum” formatında ve grafiklerle tablolar kullanılarak yapılmıştır. Bu durumlarda metin içeren kısımlar tercih edilmiştir. Konuşmalar başlıca 4 başlık altında sınıflandırılabilir:

---

Ju, N. (1976). *Fonndations of Social Research*, McGraw-Hill, Inc., Simon, J.L. (1969). *Basic Research Methods in Social Science: The Art of Fmpirical Investigation*, Random House, New York. Simon, H.W. (1975). *Stratcgies of Social Research: The Methodologicnl Imaginalion*, Penticc-Hall Iuc, Englewood Cliffs, New Jersey., Staccy. M. (1970).-*Methods of Social Reseaich*, Penguin Press Ltd.

<sup>464</sup> Veya aynı kaynaktan farklı durumlarda ortaya çıkan mesajlar da karşılaştırılabilmektedir. Ayrıntılı bilgi için bkz. Bilgin, N. (1998): “İçerik Analizi...”

<sup>465</sup> Örneğin global finansal krizin ilk etkilerinin hissedildiği 2007- 2008 yıllarında krizi ve Banka'nın aldığı önlemleri doğrudan konu edinen pek çok konuşma bulunmaktadır.

- Genel konuşmalar: Başkan'ın davet edildiği ticaret odaları, üniversiteler, çeşitli yurt içi ve yurt dışı kuruluşlarda yaptığı konuşmalar,
- Para Politikası sunumları: Her yıl Aralık ayının son günlerinde bir sonraki yıl TCMB'nin izleyeceği para politikasının sunulduğu konuşmalar,
- Enflasyon Raporu sunumları: Enflasyon Raporu'nun yayımlandığı gün Başkan'ın Rapor'un içeriği ve genel görünümüyle ilgili sunumları,
- Resmi sunumlar: Başkan'ın TCMB Kanunu gereği yılda iki kez Bakanlar Kurulu ve bir kez TCMB Plan Bütçe Komisyonu'na yaptığı sunumlar.

Analizde, enflasyon oranı gerçekleştirmelerinin açıklanması ve beklenti anketi yayımlama tarihleriyle düşümdeşme yaratılabilmesi için bu sınıflandırma kullanılmamış, konuşmaların yapıldığı tarihler itibariyle veri setleri oluşturulmuştur. 2006:1-2009:12 dönemi için toplam 48 Başkan konuşma metni analiz edilmiştir.

Para Politikası Kurulu Kararları, her ay faiz kararının alındığı günün akşamında yayınlanan, yaklaşık bir sayfalık, ilk paragrafında alınan kararı ve kararı alan Kurul üyelerinin isimlerinin yer aldığı, takip eden paragraflarda ise karara esas teşkil eden ekonomik durumu çok kısa bir şekilde özetleyen metinlerdir. Analizde başlıklar ve ilk paragraflar standart ifadeler ve rakamsal değerler içerdiği için çıkarılmış, özet kısmı kullanılmıştır. 2006:1-2009:12 döneminde toplam 38 Para Politikası Kurulu Kararı vardır<sup>466</sup>.

Enflasyon Raporları, üç ayda bir yayınlanan<sup>467</sup>, genel makroekonomik gelişmelerin enflasyonun orta vadede alacağı eğilime ışık tutacak şekilde değerlendirildiği ve geleceğe yönelik öngörülerin sunulduğu metinlerdir. Analizde metinlerin "Genel Değerlendirme" bölümleri kullanılmıştır. Bunun nedeni, son derece geniş kapsamlı tutulan raporda analizin sağlıklı yapılabilmesi ve diğer çeşitli bilgi metnlerinin kullanılan dilden soyutlanmasının sağlanmasıdır. Rapordaki metinler bir çok grafik ve tablolarla desteklenmekte olup metinlerde bu görseller ayrıntılı bir şekilde açıklandığı

<sup>466</sup> Sözkonusu dönemde 2006 yılının Haziran ayında yaşanan dalgalanma nedeniyle PPK 3 toplantı yapmış, bu yüzden 36 yerine 38 karar metni incelenmiştir.

<sup>467</sup> Enflasyon raporu'nun yayınlanma zamanı her yılın Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarının son günlerine rastlamaktadır.

için analize esas kısımda bir kopukluk olmamaktadır. 2006:1-2009:12 döneminde toplam 16 Enflasyon Raporu vardır.

### 3.1.2.2.3 DICTION 5.0 ve İçerik Analizi Aşamaları

TCMB'nin çalışmaya konu olan iletişim araçlarından elde edilen metinler, DICTION 5.0 programında analiz edilmiştir. DICTION 5.0, özellikle kamuoyu ile yapılan iletişime esas teşkil eden metinlerde kullanılan dilin ve tarzın, gerek gramer gerekse anahtar kelimeler bağlamında veritabanında bulunan sözlükleri kullanarak semantik açıdan incelenmesini sağlayan bir programdır. Siyasi konuşmalardan ekonomik içerikli konuşmalara pek çok alanda yapılan analizlerde kullanılan DICTION 5.0 programı, son zamanlarda iş alemi tarafından da özellikle şirketlerin yıllık raporlarının incelenmesinde kullanılmaya başlanmıştır<sup>468</sup>.

Merkez bankası iletişiminin içerik analizinde bu tür bir bilgisayar programıyla çalışmanın bazı avantajları ve dezavantajları da mevcuttur. Dezavantajlardan birisi, analizin frekansı yüksek kelimelere frekansı düşük kelimelere oranla daha çok odaklanması ve bu kelimelerin metnin vermek istediği mesajı doğrudan yansıttığına ilişkin ön kabuldür. Bu durum, “enflasyon”, “büyüme”, “faiz oranı” gibi kelimelerde sözkonusu olabilmektedir, ancak gramer açısından kullanılması ve sık sık tekrarı sözkonusu olan kelimelerde program yanlış sonuçlara da varabilmektedir. Bunun olumsuz etkilerini gidermek için programın çıktısında yer alan ve bu tarz kelimelerin sıralandığı “insistence scores”, analizin yorumunda gözönünde bulundurulmaktadır.

Bir diğer dezavantaj da analizin steril bir şekilde yaklaştığı metinlerde değişik anlamlarda kullanılan kelimeleri standart anlamlarıyla tanımasıdır. Şöyle ki, hemen hemen tüm merkez bankalarının söylemlerinde çok kullanılan ve özellikle enflasyon konusunda yükseliş ve düşüş süreçlerinin uzunluğunu betimlemede kullanılan “a considerable period” (hatırı sayılır bir zaman dilimi) ifadesi olumlu anlamda kullanılmış bile olsa program tarafından bir “çekince” olarak algılanmaktadır. Bu tarz

---

<sup>468</sup> Hart, R. (2000): “DICTION 5.0: The Text Analysis Program” Thousand Oaks, CA: Scolari/Sage Publications

olumsuzlukları bertaraf etmek için metinler analiz edilmeden önce dikkatle okunmakta ve programın algılamasında sorun yaratması muhtemel olan kelimeler ve ifadeler işaretlenerek çıktıdan izlenmektedir.

İçerik analizinin avantajları ele alındığında ise, bunlardan en önemlisinin sistematik oluşu ve büyük ölçüde güvenilir sonuçlar vermesi olduğu göze çarpmaktadır. Genel olarak para politikası metinleri gerek kamuoyuna doğrudan hitap edilmesi, gerekse çok karmaşık süreçlerden süzülerek elde edilmiş bilgileri yalın bir dille yansıtarak “anlaşılır” kılma işlevleri nedeniyle, analize oldukça uygundurlar. DICTION 5.0 bu noktada içerik analizi manuel olarak yapılırken meydana gelen dikkat kayması, metnin uzunluğunun neden olduğu algı yanılsamaları ve detayların gözden kaçırılması gibi “insani” hataları “mikroskobik” yaklaşımı ile ortadan kaldırmaktadır.

Analizin, metinlerin içeriğini olabildiğince kapsamlı bir şekilde çözümleyebilmesi için programın standart çıktı dosyası üzerinde aşağıdaki şekilde bir takım düzenlemeler yapılmıştır:

1. “Enflasyon” kelimesine olan vurgular (insistence) özelinde her bir söylem ve metinde bu kelimelere ait tekrarlanma verileri “kararlılık” (tenacity) ve “ısrar” (insistence) “şimdiki durum üzerine olma” (present concern), “somutluk” (concreteness) standart değişkenleri ve “kesinlik” (certainty) ve “gerçekçilik” (realism) ana değişkenlerine ilişkin frekans verileri harmonize edilerek tek bir “enflasyon vurgusu” veri değişkenine ulaşılmıştır.
2. “İyimserlik” (optimism) derecesini ölçmek için bu ad altında frekansı verilen ana değişken aynen kullanılmıştır.
3. “Kötümserlik” (pessimism) vurgusunun ölçülebilmesi için “çelişki” (ambivalence), “sertlik-zorluk” (hardship), “suçlama-kızma” (blame), “saldırma” (aggression) standart değişkenleri, “karmaşıklık” (complexity) ana değişkenine ilişkin frekans verileri harmonize edilerek tek bir “kötümserlik” veri değişkenine ulaşılmıştır.

DICTION 5.0 programının esas aldığı dilin İngilizce olması ve sadece bu dildeki metinleri analiz edebilmesi nedeniyle çalışmaya esas oluşturan metinlerin TCMB web



sitesinde yayınlanan İngilizce çevirileri kullanılmıştır. Bu çevirilerde İngilizce ve Türkçe arasındaki semantik farklılıklar ve bazı kritik kelimelerin kullanımlarında çeviri nedeniyle anlam farklılaşması oluşabileceği dikkate alınarak, programdan elde edilen sözcük sayımları yardımıyla tüm metinlerde verilmek istenen anlama ilişkin kelimeler tespit edilmiş, aynı kelimenin farklı şekilde çevrilmesinin yaratacağı çelişkiler, metinler baştan sona incelenerek giderilmiştir.

### 3.1.2.3 Modellerin Kurulma Aşamaları

Modellerde kullanılacak en uygun denklemin belirlenebilmesi için denkleme kullanılan zaman serilerinin durağan olup olmadığının incelenmesi gerekmektedir. Çünkü birçok ekonomik zaman serisinin birim kök içerdiği bilinmektedir. Diğer bir ifadeyle, ekonomik zaman serilerinin stokastik bir eğilim içerdiği ve ortalamasının zaman içerisinde değişme gösterebildiği bilinmektedir. Bu nedenle bu sorun göz ardı edilerek yapılacak olan hipotezlerin geçerliliği ortadan kalkabilmektedir.

Eğer bir zaman serisi durağansa, ortalaması, varyansı ve kovaryansı zaman içerisinde değişmemektedir. Bir zaman serisinin ortalamasının, varyansının ve kovaryansının zaman içerisinde sabit kalması zayıf durağanlık olarak tanımlanmakta olup kovaryans durağanlık veya ikinci mertebeden durağanlık olarak da ifade edilmektedir. Bu aynı zamanda geniş anlamda durağanlık olarak da bilinmektedir. Bir stokastik sürecin ortak ve koşullu olasılık dağılımı zaman içinde değişmiyorsa bu seri güçlü anlamda durağan olarak isimlendirilmektedir<sup>469</sup>. Genelde uygulama yapılırken kovaryans durağanlık kavramı yeterli olmaktadır.

Herhangi bir  $Y_t$  serisinin durağan olma şartları şu şekilde özetlenebilir<sup>470</sup>:

$$\text{Sabit Aritmetik Ortalama} = E(Y_t) = \mu \quad (1)$$

$$\text{Sabit Varyans} = \text{Var}(Y_t - \mu) = \delta^2 \quad (2)$$

<sup>469</sup> Charemza, W.W.-Deadman, D.F.(1993): "New Directions In Econometric Practice, Edward Elgar Publishing Limited, UK

<sup>470</sup> Gujarati, D.N.(1995): "Basic Econometrics", Mc Graw-Hill, Literatür Yayıncılık, Third Edition, s:797

$$\text{Gecikme mesafesine bağı Kovaryans} = \gamma_k = E((Y_t - \mu)(Y_{t-k} - \mu)) \quad (3)$$

Bir serinin durağan olup olmadığı görsel yolla belirleneceği gibi, birim kök testi uygulayarak da anlaşılabilir. Bir değişkenin durağan olup olmadığını veya durağanlık derecesini belirlemede kullanılan en geçerli yöntem birim kök testidir. Durağan olmayan seriler birim kök içerirler. Görsel yolla bir serinin durağan olup olmadığını belirleyebilmek için serinin grafiğine ve otokorelasyon fonksiyonunun korelogramına bakılarak karar verilir. Eğer seri belirli bir ortalama etrafında dengeli bir şekilde dalgalanmıyorsa serinin durağan olmadığı kabul edilir.

Birim kökün varlığını tespit etmek için kullanılan Dickey-Fuller ve Genişletilmiş Dickey-Fuller testleri en tanınmış olanlarıdır. Standart Dickey-Fuller testi, hata terimlerinin bağımsız ve aynı şekilde dağılımları varsayımı üzerine kurulmuştur. Hata terimi bazen farklı varyans şeklinde veya seri korelasyon şeklinde dağılmış olabileğinden Dickey-Fuller testi, Genişletilmiş Dickey-Fuller testi olarak değiştirilmiştir.

Genişletilmiş Dickey-Fuller testi metodolojisini daha iyi anlamak için süreç “p”inci derecede otoregresif olarak şöyle gösterilebilir:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \alpha_2 y_{t-2} + \dots + \alpha_{p-1} y_{t-p+1} + \alpha_p y_{t-p} + u_t \quad (4)$$

denklemin her iki tarafına “ $\alpha_p y_{t-p+1}$ ” eklenip, tekrar çıkarıldığında;

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 y_{t-1} + \alpha_2 y_{t-2} + \dots + \alpha_{p-2} y_{t-p+2} + (\alpha_{p-1} + \alpha_p) y_{t-p+1} - \alpha_p \Delta y_{t-p+1} + u_t \quad (5)$$

denkleminde ulaşılır. Tekrar denklemin her iki tarafına “ $(\alpha_{p-1} + \alpha_p) y_{t-p+2}$ ” değeri eklenip, çıkarıldığında elde edilen denklem üzerine bu işlemler tekrar edilirse;

$$\gamma = -\left[1 - \sum_{j=1}^p \alpha_j\right] \text{ ve } \beta_i = \sum_{j=1}^p \alpha_j \quad (6)$$

olmak üzere,

$$\Delta y_t = m_0 + \gamma y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta y_{t-i+1} + u_t \quad (7)$$

denklemini elde edilir.

Makroekonomik zaman serileri genellikle durağan değildir. Bu özelliğe sahip olan seriler birinci veya ikinci farkları ya da logaritmaları alınarak durağan hale getirilmektedir.

Durağanlığın saptanabilmesi için kullanılan pek çok test bulunmaktadır. Ekonomik zaman serilerinin durağanlık analizlerinde genellikle ADF, PP ve KPSS testleri kullanılmaktadır. Bu çalışmada EViews 5.1 programı kullanılarak değişkenlere ait verilerin durağanlığı Dickey-Fuller ve Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) birim kök testleri kullanılarak test edilmektedir. Yapılacak testlerin amacı, serilerin durağan olup olmadığının ortaya çıkarılmasıdır. Durağan olmayan serilerin birinci derece farkları alındığı zaman seri durağan hale geliyorsa seriler arasında eşbütünleşme testinin yapılabileceğini göstermektedir.

