

I.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi  
No:32 (Mart 2005)

## ENFLASYON HEDEFLERİ VE TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLERİNE GEÇİŞ BAĞLAMINDA KAMU DİNAMİKLERİ BASKISI

Binhan Elif YILMAZ\*

### Özet

Son yıllarda para politikasının teorideki ve uygulamadaki önemli gelişmelerinden biri de enflasyon hedeflemesi olmuştur. Enflasyon hedeflemesinin önkoşulları üç gruba ayrılabilir. İlki, Merkez Bankası'nın bağımsızlığıdır. İkinci koşul, para politikasının maliye politikasının baskısı altında olmamasıdır. Üçüncü koşul da, finansal sistemin yeterince gelişmiş ve rejimin gerekliliklerini karşılayacak kadar istikrarlı olmasıdır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde para ve maliye politikalarının amaçları arasında örtük bir ilişki vardır. Maliye politikası ve kamu borç yönetimi enflasyon hedeflemesinin gerçekleştirilmesinde koordineli bir şekilde çalışmalıdır. Asiri kamu borç yükü gelecek enflasyon beklentileri üzerinde etki yaparak, Merkez Bankası'nın enflasyon hedefini tutturmasını zorlaştırır. Yüksek faiz oranlarının sonucu olarak devletin hem borç servisi yükü hem de borç stoku artarak borç kısır döngüsü ile sonuçlanır.

Anahtar Kelimeler: Enflasyon Hedeflemesi, Merkez Bankasının Bağımsızlığı,  
Mali Baskılık

Inflation Targeting And The Impact Of Public Dynamics On The Adaptation Of  
Inflation Targeting In Turkey

### Abstract

One of the most significant developments in the theory and practice of monetary policy in recent years has been inflation targeting. The initial conditions in support of an inflation targeting framework can be divided into three groups. First condition is the independence of central bank. Second condition that monetary policy should not be dominated by fiscal policy. Third condition that the financial system should be sufficiently well-developed and stable enough to implement the framework. In a inflation targeting regime, there is also an implicit interaction between the goals of monetary and fiscal policy. Fiscal policy and public debt management activities should be coordinated in support of the inflation targeting. An excessively large stock of public debt may create expectations of future inflation which make it more difficult for the central bank to achieve the inflation target, the resultant higher interest rates may also increase the debt servicing burden for the government and add to the stock of debt resulting in vicious circle of higher interest rates and higher debt.

Keywords : Inflation Targeting, Independence Of Central Bank, Fiscal Dominance.

---

\* Yrd.Doç.Dr., İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi , Maliye Bölümü.

## GIRIS

Toplumların iktisadi ve sosyal yapıları ve koşullarına göre farklı dönemlerde farklı hedefleri ön plana çıkar. Karar alıcılar bu hedefleri gerçekleştirmeye yönelik olarak benimsenmiş yaklaşımları uygulamaya veya farklı yeni yaklaşımları bulmaya çalışırlar. 1990'li yıllarda uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi rejimi, toplumların istikrar ve büyüme hedeflerine ulaşmada kullandıkları önemli bir para politikası uygulaması olarak öne çıkmıştır.

Enflasyon hedeflemesi, Merkez Bankası'nın fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla, para politikasının belli bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefine veya hedef aralığına dayandırılarak, bunun kamuoyuna açıklanması olarak tanımlanan bir para politikası uygulamasıdır. Ancak bu politika, gerek akademik çevrelerdeki başarısı konusunda gerekse gelişmekte olan ülkelerdeki uygulanabilirliği açısından görüş ayrılıkları yaratmaktadır. Aralarında Yeni Zelanda (Mart 1990), Kanada (Subat 1991), İngiltere (Ekim 1992), İsveç (Ocak 1993), Finlandiya (Subat 1993), Avustralya (Nisan 1993) ve İspanya (1994 yazı) nin de bulunduğu gelişmiş ülkeler bu uygulamaya geçmiş bulunmaktadır. Bu ülkelerdeki uygulamaların başarılı sonuçlarının ardından İsrail, Sili, Meksika ve Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelerde de bu uygulamaya geçme çalışmaları sürmektedir.