Bunun ardından birim kök ve eş-bütünleşme testleri yapılarak çok değişkenli VAR yapısı ve sistemin dinamik yapısının anlaşılabilmesi için etki-tepki fonksiyonları kullanılmaktadır<sup>471</sup>. Zaman serilerinin entegrasyonu için gerekli olan hesaplamaların yapısında sistemdeki belirsizliklerden kaçınılmaktadır. Çeşitli birim kök testlerinin sonuçları, buradaki entegrasyonun tamamlanması için tüm değişkenlerin göz önüne alındığını göstermektedir.

Konuyla ilgili diğer bir nokta da değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin var olup olmadığıdır. Durağan olmayan zaman serilerinin varyansı, gözlem sayısı ile birlikte artış göstermekte ve klasik test yöntemlerinin ve yapılan öngörülerin geçerliliği ortadan kalkmaktadır.

---

<sup>471</sup> Etki-tepki fonksiyonları, sistemdeki bir değişkenin, sistem değişkenlerinin birindeki standart bir sapma şokuna karşı beklenen tepkisini göstermektedir.

### 3.1.2.4 Ekonomik Verilerin Analizi

Yıllık TÜFE oranı, yıllık TÜFE beklentisi ve TCMB Politika Faizleri değişkenlerine ilişkin verilerin logaritmaları alındıktan sonra bu değişkenler için de birim kök testleri yapılmıştır. Serilerin durağan olup olmadığına karar verildikten sonra ADF tipi modeller oluşturulmuştur. Buna göre,

Yıllık TÜFE oranı serisi (2006:1-2009:12) için:

$$\Delta^2 \text{LOGTUFET}_t = 0,00394 - 0,5662 \Delta \text{LOGTUFET}_{t-1} + v_1 \quad (8)$$

Yıllık TÜFE beklentisi serisi (2006:1-2009:12) için:

$$\Delta^2 \text{LOGTB}_t = -0,932 \Delta \text{logtb}_{t-1} + 0,0295 \Delta^2 \text{tb}_{t-1} + -0,01604 \Delta^2 \text{tb}_{t-2} + v_2 \quad (9)$$

denklemleri elde edilmiştir. Seriler durağan olarak tespit edilmiş olup eş-bütünleşme regresyon analizi için uygundur.

### 3.1.2.5 İçerik Analizi Serilerin Test Edilmesi

Başkan söylemleri, PPK Kararları ve Enflasyon Raporu değişkenlerine ilişkin verilerin de logaritmaları alındıktan sonra bu değişkenler için birim kök testleri yapılmıştır. Serilerin durağan olup olmadığına karar verildikten sonra ADF tipi modeller oluşturulmuştur. Buna göre, seriler durağan olarak tespit edilmiş olup, heteroskedastisite probleminde rastlanmamış, eş-bütünleşme regresyon analizi için uygun oldukları görülmüştür.

## 3.2. Ampirik Sonuçlar ve Değerlendirmeler

### 3.2.1 Başkan Konuşmalarının İçerik Analizinin Ekonomik Veriler ve Beklentilerle Etkileşimi

Çalışmada metinlerin yayımlanması öncesi açıklanan son yıllık TÜFE oranı ve metinlerin yayımı sonrası yapılan ilk Beklenti Anketi'nden çıkan yıllık TÜFE beklentisi ile metinler üzerinde yapılan içerik analizi sonuçları arasında eş-bütünleşme regresyon modelleri kurmak gerekmektedir. Eş-bütünleşme (co-integration) regresyon modelleri uzun dönemli ilişkiyi kapsayan modellerdir. Bu modellerin oluşturulma aşamalarına ilişkin rnek, Başkan söylemlerindeki enflasyon vurgusu (BENF) ve gerçekleşen yıllık TÜFE oranı (TUFE) arasında kurulan modelde gösterilmektedir:

$$\text{LOGBENF}_t = c + B_1\text{LOGTUFE}_t + w_1 \quad (10)$$

Veriler modele uyarlandığında, Başkan söylemlerindeki enflasyon vurgusu için,

$$\text{LOGBENF} = 10.3205641 + 1.992416384*\text{LOGTUFE} \quad (11)$$

sonucu çıkmaktadır. Modelin R2 değeri %96 çıkmıştır. Aralarında yüksek bir ilişki vardır. F prob değeri ise 0,000 çıkmıştır.  $0,0000 < 0,05$  olduğu için model anlamlıdır. TÜFE için de aynı model kurulduğunda,

$$\text{LOGTUFE}_t = c + B_2\text{LOGBENF}_t + w_2 \quad (12)$$

ve veriler modele uyarlandığında,

$$\text{LOGTUFE} = -4.797389177 + 0.4823981053*\text{LOGBENF} \quad (13)$$

şeklinde sonuçlanmaktadır. Bu modelin de R2 değeri %96 çıkmıştır. Aralarında yüksek bir ilişki vardır F prob değeri ise 0,000 çıkmıştır.  $0,0000 < 0,05$  model anlamlıdır. Bu iki modelin hangisinin eş-bütünleşme modeli olduğunu anlamak için aralarında test yapılmıştır. nce modellerin denge hatası regresyon modelleri oluşturulmuştur:

$$\left. \begin{aligned} w_2 &= \text{LOGTUF}_t - c - B_2 \text{LOGBENF}_t \\ w_1 &= \text{LOGBENF}_t - c - B_1 \text{LOGTUF}_t \end{aligned} \right\} \text{Denge hatası denklemleri.}$$

w1 için birim kök testi yapıldığında, ADF test istatistiği -3,46 bulunmuştur; bu değer sadece %1 anlam düzeyindedir ve -3,69'dan daha negatif olmadığı için diğer model üzerinden çalışılmasına karar verilmiştir.

$$\text{LOGBENF} = 10.3205641 + 1.992416384 * \text{LOGTUF} \quad (14)$$

Çalışmada esas alınan regresyon modeli budur ve TÜFE'de meydana gelen %1'lik bir artışın Başkan söylemlerindeki enflasyon vurgusunda (kararlılık) yaklaşık %2'lik bir artışa neden olduğunu göstermektedir. Bunun ardından VAR modeli kurularak TÜFE'de meydana gelen şoklar karşısında enflasyon vurgusunun ne kadar etkilendiği araştırıldığında ise;

$$\Delta \text{LOGBENF}_t = 0.9173111023 * \Delta \text{LOGBENF}_{t-1} + 0.06582571648 * \Delta \text{LOGBENF}_{t-2} + 0.4335188371 * \Delta \text{LOGTUF}_{t-1} - 0.3594433008 * \Delta \text{LOGTUF}_{t-2} \quad (15)$$

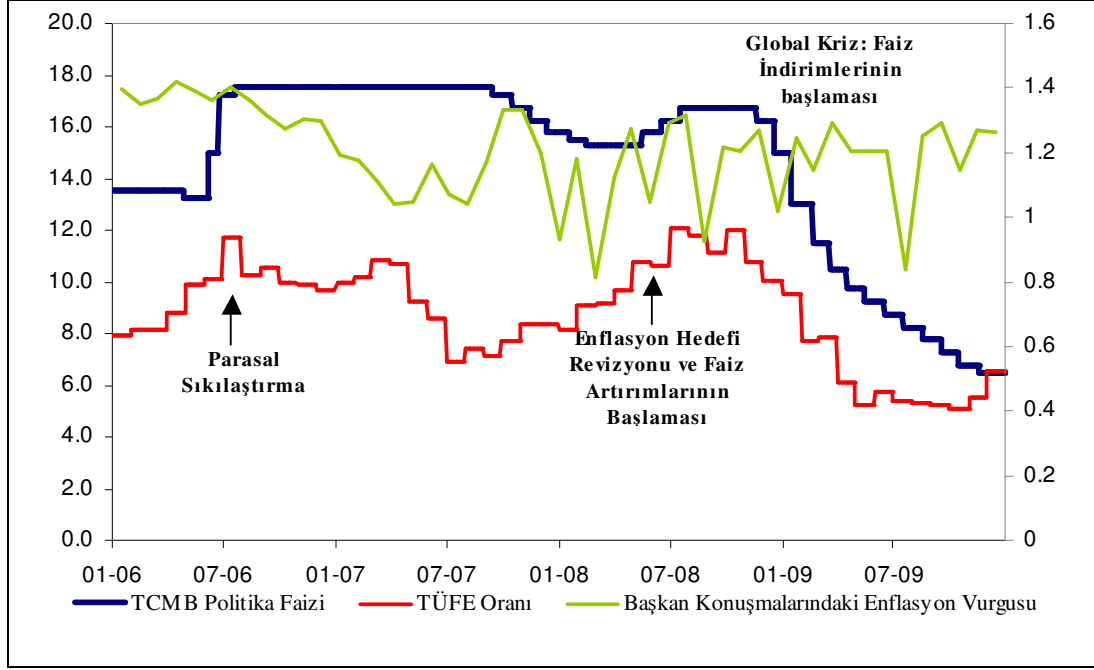
elde edilmiştir. Model yorumlanacak olursa, TÜFE'de meydana gelen 1 birimlik artış şokuna karşılık BENF buna 1 dönem sonunda 0,43 birim artarak cevap vermektedir. TÜFE'de meydana gelen 1 birim azalış şokuna karşılık BENF 2 dönem sonunda 0,35 birim azalarak cevap vermektedir.

Etki tepki analizinden sonra vektör hata giderme modeli oluşturularak değişkenlerin gecikmelerinin birbirlerini hangi dönemde ne kadar açıkladığı da incelenmiştir. BENF değişkeni tamamen 1.dönemde kendi gecikmeleriyle açıklanırken 10. dönemde %5,3 TÜFE değişkeninin gecikmeleriyle açıklanmaktadır. 9., 8., 7., ve 6. dönemlerde ise sırasıyla %4,8, %4,3, %3,7 ve %3,2 oranında açıklanmaktadır.

**Tablo 12: TÜFE ve Başkan Konuşmalarındaki Vurguların Değişimi**

YIL	Log (TÜFE)	Log(Enflasyon )	Log(İyimserlik)	Log(Kötümserlik)
2006-1	1,016615548	1,396024897	1,396024897	1,694605199
2006-2	1,011147361	1,348304863	1,348304863	1,7084209
2006-3	1,004751156	1,365487985	1,365487985	1,686189234
2006-4	1,017033339	1,422097163	1,422097163	1,706888395
2006-5	1,051923916	1,390581879	1,390581879	1,700790221
2006-6	1,046495164	1,362105319	1,362105319	1,693111115
2006-7	1,087426457	1,400537989	1,400537989	1,699230503
2006-8	1,025305865	1,361727836	1,361727836	1,680607429
2006-9	1,021189299	1,317227349	1,317227349	1,700703717
2006-10	0,991669007	1,271609301	1,271609301	1,700097705
2006-11	0,994317153	1,302330929	1,302330929	1,695569227
2006-12	0,984527313	1,294686624	1,294686624	1,69019608
2007-1	0,996949248	1,195622944	1,195622944	1,702344358
2007-2	1,006893708	1,176091259	1,176091259	1,716420734
2007-3	1,035829825	1,108903128	1,108903128	1,697665163
2007-4	1,030194785	1,043362278	1,043362278	1,728191399
2007-5	0,965201701	1,045322979	1,045322979	1,701999475
2007-6	0,934498451	1,161368002	1,161368002	1,715585552
2007-7	0,838849091	1,073351702	1,073351702	1,714497409
2007-8	0,868644438	1,041392685	1,041392685	1,692758818
2007-9	0,852479994	1,169968174	1,169968174	1,71189155
2007-10	0,886490725	1,33243846	1,33243846	1,719082574
2007-11	0,924279286	1,331022171	1,331022171	1,761401557
2007-12	0,923761961	1,195899652	1,195899652	1,701049631
2008-1	0,808885867	0,929418926	0,929418926	1,695306522
2008-2	0,911157609	1,178401342	1,178401342	1,696268997
2008-3	1,021189299	0,812913357	0,812913357	1,708930536
2008-4	0,984527313	1,124830149	1,124830149	1,692406235
2008-5	1,030599722	1,27485032	1,27485032	1,698535493
2008-6	1,025715384	1,049218023	1,049218023	1,694868328
2008-7	1,081347308	1,290257269	1,290257269	1,729407797
2008-8	1,070776463	1,315550534	1,315550534	1,705007959
2008-9	1,046495164	0,924279286	0,924279286	1,698013504
2008-10	1,078819183	1,216957207	1,216957207	1,710286648
2008-11	1,031812271	1,204933522	1,204933522	1,69565676
2008-12	1,002597981	1,271144318	1,271144318	1,701395269
2009-1	0,977723605	1,017033339	1,017033339	1,701913211
2009-2	0,888179494	1,245512668	1,245512668	1,695306522
2009-3	0,897077003	1,148910993	1,148910993	1,702171951
2009-4	0,787460475	1,292477594	1,292477594	1,68761813
2009-5	0,719331287	1,203032887	1,203032887	1,706205542
2009-6	0,758154622	1,204119983	1,204119983	1,701654317
2009-7	0,731588765	1,201943063	1,201943063	1,71941416
2009-8	0,726727209	0,836324116	0,836324116	1,697490887
2009-9	0,7125564	1,248953615	1,248953615	1,698013504
2009-10	0,705863712	1,292699003	1,292699003	1,702430536
2009-11	0,742725131	1,146128036	1,146128036	1,704064679
2009-12	0,814913181	1,268811904	1,268811904	1,702171951

**Grafik 11: Yıllık TÜFE ve TCMB Politika Faizlerinin Seyri ve Başkan Konuşmalarındaki Enflasyon Vurgusunun Değişimi**

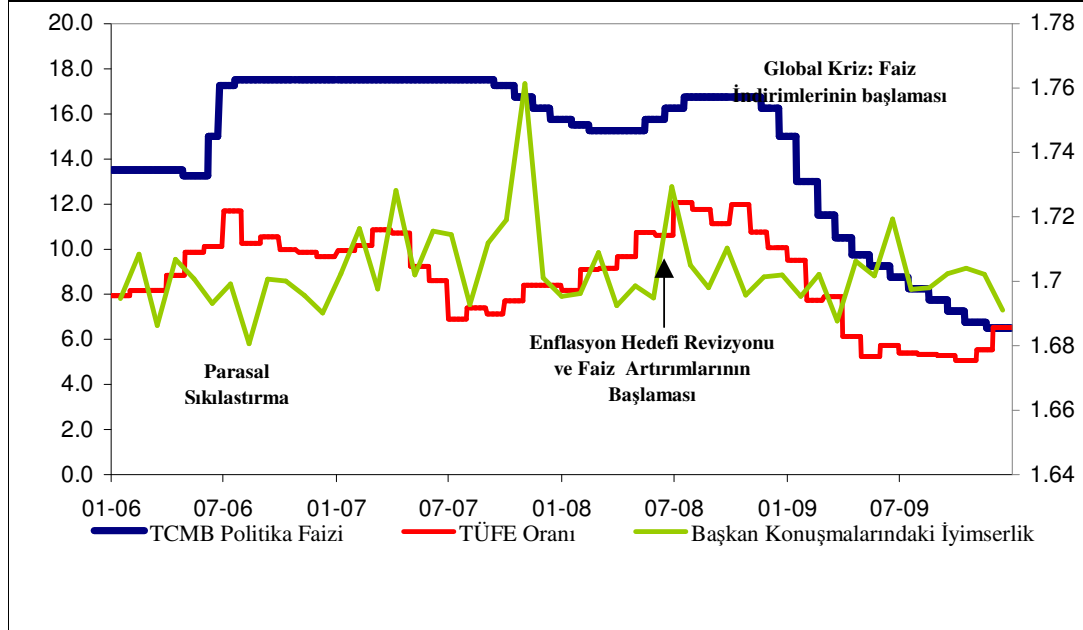


\* TÜFE Oranı ve TCMB Politika faizi sol, Başkan konuşmalarındaki enflasyon vurgusu sağ eksen

Başkan konuşmalarındaki enflasyon (kararlılık) vurgusuyla, diğer değişken olan yıllık TÜFE beklentileri arasında ise anlamlı bir ilişki gözlemlenmemiştir. Bununla beraber, konuşmalarda saptanan iyimserlik ve ve kötümserlik verileri ile yıllık TÜFE beklentileri arasında anlamlı etkileşimler mevcuttur.



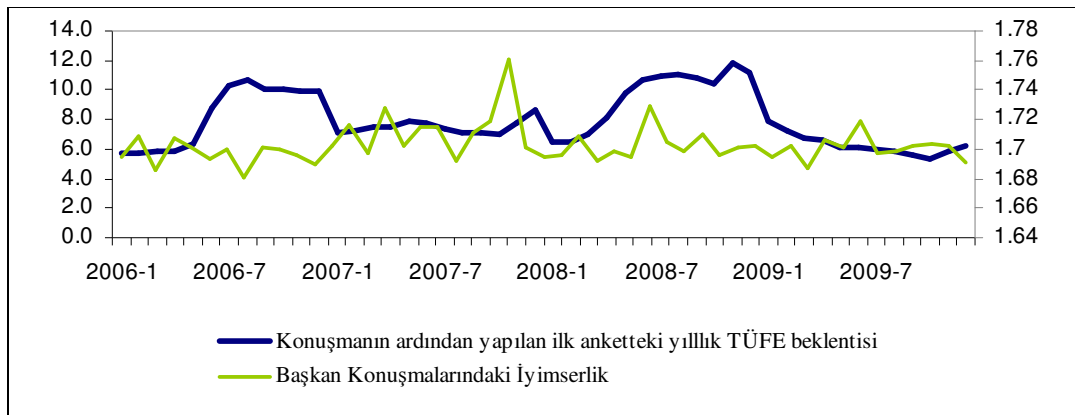
**Grafik 12: Yıllık TÜFE ve TCMB Politika Faizlerinin Seyri ve Başkan Konuşmalarındaki İyimserliğin Değişimi**



\* TÜFE Oranı ve TCMB Politika faizi sol, Başkan konuşmalarındaki iyimserlik sağ eksen

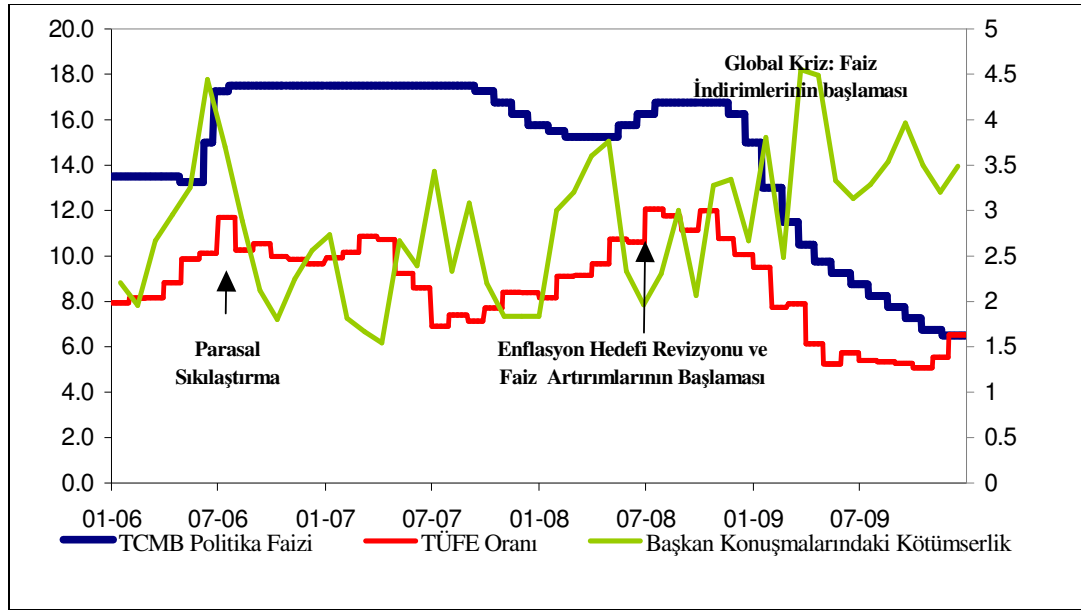
Grafikte de görüldüğü gibi, parasal sıkılaştırmanın yaşandığı 2006 yılının ikinci yarısında iyimserlik derecesi düşerken, göreceli bir toparlanmanın yaşandığı 2007 yılında yapılan konuşmalarda artmaya başlamış, global finansal krizin ilk sinyallerinin yansıtıldığı konuşmalarda düşme eğilimine girmiştir.

**Grafik 13: Yıllık TÜFE Beklentisinin Seyri ve Başkan Konuşmalarındaki İyimserliğin Değişimi**



Yukarıdaki grafikte aynı iyimserlik trendi bu defa konuşmaların ardından yapılan ilk Beklenti Anketi'nden alınan yıllık TÜFE beklentisi ile birlikte gösterilmiştir. Yapılan analizde iki serinin birbirini açıklama düzeyinin oldukça yüksek olduğu tespit edilmiştir.

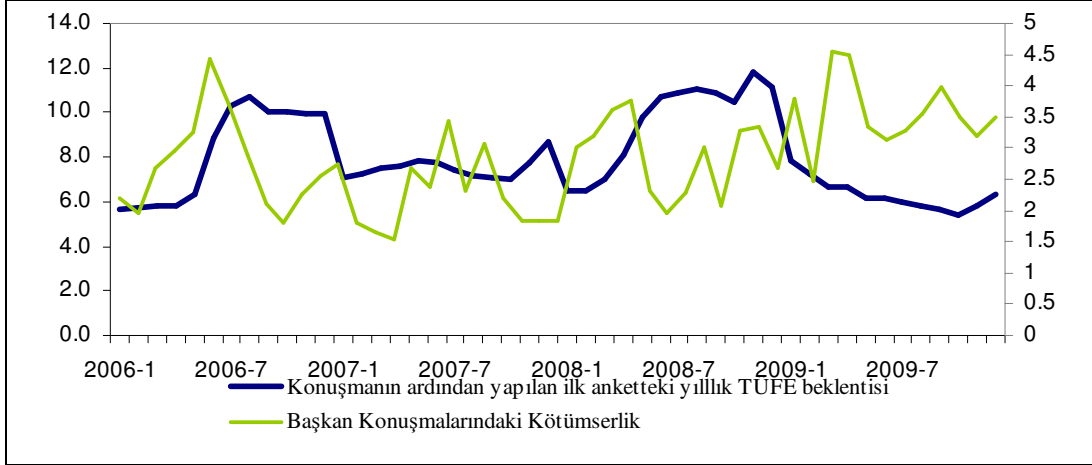
**Grafik 14: Yıllık TÜFE ve TCMB Politika Faizlerinin Seyri ve Başkan Konuşmalarındaki Kötümserliğin Değişimi**



\* TÜFE Oranı ve TCMB Politika faizi sol, Başkan konuşmalarındaki kötümserlik sağ eksen

Başkan konuşmalarındaki kötümserliğin, gerçekleşen TÜFE oranı tarafından açıklanma düzeyi normal olarak düşüktür. Ancak, gerek parasal sıkılaştırma gerekse global finansal kriz dönemlerinde artış göstermesi dikkat çekicidir. Bununla beraber, enflasyon hedefinde revizyon yapılmasının hemen öncesinde artıp sonrasında revizyonun nedenlerine odaklanılan konuşmalarda düşmesinin, takip eden grafikte görüleceği gibi, artış trendine giren TÜFE beklentilerini yönlendirmeyi amaçlamasından kaynaklandığı tahmin edilmektedir.

**Grafik 15: Yıllık TÜFE Beklentisinin Seyri ve Başkan Konuşmalarındaki Kötümserliğin Değişimi**



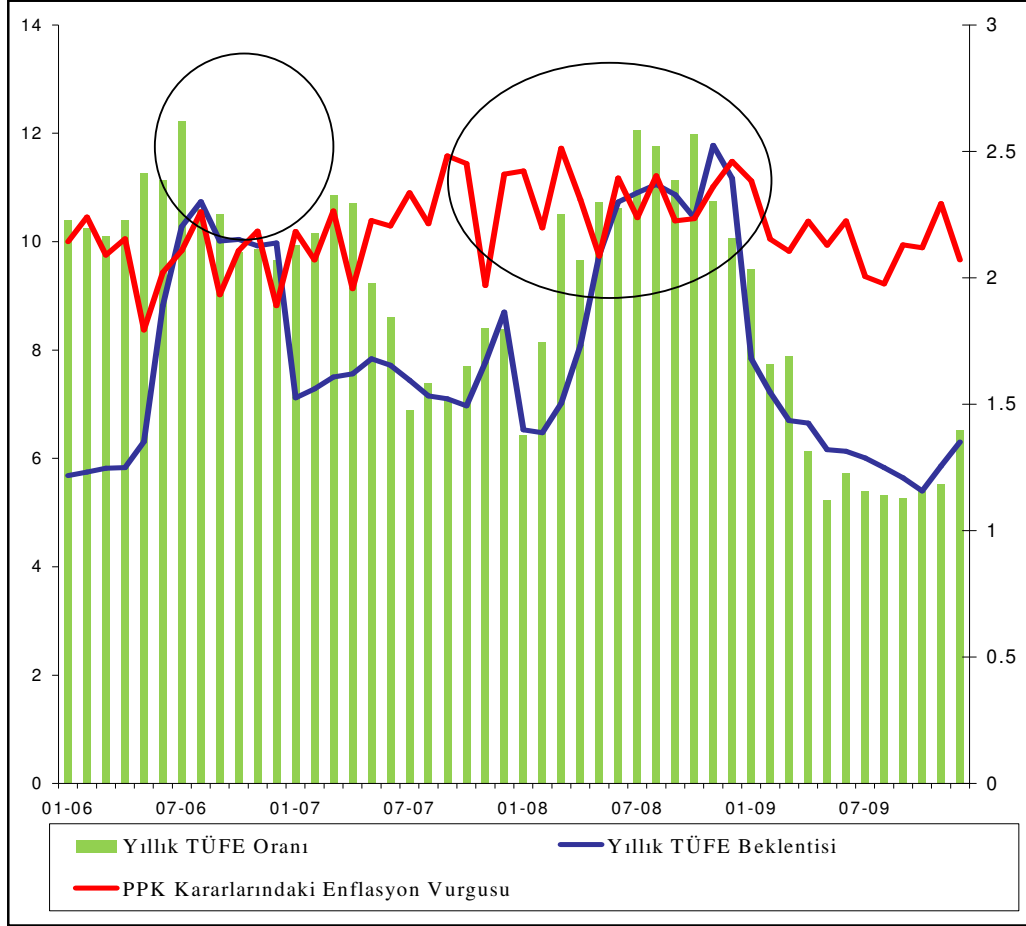
\* TÜFE beklentisi sol, Başkan konuşmalarındaki kötümserlik sağ eksen

Örnek olarak verilen bu modelleme aşamaları diğer veriler üzerinde yapılan tüm analizlerde kullanılmıştır. Anlamlı ilişkilerin gözlemlendiği diğer sonuçlar takip eden kısımda özetlenmektedir.

### 3.2.2 Para Politikası Kurulu Kararlarının İçerik Analizinin Ekonomik Veriler ve Beklentilerle Etkileşimi

PPK karar metinleri üzerine yapılan içerik analizi sonuç serileri ile, kararın alınmasından önce yayınlanan son yıllık TÜFE oranı ve kararın alınmasından sonra yayınlanan ilk yıllık TÜFE beklentisine ilişkin serilerle ayrı ayrı yapılan VAR analizi, en fazla 2 gecikme ile uygun sonuç vermiştir. Buna göre TÜFE oranlarındaki artışlar, PPK kararlarındaki enflasyon vurgusunu (kararlılık) artırıcı yönde etki yaratırken, yıllık TÜFE beklentisi kararlardaki enflasyon vurgusuyla genel olarak paralel bir seyir izlemektedir. Grafikte işaretlenen, dalgalanmanın ve faiz artırımlarının yaşandığı 2006 yılının ikinci yarısı ve enflasyon hedefi revizyonunun yapıldığı ve global finansal krizin ilk etkilerinin hissedildiği 2008 yılında gözlemlenen düşümdeşmeler dikkat çekicidir.