Çalışma üç bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde enflasyonun tanımı, nedenleri, belli bir enflasyon oranının ekonomik birimlere olan maliyeti ele alınacaktır. İkinci bölümde enflasyon hedeflemesi; tanımı, içeriği, başlangıç koşulları, kendisinden sağlanacak avantajlar ve karşılaşılabilecek dezavantajları, olmazsa olmaz koşulları itibarıyla incelenecektir. Üçüncü bölümde, Türkiye'nin uzun yıllardır yaşadığı yüksek ve kronik enflasyon, yüksek iç borçlanma eğilimi ve kamu açıkları ortamında, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesinde altyapısının yeterliliği tartışılacaktır.

## 1. ENFLASYON; TANIMI, NEDENLERİ, ETKİLERİ :

### 1.1. Enflasyonun Tanımı:

Enflasyon, genel olarak piyasa ekonomilerinde istikrar programlarının en önemli bileşeni oluşturmaktadır. Fiyatlar genel seviyesinde görülen bu sürekli artışın tanımı, nedenleri ve etkileri, ekonominin dinamikleri dolayısıyla esneklik yapısı dikkate alınarak açık bir şekilde ortaya konabilir.

Talep artışının üstündeki para arzı artışının, bir başka deyişle para otoritelerince para arzının gereksiz yere ve asırı ölçüde arttırılmasının, enflasyona yol açtığına dayanan monetarist görüşte, milli gelir düzeyini belirleyen en önemli faktör, para ve para politikalarıdır. Bu teori para arzındaki artış ile fiyatlardaki artış arasındaki pozitif bir ilişkinin varlığına dayanır (enflasyon oranı=para artışı-milli gelir artışı+paranın dolanım hızı). Dolayısıyla fiyat istikrarının sağlanması için en

uygun çözüm, para arzındaki artisin önceden belirlenmesi, bir baska deyişle parasal hedefleme yapılmasıdır. Ancak enflasyon Friedman'ın miktar teorisinde açıkladığı gibi salt para arzı artışı ile açıklanabilecek bir olgu değildir. Keynezcilere göre enflasyon, para arzındaki değişikliklerden bağımsız olarak ortaya çıkar, dolayısıyla enflasyon bir sonuçtur ve para arzının genişlemesine yol açar.

## 1.2. Enflasyonun Nedenleri:

Enflasyon, ortaya çıkış nedenlerine bağlı olarak talep ya da maliyet enflasyonu olarak çeşitlenmektedir. Ayrıca özellikle gelişmekte olan ülkelerin kendilerine has yapısal özellikleri (eksik istihdam içinde olmaları, teknoloji gerilikleri) nedeniyle, yapısal enflasyondan da bahsedilir. Ancak enflasyonun nedenleri karşılıklı olarak birbirinden bağımsız olmadığından, enflasyonu etkileyen başka değişkenler de, bir başka deyişle kamu açıkları, ücret-fiyat sarmalı, arz-talep sokları, nispi fiyat değişiklikleri ve beklentiler de sözkonusudur.

Bazı malların üretimindeki ani değişimler fiyatlarını da farklılaştırdığından, ekonomide nispi fiyat yapısını bozar ve bu durum tüm ekonomiyi etkiler. Örneğin bir petrol şoku parasal genişleme olmaksızın, fiyatlar genel düzeyini yükseltecektir. Böylelikle arz ve talep sokları, para miktarı ile enflasyon arasındaki ilişkinin sorgulanmasına yol açar.