**Grafik 16: PPK Kararlarındaki Enflasyon Vurgusu ve TÜFE Beklentisindeki Değişim**

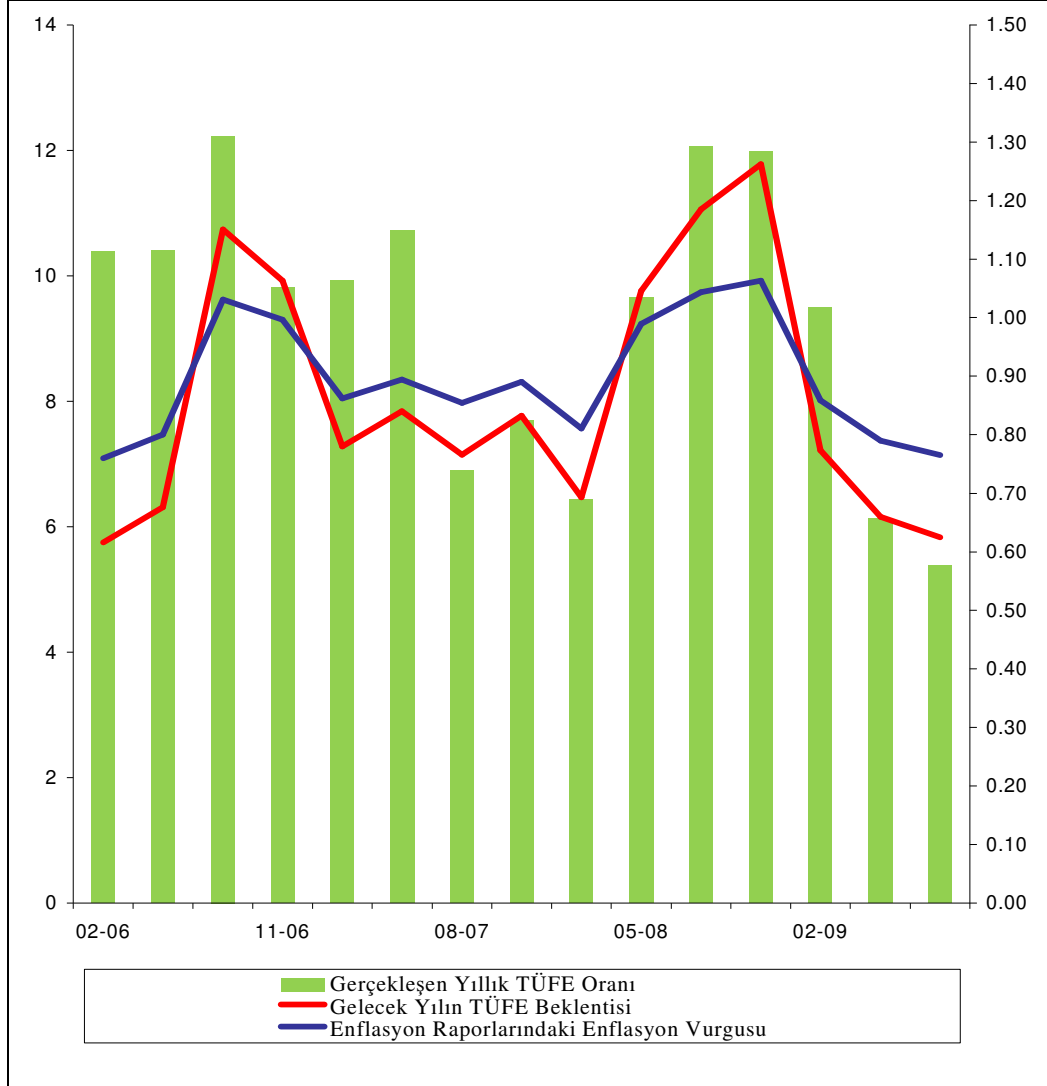


\* TÜFE Oranı ve TÜFE beklentisi sol, PPK kararlarındaki enflasyon vurgusu sağ eksen

### **3.2.3 Enflasyon Raporlarının İçerik Analizinin Ekonomik Veriler ve Beklentilerle Etkileşimi**

3 ayda bir yayınlanan Enflasyon Raporu'nda dile getirilen enflasyon vurgusu ile raporun yayımlanmasından önce açıklanan son yıllık TÜFE verileri ve raporun yayımından sonra yapılan ilk Beklenti Anketi'nden elde edilen yıllık TÜFE beklentileri arasında neredeyse birebirlik ilişki söz konusudur. Bu durum takip eden grafikte açık bir şekilde görülmektedir.

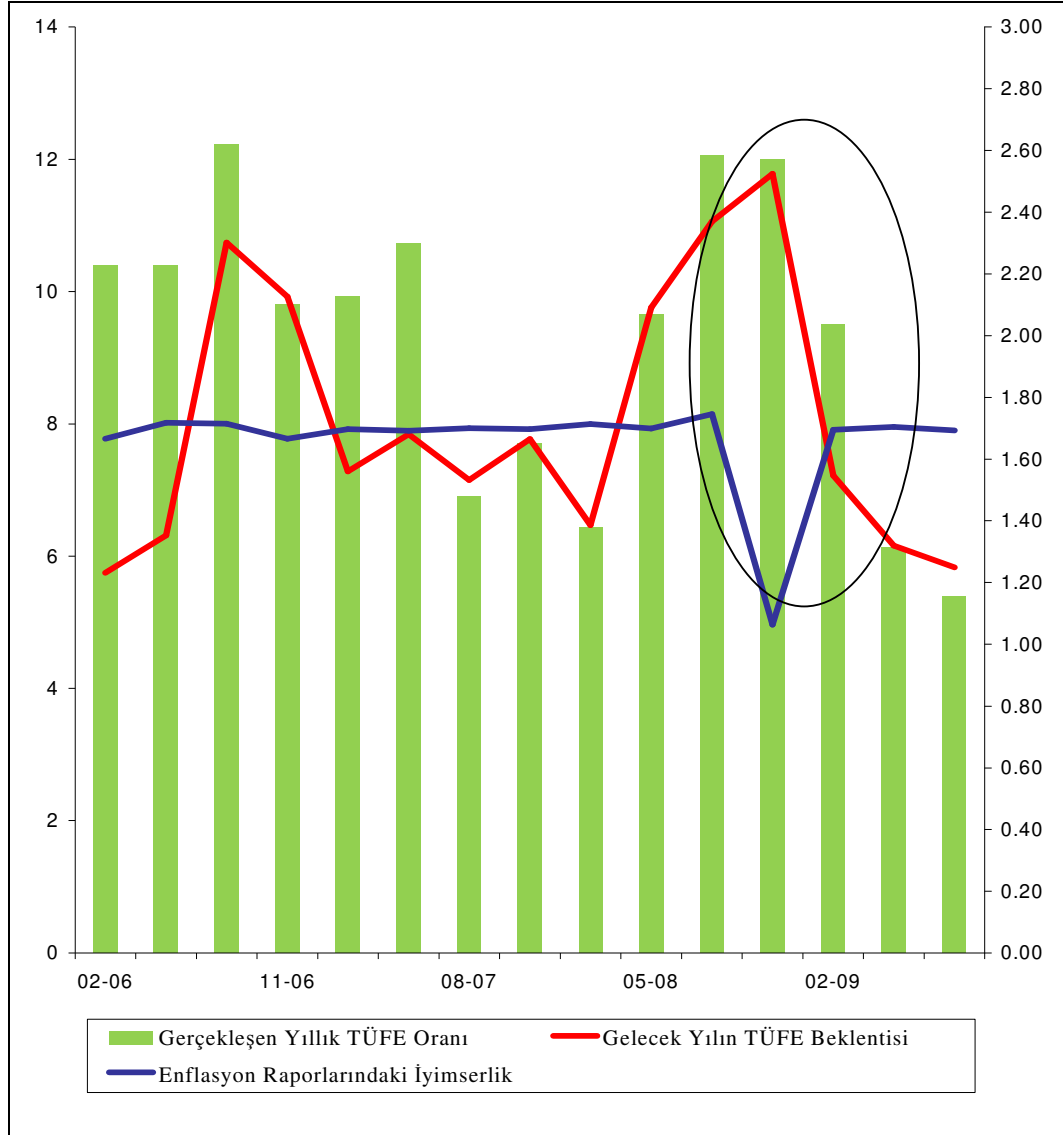
**Grafik 17: Enflasyon Raporlarındaki Enflasyon Vurgusu ve Yıllık TÜFE Beklentilerindeki Değişim (2006-2009)**



\* TÜFE Oranı ve TÜFE beklentisi sol, Enflasyon Raporlarındaki enflasyon vurgusu sağ eksen

Enflasyon Raporlarındaki iyimserlik verileri, genel olarak TÜFE oranı ve TÜFE beklentisiyle ilgisiz bir trend izlemekteyse de, aşağıdaki grafikteki işaretli alanda görüleceği gibi 2008 yılının sonlarında yaşanan kırılma ve gerek TÜFE'deki gerekse beklentilerdeki artış dikkat çekicidir.

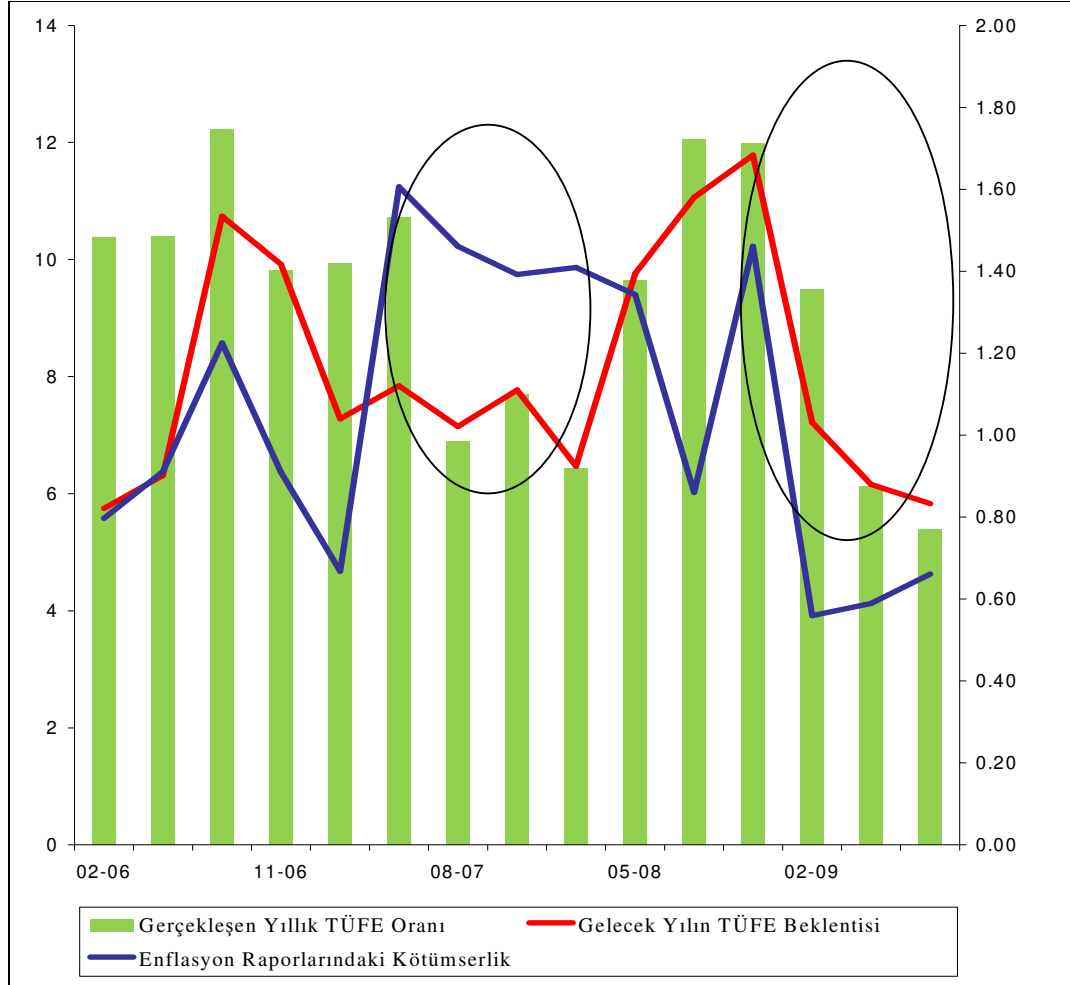
**Grafik 18: Enflasyon Raporlarındaki İyimserlik ve Yıllık TÜFE Beklentilerindeki Değişim (2006-2009)**



\* TÜFE Oranı ve TÜFE beklentisi sol, Enflasyon Raporlarındaki iyimserlik sağ eksen

Bununla beraber, Enflasyon Raporlarında gözlemlenen kötümserliğin, diğer iki değişkenle daha paralel bir seyir izlediği, aşağıdaki grafikte görülebilmektedir.

**Grafik 19: Enflasyon Raporlarındaki Kötümserlik ve Yıllık TÜFE Beklentilerindeki Değişim (2006-2009)**



\* TÜFE Oranı ve TÜFE beklentisi sol, Enflasyon Raporlarındaki iyimserlik sağ eksen

### 3.3. Genel Değerlendirme

Bu bölümde yapılan çalışmada, enflasyon hedeflemesinin açık olarak uygulanmaya başlandığı 2006 yılından 2009 yılının sonuna kadar TCMB'nin başlıca 3 iletişim aracı olan Başkan konuşmaları, PPK kararları ve Enflasyon Raporlarında kullandığı dilin, gerçekleşen enflasyondan ne ölçüde etkilendiği ve beklentilerle ne ölçüde etkileşim gösterdiği araştırılmıştır. Özellikle beklentiler konusunda belirtilmesi gereken husus,

bunları yönlendirmede TCMB'nin tek faktör olmadığı, TCMB harici çok çeşitli verinin, haberin, sinyalin ve söylemin bu beklentileri etkileyebileceğidir. Burada saptanmak istenen, karşılıklı etkileşimin derecesi ve konjonktürün de buna katkısıdır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin olmazsa olmaz şartlarından biri olan kredibilite oluşumu, beklentilerin ne ölçüde yönlendirilebildiği, gerçekleşen verilere ve gelişmelere karşı Banka'nın nasıl bir tutum izlediği ile yakından ilişkilidir. Bu bağlamda beklenti anketi sonuçları ile TCMB iletişimdeki tonlamanın doğru orantılı oluşu, bir ölçüde TCMB'ye duyulan güvenin derecesi hakkında da ipucu vermektedir. Bununla beraber, gerçekleşen verilerin TCMB iletişim araçlarındaki tonlamaları çok çabuk bir şekilde etkilemesi de dikkat çekicidir; bu durum hiç şüphesiz Banka kararlarının öngörülebilirliği üzerinde de olumlu bir etki yaratmaktadır.



## SONUÇ

Fiyat istikrarı yolunda optimal politikaların izlenmesine yönelik kurumsal taahhüt mekanizmalarının oluşturulması, Yeni Neo-Klasik Sentez yaklaşımı dahilinde gelişen literatür çerçevesinde ele alınmaktadır. Optimal politika, fiyat istikrarını hedef enflasyon oranı etrafında, üretim istikrarını ise potansiyel üretim düzeyi etrafında istikrarlı kılan politikayı ifade etmektedir. Optimal politikayı yürütebilmek için, belirli bir hedefleme stratejisine bağlı olarak uygun bir makroekonomik değişkenin seçilmesi ve temel politika enstrümanının nihai amaca (hedef) yönelik kullanım biçiminin belirlenmesi ise para politikası tarafından üstlenilmektedir.

Günümüzde merkez bankalarının fiyat istikrarı için hedefleme bağlamında iki temel stratejisi vardır. Bunlardan birisi, para politikasının parasal büyüklükler ve kur gibi ara hedef değişkenler üzerine kurulmasıdır. Bu amacın gerçekleştirilebilmesi için, bu ara hedefler ile enflasyon arasında istikrarlı ve tahmin edilebilir bir ilişki olması lazımdır. Diğer strateji ise, merkez bankasının faiz oranları, rezerv para, nominal gelir gibi değişkenleri kullanarak para politikasını nihai hedefler üzerine kurmasıdır. Ara hedeflere ulaşmak daha hızlı ve daha kolay olurken, amaç değişkenlerin hedeflendiği durumda bazı gecikmeler olabilmektedir. Ama fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için parasal bir büyüklük hedef değişken olarak seçilirse, para talebinin veya paranın dolaşım hızının istikrarsız olduğu bir durumda hedeften sapmalar olacak ve nihai hedeflere ulaşmak zorlaşacaktır. Ancak nominal milli gelir ve enflasyon ise insanların yaşam maliyetini daha iyi yansıttığından kamuoyu fiyat istikrarına ulaşmada ortaya çıkacak maliyetlere daha kolay katlanma eğiliminde olacaklardır.

Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi, düşük ve istikrarlı bir enflasyona ulaşmayı ve bunu sürdürülebilir kılmayı arzulayan bir ülkede para politikasının temel amacının fiyat istikrarı olması gerektiği yönünde literatürde oluşan entelektüel-teorik ve ampirik birikimin ürünüdür. Esas olarak enflasyon hedeflemesinin; 1970'li yıllardan bu yana gelişen hedefleme stratejilerine ait temel çizgi içerisinde parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinden radikal bir kopuşu ifade etmediği ve henüz denenmeyen nominal çapayı oluşturduğu düşünülse de, strateji, gerçek dünya politika yapım süreciyle teorik-

akademik yaklaşımlar arasında bir köprü işlevi görmesi itibariyle diğer hedefleme stratejilerinden ayrılmaktadır. Bir diğer deyişle enflasyon hedeflemesi, para politikasının fiyat istikrarı amacına uygun bir biçimde yürütülmesini ortaya koyan teorik gelişmeler ile para politikası uygulamalarından elde edilen deneyimlerin aynı çatı altında bulunduğu bir hedefleme stratejisidir.

Enflasyon hedeflemesi, belirli bir kural gibi para politikasını nihai amaç doğrultusunda disipline ederek kredibiliteye katkıda bulunmakta ancak nihai amaçtan sapmalar söz konusu olduğunda esnek uygulama imkanı vererek merkez bankasına manevra alanı temin etmektedir. Bunun yanında, diğer hedefleme stratejilerinden farklı olarak yüksek düzeyde sahip olduğu şeffaflık ve iletişim prosedürleri, para politikasının yönü ve geleceği hakkında kamuoyu ve iktisadi ajanların beklentilerinin yönetiminde önemli bir avantajdır. Ayrıca, para politikasının sorumluluk sınırlarını net bir biçimde çizerek, politika uygulamalarını hesap verebilirliğe bağlamakta ve demokratik mekanizmaların işletilmesine imkan vermektedir.

Esas olarak doğru politika oluşturmak; %1 düzeyinde uygulanacak politikaların kavramsal çerçevesinin çizilmesini, %99 düzeyinde ise politikaların uygulanmasını ifade etmektedir. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi; güçlü bir kavramsal-teorik çerçeveye sahip olmasına rağmen, para politikasının yürütülmesinde belirli operasyonel değişimleri ve makroekonomik istikrarın tesis edilmesini kapsayan stratejik gereklilikleri içermesi nedeniyle diğer hedefleme stratejilerine nazaran daha talepkar bir çerçeveye sahiptir. Nitekim, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülke deneyimleri enflasyon hedeflemesinin operasyonel dizaynı ve stratejik gereklilikleri itibariyle farklı biçimlerde uygulandığını ortaya koymaktadır.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon hedeflemesinin dizaynı ve yürütülmesi ile ilgili farklılıklar, ülkelerin kendi öznel makroekonomik koşullarına bağlı olarak kredibilitate-esneklik dengesini farklı bileşimlerde kurmalarından kaynaklanmaktadır. Zira, gelişmiş ülkeler enflasyon hedeflemesini uygulayabilmek için gerekli stratejik unsurlara uygun bir makroekonomik ortama sahip olmalarına rağmen

gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçebilmeleri belirli stratejik unsurları yerine getirmelerine bağlı olarak gerçekleşmektedir.

Bu anlamda gelişmekte olan ülkeler, enflasyon hedeflemesinin farklı unsurlarını aşamalı dezenflasyon sürecine bağlı olarak uygulamaya koymakta ve düşük enflasyon ve fiyat istikrarına ulaşmak için belirli bir zaman ve olgunlaşma sürecine ihtiyaç duymaktadırlar. Bunun yanında, enflasyon hedeflemesi ile ilgili deneyim-birikim artıkça ve fiyat istikrarını sürdürme-koruma hususunda başarı kazanıldıkça hedefin parametreleri ve yürütülmesi ile ilgili karakteristikler de kendi içinde bir evrim sürecine tabi olmaktadır. Bir diğer deyişle gelişmekte olan ülkelerde aşamalı dezenflasyon süreci, eksik donanımlı enflasyon hedeflemesinden tam donanımlı enflasyon hedeflemesine geçişi ifade etmektedir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin uygulanma biçiminde görülen farklılıklar, stratejinin her iki ülke grubu açısından farklı makroekonomik performans göstermesini ve gelişmekte olan ülkelerde uygulanabilirliği ile ilgili tartışmaları beraberinde getirmektedir. Gelişmiş ülkeler genel olarak, para politikası uygulamaları itibariyle belirli bir kredibilite ve makroekonomik istikrara sahip olduklarından, enflasyon hedeflemesinin adaptasyonu kısa vadede büyüme ve istihdam üzerinde olumsuz etkilerde bulunmamaktadır. Nitekim söz konusu ülkelerin; enflasyon hedeflemesini, fiyat istikrarı amacını ve geçmiş politika başarılarını kurumsal hale getirmek ve makroekonomik istikrarı sürdürebilmek amacıyla tercih ettikleri ve hedefleme için sağlam makroekonomik temellere sahip oldukları görülmektedir. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesinin, para politikasının nihai ve öncelikli amacının fiyat istikrarı olduğu kabulüne dayandığından hareketle, sadece fiyat istikrarını amaçlayan para politikasını enflasyon hedeflemesi şeklinde tanımlamak mümkün değildir. Bu durum, fiyat istikrarı, rakamsal bir enflasyon hedefi şeklinde operasyonel hale getirilerek tanımlansa bile geçerlidir. Zira, incelendiği üzere, fiyat istikrarının para politikasının temel amacı olduğu hususunda genel bir uzlaşma mevcuttur. Aksi halde tüm başarılı merkez bankalarını enflasyon hedefleyici, başarısız olanların da enflasyon hedefleyici olmadığı şeklinde yanlış bir sonuç ortaya çıkabilir. Nitekim,

AMB'nin para politikası stratejisi, rakamsal ifadelerle somutlaştırılmış bir fiyat istikrarı tanımını içermesine rağmen, enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanmamaktadır.

Bu çerçevede, kurumsallaşma ve kredibilite anlamında üye ülke merkez bankalarının, uzun yıllar sonunda meydana getirdikleri sağlam bir temel üzerine inşa edilen güçbirliğinin yarattığı sinerjiyle faaliyete geçen AMB, kendisini herhangi bir hedefleme stratejisiyle bağlamaksızın başarılı bir fiyat istikrarı performansı sergileyebilmiştir. İzlediği strateji, her ne kadar enflasyon hedeflemesine yakın gibi görünse de tezde açıklandığı gibi bir çok yönüyle “sui generis” bir yapı arz etmektedir.

AMB, fiyat istikrarı olarak % 2'yi (altında fakat üstünde değil) tanımlarken bunu bir hedef olarak ortaya koymamaktadır; ne raporlarında ne de açıklamalarında “*enflasyon hedefi*” tabirini kesinlikle kullanmamakta, herhangi bir enflasyon tahmini yayınlamamakta, enflasyon hedefine yönelik örtülü ya da açık bir şekilde bir zaman aralığı konusunda yorum yapmaktan da kaçınmaktadır. Buna sebep olarak, para politikasında tamamiyle enflasyon tahminine odaklanmanın, fiyat istikrarına yönelik tehditlerin iyi analiz edilmesini önlediğini göstermektedir.

Türkiye'nin ekonomik yapısı, 30 yıllık yüksek ve kronik enflasyon deneyimi ile kendine özgü bir yapı sergilese de, makroekonomik uyum sürecinin geçirdiği aşamalar açısından ele alındığında gerek enflasyon dinamikleri gerekse politika ortamının karakteristikleri itibariyle diğer gelişmekte olan ülkelere benzer bir çerçeve sunmaktadır. Nitekim, ekonominin 1970'li yılların başından bu yana geçirdiği evrim sürecinin temel karakteristiği, giderek artan ve kronik hale gelen enflasyon oranlarının hüküm sürdüğü bir politika ortamında büyüme-kriz-istikrarsızlık üçgeninden oluşan bir dinamiğin hakim olmasıdır.

Esas olarak, Türkiye ekonomisinde yaşanan enflasyonist sürecin açıklanmasında farklı yaklaşımlar bulunmasına rağmen politika tercihleri ve enflasyonla mücadele uygulamalarının fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümeyi bir politika önceliği olarak benimsemedikleri gözlenmektedir. Nitekim, 2001'den önce TCMB'nin para politikası, fiyat istikrarından ziyade varolan makroekonomik dengeleri koruma ve kriz dinamiğinin

oluşmasını önlemek amacıyla kur istikrarı ve finansal istikrar gibi diğer amaçlara yönelik bir biçimde uygulanmıştır. Bir diğer deyişle kendi amacı doğrultusunda istediği enstrümanı seçen bir merkez bankası yerine mali otoritenin davranışlarına bağımlı ve konjonktürün gereklerine göre hareket eden bir merkez bankası davranışı hakim olmuştur.

Bu bağlamda Türkiye ekonomisinde uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi deneyimlerinden elde edilen sonuçları politika ortamının yapısından bağımsız düşünmek mümkün değildir. Mali baskınlık ve dışsal baskınlığın hakim olduğu bir politika ortamı, belirlenen enflasyon hedefine uygun bir biçimde para politikası izlenmesini güçleştirmiştir. Gerek parasal hedefleme gerekse döviz kuru hedeflemesi, gelişmiş ülkelerdeki gibi fiyat istikrarının sağlanmasından ziyade yüksek ve kronik enflasyonun ancak kontrol altına alınması amacıyla kullanılmış, enflasyon bekleyişleri ve para politikasının kredibilitesi açısından bir nominal çapa işlevini tam anlamıyla görememiştir.

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri, Türkiye ekonomisinin makroekonomik uyum sürecinde 1989 yılından bu yana sürdürülen iktisat politikalarının sonuna geldiğini ve sorunun makroekonomik politika ortamının yapısından kaynaklandığını açık bir biçimde ortaya koymuştur. 1989-2001 arası dönemin fiyat istikrarı ve sürdürülebilir büyümeden uzak politikalar silsilesi, yüksek ve kronik enflasyon sorununun yanına yüksek kamu açıkları ve yüksek borç stoğu sorunlarını da eklemiştir. Nitekim, 2001 yılından sonra uygulanan politikalar bizzat makroekonomik politika ortamının dönüştürülmesi üzerine inşa edilmiştir. Bu anlamda Türkiye ekonomisi için enflasyon hedeflemesi tercihi, makroekonomik politika ortamında köklü değişimleri öngören politikalar demetinin bir unsuru olarak ortaya çıkmıştır.

TCMB'nin, 15.05.2001 tarihinde enflasyon hedeflemesine aşamalı bir dezenflasyon sürecinin ardından geçileceğini ilan etmesinden itibaren geçen 4 yıl zarfında, enflasyon hedeflemesinin yasal-kurumsal unsurları itibariyle TCMB'nin enstrüman bağımsızlığının sağlandığı, şeffaflık-iletişim prosedürleri ve hesap verebilirlik mekanizmalarının oluşturulduğu ve belirli operasyonel adımların atıldığı gözlenmiştir.

Bunun yanında özellikle para politikası karar alma sürecinin doğasına yönelik olarak diğer ülke uygulamalarına benzer biçimde düzenlemeler yapılarak iktisadi ajanlar ile TCMB arasında faiz oranı kararları ile ilgili olarak varolan bilgi asimetrisi ortadan kaldırılmıştır. Ayrıca, 2002 yılından bu yana enflasyon hedeflemesinin çekirdek unsurlarına sahip olan örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde enflasyon %70'ler düzeyinden tek haneli rakamlar düzeyine inmiş, para politikasının kredibilitésinin sağlanmasında önemli bir ilerleme kaydedilmiştir.

Ancak, Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesi, diğer gelişmekte olan ülke deneyimleri gibi, bir yandan yüksek borç stoğu ve mali baskınlık diğer yandan sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir ortamda dışsal baskınlık ve şoklara karşı kırılğan yapı arasında varolan kısır döngünün tam olarak ortadan kaldırılamadığı bir ortamda uygulanmaya başlanmıştır. Enflasyon hedeflemesinin Türkiye ekonomisinde uygulanabilirliği ile ilgili olarak yapılan tartışmalar, stratejinin Türkiye ekonomisine uygun olup olmadığından ziyade mevcut koşulların enflasyon hedeflemesine uygun bir politika ortamı sunup sunmadığı üzerinden yapılmış, 2002-2005 yılları arasında alınan göreceli olarak başarılı sonuçların geleceğe ilişkin tahminleri olumlu yönde etkilemesiyle birlikte 2006 yılında "nokta hedef" türünden enflasyon hedeflemesine geçildiği ilan edilmiştir. Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesine doğrudan geçiş önündeki en önemli engel olan mali baskınlık, borçlanma dinamikleri ve olası global dengesizliklere karşı kırılğanlık gözardı edilmiştir. Sözkonusu zaman dilimi içerisinde yapılan tartışmalarda dalgalanma korkusu ve sermaye hareketlerinde ani duruş korkusu üzerinde daha az durulduğu, büyük bir iyimserlik havasının hakim olduğu gözlenmiştir.

TCMB, tam olarak enflasyon hedeflemesine geçişi, mali baskınlığın hakim olduğu bir ekonomiden parasal baskınlığın hakim olduğu bir ekonomiye ilerleme sürecinin son aşaması olarak görmüştür. Ancak, sözkonusu 4 yılda örtük enflasyon hedeflemesi altında hakim olan makroekonomik yapı, TCMB'nin kısa vadeli faizleri konjonktür lehine ve mali baskınlık endişesi ile kullandığını göstermiştir. Aşamalı dezenflasyon sürecine bağlı olarak para politikasının kredibilitésini ve enflasyon beklentilerinde ilerleme sağlanmasına rağmen, dezenflasyonun kalıcı bir başarı mı yoksa yaşanan

olumlu konjonktürün bir sonucu mu olduğu hususundaki kuşklar da reel faiz oranlarında yapışkanlığa sebep olmuştur.

Öte yandan, açık enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı 2006 yılının ilk aylarından itibaren süregelen gelişmeler dikkate alındığında, sermaye hareketlerinde ve enerji ve gıda fiyatları gibi enflasyonu doğrudan etkileyen kalmelerde meydana gelebilecek ani şokların, her ne kadar TCMB'nin nihai amacı fiyat istikrarı olsa da, Banka'yı fiyat istikrarından kur istikrarı lehine fedakarlık etmeye zorlayabileceği düşünülmektedir. Bu durum, aynı şoklara maruz kalan tüm gelişmekte olan ülkeler açısından, sermaye hareketlerinin serbest olduğu bir politika ortamının konjonktür dalgalanmalarına neden olmasının doğal bir sonucudur.