Miktar teorisi, özellikle beklentiler sözkonusu olduğunda enflasyonist gelişmeleri açıklayamamaktadır. Beklentiler, toplum kesiminde geçmişte izlenen politikaların etkisiyle ve daha çok geleceğe ilişkin olarak izleyeceği politikalarla bağlantılı olarak ortaya çıkar. Beklentilerin durumu kısa dönemde para miktarı ile enflasyon arasındaki ilişkiyi etkiler. Merkez Bankası'ndan borçlanma, beklentileri olumsuz etkilediğinden, enflasyon artar. Çünkü toplum kesimleri gelecekte enflasyonun yükseleceğini beklemeye başlayacaklardır. Olumsuz beklentiler, enflasyon üzerinde daha da olumsuz sonuçlar ortaya çıkarır. Enflasyonla mücadelede beklentiler, güven ile etkilenebilir ve enflasyonun düşeceğine olan inanç pekiştirilebilir (Egilmez ve Kumcu, 2002: s. 123-124). Bunun yanında geçmiş enflasyona göre gelecek enflasyonu doğru tahmin edebilen rasyonel bireylerin, zarar görme olasılıkları azalacaktır. Ancak enflasyon beklentisi, gerek ücret sözleşmeleri gerek üretim anlaşmalarının beklenti dahilinde yapılması nedeniyle, bu kesimlerde beklentilerin yaygınlaşmasına ve fiyat artışlarının hızlanmasına yol açacaktır.

Üretim faktörlerinin fiyatlarında verimliliklerini aşan artışlar, mal ve hizmet fiyatlarını artırır. Vergileme de bir maliyet unsuru olarak fiyatlar üzerinde artış yönünde baskı oluşturur. Devletin emisyon veya borçlanma şeklinde fon kullanımı da enflasyonun doğması ve gelişmesinde önemli bir faktördür. Satınalma gücünün yaratılması, transfer yöntemi ve sürecini belirleyen finansal hizmetler sektörü, enflasyon oranı üzerinde doğrudan ve dolaylı etkide bulunmaktadır (Ekren, 2000).

Enflasyonist baskı yaratan en önemli mali durum, yüksek düzeydeki kamu açıklarıdır. Devlet bu açıkların finansmanında para basma ya da borçlanma yoluna gider. Para basma yani Merkez Bankası kaynağından borçlanmayla hükümetler, bu

bankanın para basma gücünü kullanmış olur ve para arzı denetimden çıkarak enflasyonu arttırır. İç borçlanma alternatifi kullanıldığında da özel kesim fonları daralır, faiz oranı yükselir ve özel kesim dışlanır. Hükümetler, hem kamu kesimi borç maliyetindeki hem de mali kesim kaynak maliyetindeki artışın önlenmesi için faiz kontrolünü elinden çıkarmamaya çalışırlar. İç borç stokunun yükselmesi enflasyonist baskı yarattığından faizlerdeki oynamalardan kaçınmayı tercih ederler. Siki para politikasının faiz oranları üzerinde neden olacağı etkiler nedeniyle, genişleyici para politikaları kullanmak isterler. Böylelikle artan kamu açıkları ve bu açıkların finansmanı yolları, fiyat istikrarını bozarak enflasyonu arttırır. Artan enflasyon hem kamu harcamalarını hem de bir süre sonra kamu gelirlerini olumsuz yönde etkilediğinden, kamu açıklarını körükler.

### 1.3. Enflasyonun Etkileri:

Belli bir oranın üzerindeki enflasyon, ekonomide bir çok maliyete katlanılmasına yol açmaktadır. Fiyatlar genel seviyesindeki sürekli artış ve paranın değerinin düşmesi ile ortaya çıkan enflasyon, reel ücretlerdeki azalma nedeniyle sosyal yönden pazarlık gücü zayıf olanlara, geri alacağı paranın azalması nedeniyle borç verenlere, vergi sonrası gelirlerinin düşmesi nedeniyle vergi mükelleflerine, enflasyon vergisi nedeniyle elinde ulusal para tutan kişilere ve reel maliyetleri yükseltmesi nedeniyle ekonomiye zarar verir (Batirel, 1998: s. 97).

Fiyatların sürekli arttığı bir ortamda fiyatlama sisteminin etkinliğini kaybetmesi ile karar verici birimler fiyatları doğru birer gösterge olarak kullanamaz ve ekonomik yapı ve ilişkiler değişir. Enflasyonun yarattığı belirsizlik ortamıyla sözleşmelerin vadeleri kısalmış, tasarruf kararları da değişikliğe uğrar. Tasarrufların kısa vadeli getirisi olan varlıklara yöneltilmesi ile yatırımlar azalır, bu da büyüme hızını düşürür.

Önemli bir enflasyon maliyeti de büyüme oranları üzerindeki olumsuz etkisidir. Enflasyonun düşük büyüme hızı ile sonuçlanmasında, fiyatlama sisteminin etkinliğinin azalması ile ilgili olduğuna dair bulgular yeterli olmamakla birlikte, Selody (1990) nin Kanada için bir çalışmasında, enflasyon oranındaki her %1'lik artışın, büyüme hızında %0.3'lük bir azalmaya yol açtığı kanıtlanmıştır. Barro (1996) da bir çalışmasında, enflasyonun %10 düzeyinde olduğu bir durumda, kişi başı milli gelirden %0.2 ve/veya %0.3'lük bir maliyetin ortaya çıkacağını göstermiştir.

Enflasyonist ortamda nominal faiz oranları yükselir, elde nakit tutmanın maliyeti de, elde para tutmaktan doğan faiz kayıpları arttığından dolayı artar. Nakde olan talebin azalması ve daha az nakitle idare etmek durumunda kalan bireyler, daha küçük çekleri nakde dönüştürmek için eskisine oranla daha sık bankaya gitmek zorunda kalırlar. Enflasyonun bu maliyetine "ayakkabı eskitme maliyeti" denir ve bu maliyet öngörülen enflasyon oranındaki bir artışla azalmış olan nakit para talebinin miktarı ile ilişkilidir. Öte yandan enflasyonla birlikte bireyler fiyatları yükseltmek için reel kaynaklara yönelmek, mal fiyatlarını yeniden hesaplamak ve değişiklikleri takip etmek zorunda olduklarından, bir takım araçları devreye

sokarlar. Bu maliyete de “menü maliyeti” denir (Dornbusch & Fischer, 1998: s. 524).

Enflasyonun ulusal paranin degerini düşürmesi de, enflasyon yaratıcı bir durumdur. Ulusal paranin degerinin düşmesi, tüketim harcamalarını ve dolayısıyla enflasyonu hızlandırır. Monetarist görüşe göre enflasyonun ana nedeni talepten fazla artan para arzidir. Diğer yandan cari fiyatlar düzeyinde toplam arzın toplam talebi karşılamaması nedeniyle oluşan enflasyona “talep enflasyonu” denir. Arz ve talep eğrilerinin kesiştiği noktada piyasada denge fiyatı oluşmuşken, arzdan daha hızlı artan talep, fiyatları daha da arttırarak enflasyona neden olmaktadır. Özellikle tüketim, yatırım ve devlet harcamalarındaki artış parasal geliri arttırdığından, halk daha fazla mal ve hizmet talep etmekte, fiyatları arttırmaktadır. Ayrıca enflasyon sonucu yerli mala oranla ucuzlayan yabancı mala olan talep, ithalati arttırır. Buna karşın yabancı girişimciler karşısında yerli girişimcilerin rekabet gücünün zayıflaması ile ihracat azalır. Bu durum ödemeler dengesinin bozulmasına yol açar. Bu konu ile alınabilecek önlemlerden eğer devalüasyona başvurulursa, ithalat daha pahalı hale gelerek ödemeler dengesini sağlayıcı rol oynar. Ancak ithalatın bu şekilde kısılması hammadde piyasasını ve dolayısıyla üretimi olumsuz etkiler ve sonuçta yine enflasyonu artırır (Greaves, 1969).

Enflasyon oranı yükselirken vergilerden elde edilen reel gelir, gerek vergilerin hesaplanmasına gerekse ödenmesine ilişkin ortaya çıkan gecikmeler nedeniyle düşer. Enflasyonun vergi gelirleri üzerindeki bu olumsuz etkisi, literatürde “Tanzi etkisi”<sup>1</sup> olarak adlandırılmıştır. Vergi sisteminde ortaya çıkan bir başka enflasyon kaynaklı olumsuzluk da, enflasyon sonrası satınalma gücü düşen yükümlülerin, bunu telafi yolları arayışı içine girmeleri ile kayıtdışı ekonominin tetiklenmesidir.