Burada önemli asıl önemli olan nokta, uygulanan politikalar sonucunda ortaya çıkan verilerin, 30 yılı aşkın bir yüksek enflasyon süreci yaşayan Türkiye için göreceli olarak düşük bir enflasyon oranının yakalandığına işaret etmesine rağmen, enflasyon hedeflemesi bağlamında TÜFE'nin hedeflenen düzeyin bir hayli üzerinde seyretmesinin TCMB'nin kredibilitesine zarar vermesidir. Bu açıdan bakıldığında, siyasi otoriteyle birlikte belirlenen enflasyon hedefinde resmi sorumluluk büyük ölçüde TCMB'nindir, ancak enerji fiyatlarının tarihte görülmedik bir biçimde arttığı, gıda ve diğer hammadde fiyatlarında buna bağlı olarak büyük oranda dalgalanmaların yaşandığı bir ortamda çıkan sonuçlar, Türk halkının TCMB'den daha çok takip ettiği medyada sert bir biçimde eleştirilebilmektedir. Ekonomi ve finans çevreleri her ne kadar durumun farkında olsalar da, TCMB'nin aldığı faiz kararları her kesimi eşit derecede tatmin etmemekte, bu da Türkiye'de sağlam bir merkez bankası kredibilitesi olgusunun yerleşmesini geciktirmektedir.

Uluslararası piyasalarda son iki yıldır süregelen krizin etkilerinin kalıcı olabileceğine ilişkin analiz ve gözlemler ağırlık kazanmaya başlamıştır. Önümüzdeki dönemde bu tür dışsal şoklar ve olası iç siyasal çalkantılar karşısında güçlü bir duruş sergilemek zorunda olan TCMB için, bundan böyle asıl önemli hedefin kredibilitenin korunması ve artırılmasıdır. Zira gerçek anlamda kredibiliteye sahip bir merkez bankası, ne bir

taahhüt ne de bir hedefle kendini bağlama zorunluluğu hissetmemektedir; buna rağmen durumu, ekonomik aktörlerin kararlarında daha çok belirleyici olmaktadır.

Bu çerçevede TCMB'nin uyguladığı enflasyon hedeflemesi stratejisinde aldığı sonuçlar, sözkonusu dönemde ortaya çıkan global dengesizlikler ve dışsal şoklar da dikkate alınarak, gelecekte uygulanacak fiyat istikrarı politikaları için bir başlangıç noktası olarak algılanmalıdır. ve kredibiliteye zarar verecek tarzda yıpratıcı değerlendirmelere konu olmamalıdır.

Sonuç olarak, TCMB'nin kredibilite sağlama yolunda kısa, orta ve uzun vadede izlemesi beklenen stratejiler şu şekilde özetlenebilir:

Enflasyon hedeflemesi ile alınan sonuçlar hedefi tutturma bağlamında olumlu bir izlenim vermese de finansal krizin etkilerinin devam ediyor olması bunun diğer sonuçlarının da orta vadede ortaya çıkacak olması, TCMB'nin fiyat istikrarı performansı üzerindeki aceleci ve yüzeysel eleştirileri azaltacaktır. Bu bağlamda yapılan hedef revizyonu ve kamuoyu ile paylaşılan enflasyon tahminleri kısa vadede beklentilerin yine TCMB tarafından yönlendirilmesiyle sonuçlanacaktır.

Orta vadede, bu sefer hedefin değil hedefleme rejiminin gözden geçirilmesi ve “enflasyon hedeflemesi”nden “enflasyon tahmin hedeflemesi”ne geçilmesi gibi bir zorunluluğa neden olabilecek durumlar ortaya çıkabilecektir. Gelişmiş ülkeler dahi kriz nedeniyle fiyat istikrarı anlamında kaygı duyarken Türkiye'nin gerek iç siyasal hayatındaki canlılık, gerekse dışsal şoklara karşı daha kırılgan bir yapı arz etmesi bu zorunluluğa muhatap olmasının başlıca sebepleridir.

Uzun vadede, Türkiye'nin AB'ye tam üyelik sürecine paralel olarak gelişecek makroekonomik dengeler TCMB'nin herhangi bir hedefleme stratejisiyle kendisini bağlama zorunluluğunu da ortadan kaldıracaktır. Kısa ve orta vadede kredibilite sağlama yolunda atılacak adım ve verilecek kararlar, uzun vadede TCMB'nin alacağı pozisyonu belirleyecektir.



## KAYNAKÇA

### I. Kitaplar

Akyazı, H., (2004) *Enflasyon Hedeflemesi: Ülke Deneyimleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği*, Seçkin Yayıncılık, Ankara

Berger H. (October 2002): *The AMB and Euro-Area Enlargement*, IMF Working Paper, WP/02/175

BIS (Bank For International Settlements) (August 2003): *The role of central bank money in payment systems Committee on Payment and Settlement Systems*, BIS Publication, [www.bis.org](http://www.bis.org)

Blanchard O. J., Fischer S. (1993): *Lectures on Macroeconomics*, The MIT Press, Cambridge MA, Sixth Print

Blanchard O. J. (February 2000): *What Do We Know About Macroeconomics That Fischer and Wicksell Did Not?*, NBER Working Paper Series no.7550, National Bureau of Economics Research, Cambridge MA

Blejer, I., Alan I., Leone, M. Ve Werlang, S. (2000): *Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies*, International Monetary Fund Publications

Blinder A.S. (2000): *Central Banking in Theory and Practice*, The MIT Press, Cambridge: London

Blinder A.S., Goodhart C., Hildebrand P., Lipton D., Wyplosz C. (2001): *How Do Central Banks Talk*, International Center for Monetary and Banking Studies Press

Brealey R. A., Clark A., Goodhart C., Healey J. (2001): *Financial Stability and Central Banks: A Global Perspective*, Routledge: London

Branson, W.H. (1995): *Makro İktisat Teorisi ve Politikası*, Çev. İbrahim Kanyılmaz, İstanbul: Alfa Yayınları

Capie F., Goodhart C., Fischer S., Schnadt N. (1994): *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press: London

Chiang A.C. (1984): *Fundamental Methods of Mathematical Economics*, Mcgraw-Hill (Tx); 3rd Edition

Cukierman A. (1992) *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*, The MIT Press, Cambridge: London

- Dornbusch R., Stanley F. (September 2003): *Macroeconomics*, Mcgraw-Hill (Tx); 9th Edition
- Friedman M., Goodhart C.A.E. (October 2002): *Money, Inflation and the Constitutional Position of the Central Bank*, with an extended introduction by Geoffrey E. Wood, The Institute of Economic Affairs Publication in association with Profile Books Ltd.
- Gujarati D. N. (2004): *Economics- Basic Econometrics*, Mcgraw-Hill, 4th Edition
- Güriş, S., Çağlayan, E. (2005): *Ekonometri: Temel Kavramlar*, Der Yayınları: İstanbul
- Harrison M., Waldron P. (December, 1998) *Mathematical Economics and Finance*, <http://pwaldron.bess.tcd.ie/teaching/ma381/notes/> ,
- Kennedy E. (1991): *The Bundesbank: Germany's Central Bank in the International Monetary System*, The Royal Institute of International Affairs, Council on Foreign Relations Press: New York
- Kutlar, A. (1998): *Bilgisayar uygulamalı Ekonometriye Giriş*, Beta Yayınları: istanbul
- Mankiw N. G., Reis R.(September 2003): *What Measure Of Inflation Should A Central Bank Target?*, Journal of the European Economic Association, 1(5):1058 –1086
- Mizen P. (2003): *Central Banking, Monetary Theory and Practice*, Edward Elgar Publishing Ltd., Cheltenham: UK
- Mark N.C. (December 2000): *International Macroeconomics and Finance: Theory and Empirical Methods* Blackwell Publishers
- Mishkin F. S. (2004): *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, The Addison-Wesley Series in Economics, Seventh Edition, USA, New York
- Miranda M. J., Fackler P.L. (2002): *Applied Computational Economics and Finance*, The MIT Press, USA, MA
- Romer D. (1996): *Advanced Macroeconomics*, Mcgraw-Hill
- Tarı R. (2002): *Ekonometri*, Alfa Yayınları: İstanbul
- Telatar E. (2002): *Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin?*, Ankara: İmaj Yayıncılık
- Uludağ, İ., Arıcan, E. (Temmuz 1999), “*Finansal Hizmetler Ekonomisi (Piyasalar-Kurumlar-Araçlar)*”, Beta Basın Yayım Dağıtım A.Ş., İstanbul.
- Unay C. (1999): *Makro Ekonomi*, genişletilmiş ve Yenilenmiş 7. baskı, Bursa:VİPAŞ Yayın No. 13,

Wood G. E., Mills T. C., Capie F. (1993): *Central Bank Independence: What is it and what will it do for us?*, Institute of Economic Affairs: London

Wynne M.A. (1999): *The European System of Central Banks*, Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Review First Quarter

## **II. Makale, Araştırma ve Konuşmalar**

Aksoy, Y., Orphanides, A., Small, D. (2006): *A Quantitative Exploration of the Opportunistic Approach to Disinflation*, Journal of Monetary Economics (53), 1877-1893

Akyüz Y., Boratav K. (2003): *The Making of the Turkish Financial Crisis*, World Development Vol. 31, No. 9, pp. 1549–1566

Allsopp C., Vines, D. (2000): *The Assessment: Macroeconomic Policy*, Oxford Review Of Economic Policy, Vol. 16, No. 4

Almekinders G.J., Eijffinger S. C.W. (1996): *A friction model of daily Bundesbank and Federal Reserve intervention*, Journal of Banking & Finance 20 1365-1380

Alparslan M. (Mart 1997): *Avrupa Merkez Bankaları Sistemi ve Milli Merkez Bankaları*, Bankacılar, Sayı No.20

Anand, R. Ve Wijnbergen, S: (1989) *Inflation and the Financing of Government Expenditure: an Introductory Analysis with an Application to Turkey*, The World Bank Economic Review, Cilt: 3 No:1

Arıcanlı T., Rodrik D. (1990): *An Overview of Turkey's Experience with Economic Liberalization and Structural Adjustment*, World Development Vol. 18, No. 10. pp. 1333-1350

Archer, D.J. (2000): *Inflation Targeting in New Zealand*, International Monetary Fund, Conference Agenda [www.imf.org](http://www.imf.org), Mart

Arestis P., Sawyer, M.(2001): *"New Consensus," New Keynesianism, and the Economics of the "Third Way"*, Levy Economics Institute of Bard College, New York Working Paper No. 364

Assenmacher- Wesse, K. (2006): *Estimating Central Banks' Preferences From a Time-Varying Empirical Reaction Function*, European Economic Review (50), 1951- 1974

- Ayuso J., Repullo R. (2003): *A Model Of The Open Market Operations Of The European Central Bank*, *The Economic Journal*, 113 (October), 883–902. Royal Economic Society. Published by Blackwell Publishing, USA.
- Baew S.-K. And Rattiz R.A. (2007): *Conservative Central Banks and Nominal Growth, Exchange Rate and Inflation Targets*, *Economica* II, 1–20
- Ball L. (January 1990): *Why Does High Inflation Raise Inflation Uncertainty?*, NBER Working Paper Series Working Paper No. 3224 Cambridge, MA 02138
- Ball L. (1999): *Efficient Rules for Monetary Policy*, *International Finance* 2:1, pp. 63–83
- Balls E. (November 1997): *Open Macroeconomics In An Open Economy*, Scottish Economic Society/Royal Bank of Scotland Annual Lecture
- Bardsen G., Jansen E.S., Nymoen R. (2003): *Econometric Inflation Targeting*, *Econometrics Journal*, volume 6, pp. 430–461
- Barro R. J. Gordon D. B. (November 1981): *A Positive Theory Of Monetary Policy In A Natural-Rate Model*, NBER Working Paper Series Working Paper No. 807 Cambridge MA 02138
- Baydur C. M., Süslü B. (2004): *The view of Sargent and Wallace on monetary policy: tight monetary policy does not stop inflation: an evaluation of CBRT's monetary policy for 1987–2002*, *Journal of Policy Modeling* 26 191–208
- Bell S. (2001): *Inflation- Plus Targeting at the Reserve Bank of Australia*, *The Australian Economic Review*, vol. 37, no. 4, pp. 391–401
- Bencivenga V. R., Huybens E., Smith B.D. (November 2002): *What To Stabilize In The Open Economy*, *International Economic Review* Vol. 43, No. 4, pp. 1289–1307
- Bernanke B. S. Mihov I. (September 1996): *What Does The Bundesbank Target?*, National Bureau Of Economic Research, Working Paper 5764
- Berger H., Haan J. (February 1999): *A State Within The State? An Event Study On The Bundesbank (1948- 1973)*, *Scottish Journal of Political Economy*, Vol. 46, No. 1
- Berger H., Woitek U. (July 2007): *Does Conservatism Matter? A Time-Series Approach To Central Bank Behaviour*, *The Economic Journal*, 115, 745–766
- Berk J.M. (2003): *New Economy, Old Central Banks?*, *Economic Notes* by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, vol. 32, no. 1, pp. 1–35

- Berlemann, M., Elzemann, J. (2006): *Are Expectations on Inflation and Election Outcomes Connected?* An Empirical Analysis, *Journal of Economic Letters* (91), 354-359
- Bernanke, B. S., Gertler M. (June 1995): *Inside The Black Box: The Credit Channel Of Monetary Policy Transmission*, NBER Working Paper Series Working Paper No. 5146 National Bureau Of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138
- Bernanke, B., Mishkin S. F. (1997). *Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?* *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11
- Bernanke, B. Ve Mihov I. (1997). *What Does the Bundesbank Target?* *European Economic Review*, vol. 41
- Berument H. (2007): *Measuring monetary policy for a small open economy: Turkey*, *Journal of Macroeconomics* 29 411–430
- Bindseil, U., Mendez, G., Hirsch, A. Weller, B. (2006): *Excess Reserves and the Implementation of Monetary Policy of AMB*, *Journal of Policy Modelling* (28), 491-510
- BIS (Bank For International Settlements) Monetary And Economic Department, (January 1998): *The Transmission Of Monetary Policy In Emerging Market Economies*, BIS Policy Papers No. 3, Basle
- Blinder A. S. (1998): *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge: The MIT Press
- Bofinger P., Mayer E., Wollmershäuser T. (2004) *The BMW Model As A Static Approximation Of A Forwardlooking New Keynesian Macroeconomic Model*, Universität Würzburg Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Geld und internationale Wirtschaftsbeziehungen WP/42
- Bohl M. T., Siklos P. L. (2004): *The Bundesbank's Inflation Policy and Asymmetric Behavior of the German Term Structure*, *Review of International Economics*, 12(3), 495–508
- Bohl M.T., Siklos P. L. (2007): *Do actions speak louder than words? Evaluating monetary policy at the Bundesbank*, *Journal of Macroeconomics* 29 368–386
- Bohl M.T., Siklos P. L. Werner T. (2007): *Do central banks react to the stock market? The case of the Bundesbank*, *Journal of Banking & Finance* 31 719–733
- Booth G. G., Kaen F.R., Koutmos G., Sherman H.C. (2000): *Bundesbank intervention effects through interest rate policy*, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 10 263–274

Brandner P., Grech H., Stix H. (2006): *The Effectiveness Of Central Bank Intervention In The EMS: The Post 1993 Experience*, Journal of International Money and Finance 25 580-597

Calvo G.A., Mishkin F. S. (June 2003): *The Mirage Of Exchange Rate Regimes For Emerging Market Countries*, NBER Working Paper Series, Working Paper 9808, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Carstensen K. (2006): *Estimating the AMB Policy Reaction Function*, German Economic Review 7(1): 1–34

Casares M. (June 2007): *Monetary Policy Rules in a New Keynesian Euro Area Model*, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 39, No. 4, pp.875-900