Ancak bilindiği üzere ekonomik istikrar için hem kamu açıklarının azaltılması hem de enflasyonun düşürülmesi gerekir. Enflasyonun düşürülmesine ilişkin uygulanacak politikaların da bir maliyeti olduğu unutulmamalıdır. Yüksek oranlı bir enflasyonla mücadeleden elde edilecek faydalar, geçici de olsa istihdam ve üretim azalışlarına yol açarak bir maliyet yaratır. Enflasyonu düşürme politikası ile ulaşılacak faydaların ortaya çıkan maliyetleri asmaması, fayda ve maliyetler eşit olana kadar devam ettirilmesi gerekir. Bu ilke, literatürde “Howitt Kuralı (Howitt’s Rule)”<sup>2</sup> olarak bilinmektedir.

“Enflasyonist bir ortamda, kurumlar ve bireyler kendilerini enflasyona karşı korumak ya da bundan yarar sağlamak amacıyla daha çok zaman ve para harcamak zorunda kalmaktadırlar. Merkez Bankası’nın ve para politikasının temel unsurları

<sup>1</sup> Tanzi etkisi, kamu açıklarının enflasyon vergisi ile finansmanı tartışmalarına yeni bir yön çizmiştir. Vergi gelirlerinin yetersizliği nedeniyle artan kamu açıklarının kapatılmasında para basma yolunun tercih edilmesi, enflasyonun artmasına yol açar, artan enflasyon ise vergilerin ödenmesindeki gecikme sürelerine bağlı olarak vergi gelirlerinin reel degerini azaltır (senyoraj teorisi).

<sup>2</sup> Howitt Kuralı için bkz. Daniel L. Thornton (1996); “The Cost and Benefits of Price Stability: An Assessment of Howitt’s Rule”, *Review*, April 1996, pp. 23-38.

olan kur politikası ve parasal büyüklük hedefleri, dünyada artan sermaye hareketlerinin ve liberallesmenin etkisiyle, bir başka deyişle yeni finansal araçların ortaya çıkması ve teknolojinin süratle değişmesiyle birlikte, para talebinin istikrarsız bir biçimde olustugu bir yapıyla karşı karşıya kalmıştır. Bu durum Merkez Bankalarının rolünün ve para politikası çerçevesinin daha belirgin bir şekilde çizilmesini gerektirmiştir. Para politikasının nihai amacı, enflasyonun genel olarak ekonomik kararları etkilemeyecek ölçüde düşük oranlarda tutulduğu makul bir fiyat istikrarının sağlanması olmuştur. Böylece para politikasında enflasyon hedeflemesinin önem kazanması bir sürpriz değil, dinamik olarak değişen ekonomik bir ortama doğal bir tepki şeklinde ortaya çıkmıştır” (Erçel, 2000).

Enflasyon hedefi, ekonomik birimlerin gerek yatırım gerekse tüketim kararlarını alırken, geleceğe yönelik belirsizlikleri giderebilmek için kullanabilecekleri önemli bir referans büyüklüktür. Bu özelliğin güçlenmesi ile birlikte reel ekonomiye katkısı artar. Enflasyon hedeflemesi rejimi de, Merkez Bankası'nın nihai hedefinin fiyat istikrarı olduğu ve kendi bünyesinde olusturduğu enflasyon hedeflerini ana hedef olarak belirlediği bir para politikası çerçevesidir. Günümüzde bu rejim, aralarında Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya gibi gelişmiş ülkelerin yanı sıra Sili, Meksika, Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelerin bulunduğu, yaklaşık 18 ülke tarafından uygulanmaktadır.

## 2. ENFLASYON HEDEFLEMESİ : TANIMI, İÇERİĞİ, AVANTAJ VE DEZAVANTAJLARI

### 2.1. Kuramsal Çerçeve

Yeni klasik iktisatçılar, iktisat politikasına iki yeni kavram getirmiştir. Güvenilirliği olan politikalar ve zaman boyutunda tutarsızlık\*. Eger kamuoyuna açıklanan politikaların gerçekten uygulanacağına; zaman içinde bu politika uygulamalarından sapmalar olmayacağına dair inanç yerleşirse, bunlar güvenilirliği olan politikalar olarak, ekonomik birimlerin istikrarını kolaylaştıracak şekilde davranmaya sevk eder (Paya, 2001: s. 347-348).

Merkez Bankaları uyguladıkları para politikalarıyla uzun vadede fiyat istikrarını sağlamayı amaçlarken, kısa vadede büyüme, işsizlik gibi reel değişkenler ile faiz oranları ve kurları izler ve bunlarla ilgili politikalarla tutarlı kalmaya çalışırlar. Para politikaları genellikle bes hedef çerçevesinde uygulanır. Bir başka

---

\* Para politikalarında güvenilirlik ve zaman boyutunda tutarsızlık gibi temel teorik katkılara ilişkin literatür için bkz. Finn E. Kydland & Edward C. Prescott (1977); “Rules Rather Than Discretion: The Inconstancy of Optimal Plans”, *Journal of Political Economy*, vol: 85, June, pp. 473-491., Robert J. Barro & David B. Gordon (1983); “Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy”, *Journal of Monetary Economics*, vol: 12, July, pp. 101-121., Kenneth Rogoff (1985); “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target”, *Quarterly Journal of Economics*, vol: 100, November, pp. 1169-1189., Alberto Alesina & Guigo Tabellini (1988); “Voting on the Budget Deficit”, *NBER Working Papers*, 2759.

deyisle para politikaları; faiz oranlarının, milli gelirin, kurların, parasal büyüklüklerin ve doğrudan enflasyonun hedeflendiği uygulamalardır. Dolayısıyla Merkez Bankalarının nihai hedefine ulaşabilmesi için iki temel stratejileri vardır. Birincisi para politikasını, enflasyon oranı ile ara hedef arasında tahmin edilebilir bir ilişki olan ara hedef üzerine kurmaktır. Diğer strateji ise para politikasını doğrudan nihai hedef (ana hedef – enflasyon-) üzerine kurmaktır. Merkez Bankaları bu hedeflere ulaşabilmek için bazı operasyonel hedefler (faiz oranları, rezerv para veya döviz kuru gibi değişkenler) kullanırlar (Aksoy, Saygılı ve Yalçın, 1998; s. 5-6).

Faizlerin ara hedef olarak belirlendiği para politikası uygulamalarında, hedef enflasyon oranı ile tutarlı bir harcama ve üretim büyüklüğünü sağlayacak faiz düzeyi, milli gelirin ara hedef olarak belirlendiği para politikası uygulamalarında, reel büyüme ve hedef enflasyon oranı ile tutarlı bir cari milli gelir düzeyi hedeflenmeye çalışılır. Kurun nominal çapa olduğu para politikası uygulamalarında, politikanın kamuoyunca kolaylıkla izlenmesi ve anlaşılması olanaklı olur. Parasal büyüklüklerin ara hedef seçilmesinde de, parasal genişleme ile hedef enflasyon oranı arasında tahmin edilebilir bir ilişki kurulur.

1970-1980’li yıllarda gündemde olan parasal büyüklük hedefleme politikalarının her ülkede başarılı sonuçlar vermediğinin görülmesi, hem uygulamadaki iktisat politikalarına güvenin sağlanması hem de fiyat istikrarına kavuşulabilmesi için, para politikasının uygulamada referans alacağı yeni politika arayışlarına yol açmıştır. Bu gelişim içinde para politikalarının bir nominal değişken hedefi doğrultusunda yürütülmesi uygulamasının varmış olduğu son nokta, enflasyon hedeflemesidir (Malatyali, 1998; s. 3).