Cavelaars P. (2006): *Why The World Should Love The Euro: The Welfare Implications Of EMU For Third Countries*, Journal of Macroeconomics 28 326–337

Cecchetti S.G. (December 1997): *Central Bank Policy Rules: Conceptual Issues And Practical Considerations*, NBER Working Paper Series, Working Paper 6306, National Bureau Of Economic Research 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138

Chadha, J. S., Nolan, C. (2002): *Inflation And Price Level Targeting In A New Keynesian Model*, The Manchester School Vol 70 No. 4 Special Issue 1463-6786 (570-595)

Chauvin S., Basdevant O. (Mars 2006): *Le ciblage d'inflation à travers l'expérience des pays latino-américains*, Diagnostics Prévisions et Analyses Économiques, N° 105, Journal Officiel de la Direction Générale du Trésor et de la Politique Économique

Christoffersen, F., Robert, F. (1999): *Is Poland Ready For Inflation Targeting*, IMF Working Paper, WP/99/41

Ciccarelli M. (2006): Alessandro Rebucci, *Has The Transmission Mechanism Of European Monetary Policy Changed In The Run-Up To EMU?*, European Economic Review 50 737–776

Cogley, T., Morozov, S., Sargent, T.J. (2005): *Bayesian Fan Charts For UK Inflation: Forecasting and Sources of Uncertainty in an Evolving Monetary System*, Journal of Economic Dynamics & Control (29) 1893-1925

Colander, D. (1995): "The Stories We Tell: A Reconsideration of AS-AD Analysis", Journal of Economic Perspectives, vol.9, No.3, Summer

Çolakoğlu, B. (2002). *Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında T.C. Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği*. Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi, Sayı: 4

Crawford A., Fillion J.-F. And Lafèche T. (May 1997): *Is the CPI a Suitable Measure for Defining Price Stability?*, Bank Of Canada, Conference held on, Seminar Paper pp.38-73 <http://bank-banque-canada.ca/en/conference/con97/cn97e-1.html?style1-24.11.2007>

Cuthbertson K., Hayes S., Nitzsche D. (2000): *Are German money market rates well behaved?*, Journal of Economic Dynamics & Control 24 347-360

Daal, E., Naka, A., Sanchez, B. (2005): *Re-examining Inflation and Inflation Uncertainty in Developed and Emerging Countries*, Journal of Economic Letters (89) 180- 186

Dalziel P. (2005): *On The Evolution Of Money And Its Implications For Price Stability*, Journal Of Economic Surveys Vol. 14, No. 4, pp374-392

Debelle, G. (1998). *Inflation Targeting in Practice*. IMF Working Paper, WP/97/35, Washington D.C.

Demirgüç-Kunt A., Detragiache E. (1994): *Interest rates, official lending, and the debt crisis: A reassessment*, Journal of Development Economics 44 263-285

Debrun X. (2001): *Bargaining Over EMU Vs. EMS: Why Might The AMB Be The Twin Sister Of The Bundesbank?*, The Economic Journal, 111 (July), 566-590. Royal Economic Society 2001. Published by Blackwell Publishers, USA

Dellas, H. (2006): *Monetary Policy in Open Economies*, European Economic Review (50), 1471- 1486

Dibooğlu S., Kibritcioğlu A. (2004): *Inflation, output growth, and stabilization in Turkey, 1980–2002*, Journal of Economics and Business 56 43–61

Dornbusch R., Favero C., Giavazzi F. (April 1998): *Immediate Challenges For The AMB: Issues In Formulating A Single Monetary Policy*, Economic Policy, Printed in Great Britain

Du Plessis S.A. (March 2005): *The Democratic Deficit and Inflation Targeting*, South African Journal of Economics Vol. 73:1

Erçel, G. (2001): *Umut Enflasyon Hedeflemesinde*, Ekonomik Forum, Sayı: 3

Easterly W., Fischer S.(May 2000): *Inflation and the Poor*, The World Bank Development Research Group Macroeconomics and Growth And International Monetary Fund Policy Research Working Paper No.2335

Esfahani H. S. (2003): *Fatal attraction: Turkey's troubled relationship with the European Union*, The Quarterly Review of Economics and Finance 43 807–826

- Fahrholz, C., Mohl, P. (2006): *Does the EMU Enlargement Impair Price Stability in Europe? A Voting Power Analysis of the AMB Reform*, European Central Bank Working Papers Series No:801
- Fatum R. (2006): *One Monetary Policy And 18 Central Bankers: The European Monetary Policy As A Game Of Strategic Delegation*, Journal of Monetary Economics 53 659–669
- Fendel R. M., Frenkel M. R. (2005): *Five Years Of Single European Monetary Policy In Practice: Is The AMB Rule-Based?*, Contemporary Economic Policy Vol. 24, No. 1, January 2006, 106–115, Western Economic Association International
- Fischer S. (1996): *Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?*, Journal of Federal Reserve Bank of Kansas City, pp.7-34
- Fischer S.( April 1979): *On Activist Monetary Policy With Rational Expectations*, NBER Working Paper Series Working Paper No.341, National Bureau Of Economic Research Cambridge, MA
- Fontana G. and Palacio-Vera A. (2007): *Are Long-Run Price Stability And Short-Run Output Stabilization All That Monetary Policy Can Aim For?*, Metroeconomica 58:2
- Fraga, A. (2003): *Inflation Targeting in Emerging Market Economies*, Working Paper Series of Banco Central Do Brasil, no. 76
- Freedman C. (2000): *The Canadian Experience with Targets for Reducing and Controlling Inflation*, International Monetary Fund, Conference
- Frenkel M., Mehrez G. (2006): *Inflation and Endogenous Technological Growth*, Econpapers, [http://129.3.20.41/e ... s/9808/9808001.ps.gz](http://129.3.20.41/e...s/9808/9808001.ps.gz)
- Frenkel M., Klein M. (Fall, 1991): *Balance of Payments Crises and Fiscal Adjustment Measures*, Journal of Macroeconomics, Vol. 13, No. 4, pp. 657-673
- Frenkel M. Pierdzioch C., Stadtmann G. (2006): *The Transparency Of The AMB Policy: What Can We Learn From Its Foreign Exchange Market Interventions?*, Journal of Policy Modeling 28 141–156
- Friedman B. M. (December 2000): *Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, Working Paper 8057, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, December 2000
- Fry M.J. (1980): *Money, Interest, Inflation And Growth In Turkey*, Journal of Monetary Economrcs 6 535 – 545



- Furceri D., Karras G. (2006): *Are The New EU Members Ready For The EURO? A Comparison Of Costs And Benefits*, Journal of Policy Modeling 28 25–38
- Gali, J. (2002): "New Perspectives on Money, Inflation and the Business Cycle", NBER Working Paper, No.8767, February
- Gaspar V., Smets F. (2002): *Monetary Policy, Price Stability and Output Gap Stabilization*, International Finance 5:2, pp. 193–211
- Gerberding C. (2005): Franz Seitz, Andreas Worms, *How the Bundesbank really conducted monetary policy*, North American Journal of Economics and Finance 16 277–292
- Gerlach S. (October 2004): *The Pillars Of The AMB*, Economic Policy, pp. 389–439 Printed in Great Britain
- Ghosh A., Phillips S. (May 1998): *Inflation, Disinflation, and Growth*, IMF Working Paper, WP/98/68, International Monetary Fund, Policy Development and Review Department
- Ghosh A., Phillips S.(December 1998): *Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth*, IMF Staff Papers Vol. 45, No. 4
- Goodfriend M., King R. G. (August 2001) *The Case For Price Stability*, NBER Working Paper Series, Working Paper 8423, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA, August 2001
- Goodfriend M., King R. G. (June 1997): *The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, Cambridge, MA
- Goodfriend M. (Summer 2004): *Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer*, Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly Volume 90/3 pp.21-45
- Goodfriend M., King R.G., Tabellini J. G. G. (2000): *The Case for Price Stability, iç. Why price stability?*, First AMB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt, Germany ed. Alicia García Herrero, Vítor Gaspar, Lex Hoogduin, Julian Morgan, Bernhard Winkler, AMB Publications, Frankfurt, pp.53-112
- Goodfriend M. (2002): *Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer*, International Finance 5:2, 2002: pp. 165–191
- Gonçalves, C., Carlos, E. (2006): *Inflation targeting in emerging economies: What do the data say?* Journal of Development Economics (8)
- Greenspan A.(2004): *Opening Remarks* at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 27, 2004, <http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2004/20040827/default.htm>

Gregoriou A., Ktonikas A. (2006): *Inflation Targeting And The Stationarity Of Inflation: New Results From An Estar Unit Root Test*, Bulletin of Economic Research 58:4, 0307–3378

Guerrero G., Million N. (Janvier 2004): *Instabilité de la courbe de Phillips aux Etats-Unis: un modèle explicatif à changements de régimes*, Papier de travail présenté aux conférences de l'AFSE (Paris, septembre 2003) et T2M(Orléans,), Publication de l'Université Paris I

Ha Y. (February 2000): *Uncertainty About The Length Of The Monetary Policy Transmission Lag: Implications For Monetary Policy*, Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper Series

Hagen J. (1999): *Money growth targeting by the Bundesbank*, Journal of Monetary Economics 43 681-701

Hall R. E. (January, 2005): *Controlling the Price Level*, The American Journal of Economics and Sociology, Vol. 64, No. 1 pp.94-111

Heikensten, L. (1999): *The Riskbank's inflation target – clarification and Evaluation*, Quarterly Review of Riskbank

Heinemann F., Huefnern F.P. (September 2004): *Is The View From The Eurotower Purely European? – National Divergence And AMB Interest Rate Policy*, Scottish Journal of Political Economy, Vol. 51, No. 4, Scottish Economic Society 2004, Published by Blackwell Publishing, USA

Hoffmaister, A. W. (1999). *Inflation Targeting in Korea: An Empirical Exploration*. IMF Working Paper, WP/99/7, Washington D.C.

Honda, Y. (2000): *Some tests on the effects of inflation targeting in New Zealand, Canada, and the UK*, Economics Letters (66) 1-6

Humphrey T. M. (Summer 2002): *Knut Wicksell and Gustav Cassel on the Cumulative Process and the Price-Stabilizing Policy Rule*, Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* Volume 88/3, pp.59-83

Ireland P.N. (2006): *The Monetary Transmission Mechanism, Iç. The New Palgrave Dictionary of Economics, Second Edition*, edited by Lawrence Blume and Steven Durlauf, Hampshire: Palgrave Macmillan Ltd. 2006, pp.1-15

Ireland P.N. (2002): *“Rules Rather Than Discretion” After Twenty Five Years: What Have We Learned? What More Can We Learn?*, Boston College Economics Department Working Papers in Economics

Issing O.(2000): *Why Price Stability?*, iç. *Why price stability?*, First AMB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt, Germany ed. Alicia García Herrero, Vítor Gaspar, Lex Hoogduin, Julian Morgan, Bernhard Winkler, AMB Publications, Frankfurt, pp.180-202

Issing O. (1997): *Monetary targeting in Germany: The stability of monetary policy and of the monetary system*, Journal of Monetary Economics 39 67 79

Iwata, S. Wu, S. (2006): *Estimating Monetary Policy Effects When Interest Rates Are Close to Zero*, Journal of Monetary Economics (53), 1395- 1408

Jonas, J. (2000): *Inflation Targeting in Transition Economies: Some Issues and Experience*, *Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic*, Edited by Warren Coats, Oxford University Press

Jonsson, G. (1999). The Relative Merits and Implications of Inflation Targeting for South Africa. *IMF Working Paper*, WP/99/116, Washington D.C. (imf.org)

Judson, R., Orphanides A. (May 1996): *Inflation, Volatility and Growth*, Publication of Board of Governors of the Federal Reserve System, [www.fed.gov](http://www.fed.gov)

Kadioğlu, F., Özdemir, Y. ve Yılmaz, G. (2000). *Inflation Targeting in Developing Countries*. T.C. Merkez Bankası

Kaen F. R., Sherman H.C., Tehranian H. (1997): *The effects of Bundesbank discount and Lombard rate changes on German bank stocks*, Journal of Multinational Financial Management 7 (1997) 1-25

Kandil M., Berument H., Dinçer N. N. (2007): *The effects of exchange rate fluctuations on economic activity in Turkey*, Journal of Asian Economics 18 466–489

Kasman A., Ayhan D. (2008): *Foreign exchange reserves and exchange rates in Turkey: Structural breaks, unit roots and cointegration*, Economic Modelling 25 83–92

Khan M. S. And Senhadji A.S. (2001): *Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth*, IMF Staff Papers Vol. 48, No. 1 International Monetary Fund

Kimball, M. (1995): "The Quantitative Analytics of the basic Neo-monetarist model", Journal of Money, Credit and Banking, vol.27, No.2, November, p.1242 ve LONG, J. B. de (2000): "The Triumph of Monetarism", Journal of Economic Perspectives, No.14, Winter

King, M. (1997) *Changes in U.K. Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice* Journal of Monetary Economics, vol. 39

Knight M. D. (2003): *General Discussion: Implications of a Changing Economic*

*Structure for the Strategy of Monetary Policy*, Article provided by Federal Reserve Bank of Kansas City Journal, pp. 361-371

<http://www.kc.frb.org/Publicat/sympos/2003/pdf/GD52003.pdf>

Kobayashi T. (November 2004): *Hybrid Inflation-Price-Level Targeting In An Economy With Output Persistence*, Scottish Journal of Political Economy, Vol. 51, No. 5, (641-653)

Kuzin V. (2006): The inflation aversion of the Bundesbank: A state space approach, Journal of Economic Dynamics & Control 30 (2006) 1671–1686

Kydland F.E., Prescott E. C.(1999): "Rules Rather than Discretion. The Inconsistency of Optimal Plans", iç.Rational Expectations and Economic Practice

Lavoie M.(2002): *A Post-Keynesian Alternative To The New Consensus On Monetary Policy*, Paper prepared for the ADEK Conference organized by the CEMF Université de Bourgogne Dijon, France November 14-16

Lee J. (July 1999): *Inflation Targeting In Practice: Further Evidence*, Contemporary Economic Policy, Vol. 17, NO. 3, 332-347

Leith C., Wren-Lewis S. (2001): *Interest Rate Feedback Rules In An Open Economy With Forward Looking Inflation*, Oxford Bulletin Of Economics And Statistics, 63, 2 0305-9049

Leino P. (2001): *The European Central Bank and Legitimacy Is the AMB a Modification of or an Exception to the Principle of Democracy?*, Harvard Jean Monnet Working Paper 1/01

Linnemann L., Schabert A.(2006): *Monetary Policy and the Taylor Principle in Open Economies*, International Finance 9:3, pp. 343–367

Lucas R.E., Jr. (Jun., 1973)*Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs*, The American Economic Review, Vol. 63, No. 3, 326-334

Lucas R.E.Jr. And Sargent T. J.(1978): *After Keynesian Macroeconomics*, Paper presented at a June 1978 conference sponsored by the Federal Reserve Bank of Boston and published in its *After the Phillips Curve: Persistence of High Inflation and High Unemployment*. Conference Series No. 19. Edited for publication in this *Quarterly Review*