## 2.2. Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı, Avantaj ve Dezavantajları

Hükümet, Merkez Bankası ya da her ikisinin birlikte hareket etmesi ile, belli bir zaman diliminde gerçekleştirilmesi amacıyla enflasyon oranı için, resmi sayısal bir hedefin ya da hedef aralığının halka ilan edilmesi (Bernanke & Mishkin, 1997) olarak tanımlanan enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan ülkeler, rejimin şu avantajlarından yararlanmak istemektedirler: Enflasyon hedeflemesi rejimi;

- Para politikası uygulamasında şeffaflığı artırır,
- Alternatiflerine oranla daha anlaşılır ve daha akılda kalıcı özellikleri vardır,
- Merkez Bankalarının güvenilirliğini ve hesap verilebilirliğini artırır,
- Para otoritelerinin fiyat istikrarına ulaşabilmeleri için gerekli olan tüm bilgileri kullanma olanakları sağlar,
- Para politikalarının ekonominin yaşayacağı soklara karşı tedbirli olmasını sağlar,
- Merkez Bankası’nın bağımsızlığı bu sistemde, hem bir neden hem de sonuç olarak karşımıza çıkar,
- Para politikasının operasyonel olarak uygulanmasına yardımcı olur,
- Merkez Bankası’nın para politikasına odaklanmasını sağlar.

Öte yandan bu rejimin birtakim dezavantajları da mevcuttur:

- Çok kati ve tavizsiz olarak uygulanması gerekli bir politikadır,
- Diğer modellere oranla daha az etkin bir üretim dengesine yol açar, bu durum özellikle arz sokları ortaya çıktığında belirginleşir,
- Kısa dönemde ekonomik büyümeyi sınırlandırabilir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin avantajlarına ulaşabilmek, öncelikle rejimin “başlangıç koşulları” olarak tanımlanan “hedef seçimi”ne ilişkin kriterlerin; dikkatli bir şekilde analiz edilen ülke şartlarına uyarlanması ve rejimin olmazsa olmaz koşullarının yerine getirilmesi ile mümkün görünmektedir.

### 2.3. Enflasyon Hedeflemesinde Hedef Seçimi

Merkez Bankaları tarafından sık görülen uygulama, önceden belirlenen bir politika uyarınca, para politikasını yürütmek için belli bir değişkeni (döviz kuru, parasal büyüklükler, enflasyon, GSMH) hedef almak, bir başka deyişle bir değişkeni çapa olarak kabul edip, bunun yardımıyla hedefe ulaşmaya çalışmaktır.

Fiyat istikrari için kurumsal karar merkezi Merkez Bankalarıdır. Banka, yalnızca döviz kuru ve parasal büyüklükleri değil, ekonomideki tüm verileri değerlendirerek para politikası kararlarını alır ve para politikası hedef ve uygulamaları ile ilgili kamuoyu ve piyasaları sürekli bilgilendirerek şeffaflığı ve hesap verilebilirliği sağlar.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde ekonomik politikaların tek nominal çapası enflasyon hedefidir. “Bu çapa, kesin ve güvenilir olduğunda, uzun vadede ortalama fiyatları ve enflasyon beklentilerini istikrara kavuşturabilir. Söz konusu nominal çapanın, enflasyon oranının ne olacağı hakkında piyasalara güvenilir bilgi sağlamak ve fiyatları belirleyen faktörlerin kalitesini arttırmak için, enflasyon oranının çok düşük olmasının teminatını vermek gibi iki amacı vardır” (Erçel, 2000). Ayrıca güvenilirliği yüksek bir çapa, nominal ve reel faiz oranlarındaki enflasyon risk primini de azaltır.

Enflasyon hedeflemesinde sıklıkla kullanılan TÜFE, kamuoyu tarafından en iyi bilinen, kolaylıkla anlaşılabilir ve revize edilmeden düzenli yayınlanan bir endekstir. Ayrıca politika sonuçlarının değerlendirilmesinde, sokların neden olduğu geçici etkilerin elimine edilmesiyle çekirdek enflasyon (core inflation) oranlarındaki gelişim de izlenebilir. “Ancak çekirdek enflasyon oranı, TÜFE kadar şeffaf olmayacağı yönünde eleştiri konusu olmaktadır” (DeBelle, et.al, 1998).