Mafi-Kreft, E. And S. (2006): *Importing Credible Monetary Policy: A Way for Transition Economies to Fight Inflation*, Journal of Economic Letters (92), 1-6

Malatyali, N. K. (1998). *Enflasyon Hedflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği*, DPT, YPKD Genel Müdürlüğü, Çalışma Raporları, Ankara

- Maier P., Sturm J.-E.(2002): Jakob de Haan, *Political pressure on the Bundesbank: an empirical investigation using the Havrilesky approach*, Journal of Macroeconomics 24 (2002) 103–123
- Maier P., Bezoen S.(2004): *Bashing and supporting central banks: the Bundesbank and the European Central Bank*, European Journal of Political Economy Vol. 20 (2004) 923–939
- Maier P., Knaap T. (2002): *Who supported the Deutsche Bundesbank? An empirical investigation*, Journal of Policy Modeling 24 (2002) 831–851
- Mansoorian, A., Michelis, L. (2006): *The Transition to a New Inflation Rate in Models With Habit Formation*, Journal of Economic Letters (91) 56-60
- Masson P. R., Savastano M. A., Sharma S. (Mars 1998) :, *Le ciblage de l'inflation peut-il servir de cadre à la politique monétaire des pays en développement?*, Finances & Développement, pp.34-37
- Mccallum B. T. (March 2001): *Monetary Policy Analysis In Models Without Money*, NBER Working Paper Series, Working Paper 8174, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA
- Meland F.(2006): *A Union-bashing Model of Inflation Targeting*, Scand. J. of Economics 108(3), 419–432
- Meltzer A.(1995): "Monetary, Credit and (other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective", Journal of Economic Perspectives, vol.9, No.4, Fall
- Mervyn K.(1997): *The Inflation Target Five Years On*, Bank of England Resmi Web Sitesi
- Meyer L.H. (2001): *Does Money Matter?*, Paper prepared for the Homer Jones Lecture, Federal Reserve Bank of St. Louis, March 28
- Minella, A.,(2002) Paulo Springer de Freitas, Ilan Goldfajn ve Marcelo Kfoury Muinhos, *Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges*, Working Paper Series of Banco Central Do Brasil, no. 53
- Mishkin F.S. (2007): *Issues in Inflation Targeting*, Bank of Canada Working Paper, [www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2000/mishkin.pdf](http://www.bankofcanada.ca/en/res/wp/2000/mishkin.pdf) 03.05.2007
- Mishkin F.S. (2007): *Strategies for Controlling Inflation*, NBER Working Paper, no.6122, <http://www.nber.org/papers/w6122.v5.pdf> 09.01.2007

Mishkin F. S. Posen A. S. (August 1997): *Inflation Targeting: Lessons From Four Countries*, NBER Working Paper Series, Working Paper 6126, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Mishkin F. S. (February, 1999): *International Experiences With Different Monetary Policy Regimes*, NBER Working Paper Series, Working Paper 6965, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Mishkin F. S. And Schmidt-Hebbel K. (July 2001): *One Decade Of Inflation Targeting In The World: What Do We Know And What Do We Need To Know?*, NBER Working Paper Series, Working Paper 8397, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Mishkin F. S. (February 1996): *The Channels Of Monetary Transmission: Lessons For Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, Working Paper 5464, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Mishkin F. S. (December 2001): *The Transmission Mechanism And The Role Of Asset Prices In Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, Working Paper 8617, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Mishkin F. S., Westelius N.J. (July 2006): *Inflation Band Targeting And Optimal Inflation Contracts*, NBER Working Paper Series, Working Paper 12384, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Mishkin, F. Ve Jonas, J. (2005): *Inflation Targeting in Transition Economies: Experience and Prospects*, Chicago Press for National Bureau of Economic Research

Morana C. (2006): *A Small Scale Macroeconometric Model For The Euro-12 Area*, Economic Modelling 23 391–426

Muchlinski E. (2003): *Against Rigid Rules – Keynes's economic theory*, Volkswirtschaftliche Reihe, Diskussionsbeiträge des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaft der Freien Universität Berlin Nr. 2003/2

Musard-Gies M. (2006): *Do European Central Bank's Statements Steer Interest Rates In The Euro Zone?*, The Manchester School Supplement 2006 1463–6786 116–139

Muscattelli A. (1999): *Inflation Contracts and Inflation Targets under Uncertainty: Why We Might Need Conservative Central Bankers*, *Economica* 66, 241–54

Nautz D. And Oechssler J. (2003): *The Repo Auctions of the European Central Bank and the Vanishing Quota Puzzle*, *Scand. J. of Economics* 105(2), 207–220

Neyer U. (2003): *Asymmetric Information and the Transmission Mechanism of Monetary Policy*, *German Economic Review* 8(3): 428–446

Orphanides A., Wieland V. (June 1998): *Price Stability and Monetary Policy Effectiveness when Nominal Interest Rates are Bounded at Zero*, Publication of Board of Governors of the Federal Reserve System, [www.fed.gov](http://www.fed.gov)

Özdemir, K. A., Turner, P. (2007): *A Monetary Disequilibrium Model for Turkey: Investigation of a Disinflationary Fiscal Rule and its Implications for Monetary Policy*, Journal of Policy Modeling (2007), doi:10.1016/j.jpolmod.2007.02.004

Özdemir Z.A. Fisunoğlu M. (2008): *On the inflation-uncertainty hypothesis in Jordan, Philippines and Turkey: A long memory approach*, International Review of Economics and Finance 17 1 – 12

Özdemir S. (2007): *Liberalization and concentration: Case of Turkey*, The Quarterly Review of Economics and Finance 46 762–777

Persson T., Tabellini G. (December 1997): *Political Economics And Macroeconomic Policy*, NBER Working Paper Series, Working Paper 6329, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Poole W. (1998): *Is Inflation Too Low?*, Remarks Prepared for 16th Annual Monetary Conference Cato Institute, Washington, D.C. Oct. 22

Oğuz H. (2001): "Para Politikası Uygulama Prosedürleri ve Şoklara Tepkiler", Hacettepe Üniv. İİBF Dergisi, Cilt 19, Sayı 1

Önel, G., Utkulu, U. (2006): *Modeling the Long-Run Sustainability of Turkish External Debt With Structural Changes*, Journal of Economic Modelling (23), 669-682

Özatay F. (2000): *A quarterly macroeconometric model for a highly inflationary and indebted country: Turkey*, Economic Modelling 17 2000 1-11

Özatay F. (1997): *Sustainability of Fiscal Deficits, Monetary Policy, and Inflation Stabilization: The Case of Turkey*, Journal of Policy Modeling 19(6):661-681

Remsperger H. (2002): *The Role of Deutsche Bundesbank in the European System of Central Banks*, Journal of Asian Economics, 166 137- 156

Ragan C. (September 1998): *On the Believable Benefits of Low Inflation*, Bank of Canada, Working Paper 98-15

Romer D. , Romer C. (November 1998): *Monetary Policy And The Well-Being Of The Poor*, NBER Working Paper Series, Working Paper 6793, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Romer D. (Spring 2000): *Keynesian Macroeconomics without the LM Curve*, Journal of Economic Perspectives-Volume 14, Number 2, pp.149–169



Safouane M., Aïssa B., Musy O. (2000) : *Régime Monétaire et Stabilité de la Courbe de Phillips Néo-Keynésienne Hybride*, Papier de Travail pour la Publication de CEDERS & GREQAM, Université d'Aix-Marseille II

Schaechter A. (October 2001): *Implementation of Monetary Policy and the Central Bank's Balance Sheet*, IMF Working Paper WP/01/149, Monetary and Exchange Affairs Department

Scheller, H.P. (2004): *European Central Bank: History, Rules and Functions*, European Central Bank Publications

Scheve K. (2000): *Public demand for low inflation*, The Bank of England's working paper series, Working Paper no. 172

Schönwitz D. (2004): *What Monetary Policy Can Do : The Clarified Approach Of The AMB*, Institute of Economic Affairs. Published by Blackwell Publishing, Oxford

Sherwin M. (Mars 1998) : *L'application de cibles en matière d'inflation : l'expérience de la Nouvelle-Zélande*, Table Ronde, Finances & Développement, pp.283-296

Shiller R. J. (April 1996): *Why Do People Dislike Inflation?*, NBER Working Paper Series, Working Paper 5539, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Surico P. (2007): *The Monetary Policy of the European Central Bank*, Scand. J. of Economics 109(1), 115–135

Svensson L.E.O. (1996): *Commentary: How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability? —Conceptual Issues*, Article provided by Federal Reserve Bank of Kansas City Journal, <http://www.kansascityfed.org/>

Svensson L.E.O. (August 1999): *Price Stability As A Target For Monetary Policy: Defining And Maintaining Price Stability*, NBER Working Paper Series, Working Paper 7276, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Tacal, Z.C. (1993). *Monetary Policy and Implementation in Turkey*, TCMB, Ankara

Tachibana, M. (2006): *Did the Bank of Japan Have a Target Zone for the Inflation Rate?* Journal of Economic Letters (92), 131-136

Taylor J.B. (1999): *Alternative Views of the Monetary Transmission Mechanism: What Difference Do They Make for Monetary Policy?*, Paper prepared for the *Oxford Review of Economic Policy*, an updated, revised, and shortened version of an earlier paper entitled, "The Monetary Transmission Mechanism and The Evaluation of Monetary Policy Rules," presented at the Central Bank of Chile in September 20-21



- Taylor J.B. (1996): *How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability?—Conceptual Issues*, Article provided by Federal Reserve Bank of Kansas City Journal, <http://www.kansascityfed.org/> , pp.181-195
- Tabellini G. (1999): *Inflation Targeting and the Accountability of the European Central Bank*, Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, vol. 28, no. 1, pp. 15±23
- Telatar E.(2002): "Para Arzı Reaksiyon Fonksiyonunun Degisken Katsayılı-Değişken Varyans Modeli ile Tahmini", Hacettepe Üniv. İİBF Dergisi, Cilt 19, sayı2
- Tobin J. (1998): *Monetary Policy: Recent Theory and Practice*, Paper provided by Cowles Foundation, Yale University in its series [Cowles Foundation Discussion Papers](http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d11b/d1187.pdf) no.1187, <http://cowles.econ.yale.edu/P/cd/d11b/d1187.pdf>, 16.09.2007
- Us V. (2004): *Inflation dynamics and monetary policy strategy: some prospects for the Turkish economy*, Journal of Policy Modeling 26 1003–1013
- Vaubel R. (1997): *The bureaucratic and partisan behavior of independent central banks: German and international evidence*, European Journal of Political Economy Vol. 13 201-224
- Vestin, D. (2006): *Price- Level Versus Inflation Targeting*, Journal of Monetary Economics (53) 1361-1376
- Vinals J.(2000): *Monetary Policy Issues in a Low Inflation Environment*, iç. *Why price stability?*, First AMB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt, Germany ed. Alicia García Herrero, Vítor Gaspar, Lex Hoogduin, Julian Morgan, Bernhard Winkler, AMB Publications, Frankfurt, pp.113-178
- Walsh C. (2003): "Implications of a Changing Economic Structure for the Strategy of Monetary Policy", iç. *Rethinking Stabilization Policy*, A Symposium held by FED of Kansas, August 28-30
- Walsh C. E. (1999): *Announcements, Inflation Targeting and Central Bank Incentives*, *Economica* 66, 255–69
- Wilson, B.K. (2006): *The Links Between Inflation, Inflation Uncertainty and Output Growth: New Time Series Evidence From Japan*, Journal of Macroeconomics (28) 609-620
- Winkler B. (August 2000): *Which Kind Of Transparency? On The Need For Clarity In Monetary Policy-Making*, European Central Bank Working Paper Series, Working Paper No. 26
- Wolman A.L. (Fall 2001): *A Primer on Optimal Monetary Policy with Staggered Price-Setting*, Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* Volume 87/4

Woodford, M.(1999): Commentary: *How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability?*, Paper prepared for *New Challenges for Monetary Policy*, a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming, August 26-28, Federal Reserve Bank of Kansas Journal

Woodford, M.( October 2000): *Fiscal Requirements for Price Stability*, Paper as an *Official text of the 2000 Money, Credit and Banking Lecture*, presented at Ohio State University on May 1, 2000

Woodford, M.(July 1996): *Control Of The Public Debt: A Requirement For Price Stability?*, Nber Working Paper Series, NBER Working Paper 5684, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, MA

Woodford, M.(2003):, *Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy*, Paper prepared for the Annual Economic Policy Conference Federal Reserve Bank of St. Louis, October 16-17

Wyplosz C., Dickens W.T. , Svensson L.E.O.(2000): *Do We Know How Low Should Inflation Be?*, iç. *Why price stability?*, First AMB Central Banking Conference, November 2000, Frankfurt, Germany ed. Alicia García Herrero, Vitor Gaspar, Lex Hoogduin, Julian Morgan, Bernhard Winkler, AMB Publications, Frankfurt, pp.15-52

Yang, J., Guo, H., Wang, Z. (2006): *International Transmission of Inflation Among G-7 Countries: A Data Determined VaR Analysis*, Journal of Banking and Finance (30) 2681- 2700

### **III. Resmi Rapor ve Belgeler**

TCMB Kanunu

TCMB Yıllık Raporları (2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008,2009)

TCMB Enflasyon Raporları (2006, 2007, 2008, 2009 - Tamamı)

TCMB Finansal İstikrar Raporları 2007, 2008,2009 - Tamamı

TCMB Başkanı Durmuş Yılmaz'ın tüm konuşmaları

Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı

### **IV. Web Siteleri**

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)

Avrupa Merkez Bankası [www.AMB.int](http://www.AMB.int)

Bundesbank [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)

Avustralya Merkez Bankası [www.rba.gov.au](http://www.rba.gov.au)  
Brezilya Merkez Bankası [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br)  
Çek Cumhuriyeti Merkez Bankası [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)  
Filipin Merkez Bankası [www.bsp.gov.ph](http://www.bsp.gov.ph)  
Güney Afrika Merkez Bankası [www.reservebank.co.za](http://www.reservebank.co.za)  
Güney Kore Merkez Bankası [www.bok.or.kr](http://www.bok.or.kr)  
İngiltere Merkez Bankası [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)  
İsrail Merkez Bankası [www.bankisrael.gov.il](http://www.bankisrael.gov.il)  
İsveç Merkez Bankası [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)  
İsviçre Merkez Bankası [www.snb.ch](http://www.snb.ch)  
İzlanda Merkez Bankası [www.sedlabanki.is](http://www.sedlabanki.is)  
Kanada Merkez Bankası [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca)  
Kolombiya Merkez Bankası [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co)  
Macaristan Merkez Bankası [www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)  
Meksika Merkez Bankası [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)  
Norveç Merkez Bankası [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no)  
Peru Merkez Bankası [www.bcrp.gob.pe](http://www.bcrp.gob.pe)  
Polonya Merkez Bankası [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl)  
Şili Merkez Bankası [www.bcentral.cl](http://www.bcentral.cl)  
Tayland Merkez Bankası [www.bot.or.th](http://www.bot.or.th)  
Yeni Zelanda Merkez Bankası [www.rbnz.govt.nz](http://www.rbnz.govt.nz)  
Uluslararası Para Fonu (IMF ) [www.imf.org](http://www.imf.org)