Enflasyon hedeflemesi politikası uygulayan ülkeler, başlangıç enflasyon oranı düşükse bu uygulamaya hemen başlamakta, buna karşılık enflasyon oranları istenenenden daha yüksekse bir geçiş dönemi yaşamak zorunda kalmaktadırlar (Malatyali, 1998: s. 12). Dolayısıyla enflasyon hedeflemesine geçişte başlangıç koşulu; enflasyon hedeflemesine geçilen dönemdeki enflasyon oranının tespit edilmesidir. Örneğin enflasyon hedeflemesine geçmek isteyen ancak yüksek



enflasyon oranı yasayan ülkelerde genellikle yapılması gereken, enflasyon oranının % 10'un altında bir seviyeye çekilmesidir.

Enflasyon hedeflemesinde nokta hedefin tutturulmasının zorluğu gözönüne alınarak genellikle bir "bant aralığı" referans alınır. DeBelle (1997) e göre, ilan edilen ancak sürekli olarak tutturulamayan enflasyon hedefi sözkonusu ise, bu durum Merkez Bankası'na olan güveni sarsacaktır. Dolayısıyla Merkez Bankalarının bir bant aralığına hedef koymaları gerekecektir. Bant aralığına hedef konulması kararından sonra, bantın genişliğinin ne olması gerektiği de oldukça önemlidir. Dar bant aralığının hedeflenmesi, Merkez Bankası'nın enflasyonu düşürme konusundaki ciddiyetine ilişkin bir bakış açisi yaratacak, ancak sapmalara daha sık rastlanma olasılığını da beraberinde getirecektir. Öte yandan geniş bant uygulaması da, Merkez Bankası'nın enflasyonu düşürme niyeti ile ilgili kamuoyunun kafasında şüphe yaratarak, politikanın güvenilirliğini azaltacaktır (Mishkin, 2000b).

#### 2.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejimine İlişkin Koşullar

Enflasyon hedeflemesi rejimi, içinde 5 temel unsuru barındıran bir para politikası uygulamasıdır (Mishkin, 2000a)

- Orta vadeli ve sayısal bir hedefin kamuoyuna ilan edilmesi,
- Para politikasının nihai amacının fiyat istikrarını sağlama, diğer hedeflerin de tali hedefler olduğuna dair yasal taahhüt,
- Pek çok reel ve parasal göstergeden faydalanılması,
- Para otoritesinin planları, hedefleri ve kararları hakkında kamuoyu ve piyasalarla iletişim kurarak para politikasının şeffaflığını arttırmak,
- Enflasyon hedeflerine ulaşmak için, Merkez Bankası'nın hesap verilebilirliğini arttırmak.

Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi rejiminin, olmazsa olmaz önkosulları ortaya çıkmaktadır. Bunlar;

- Para politikasının fiyat istikrarı hedefine odaklanması,
- Merkez Bankası'nın bağımsız olması
- Gelişmiş-derin mali piyasalar.

Enflasyon hedeflemesine geçebilmek ve bunu sürdürebilmek üzerinde bir karara varmak için ülkelerin, bu rejimin önkosulları yönünden durumunun incelenmesi gerekecektir. Dolayısıyla rejimin uygulanmasına geçmeden önce bu üç önkosulun hazırlanması gerekmektedir. Çalışmanın bundan sonraki kısmında Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi rejiminin önkosulları çerçevesinde altyapısının durumu değerlendirilecektir.

### 3. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN ÖNKOSULLARININ TÜRKİYE'DE KAMU DİNAMİKLERİ BASKISI ALTINDA DEĞERLENDİRİLMESİ

Enflasyon hedeflemesi rejimine ait önkosullar, para politikasının etkisini ön plana çıkaran, bir başka deyişle para politikasını, maliye politikası tarafından belirlenen bir durumdan çıkaran ve Merkez Bankası'nın bağımsızca karar vermesini sağlayan kosullardır. Uzun yıllardır enflasyon problemi yaşayan ülkemizde göze çarpan ilk bulgular, büyük kamu açıkları ve bu açıkların finansmanında senyörāja başvurma ve yüksek iç borçlanma eğilimidir. Dolayısıyla Türkiye'de uzun yıllardır yaşanan yüksek ve kronik enflasyonun getirdiği yapısal sorunların yanısıra, rejimin uygulanmasında gerekli altyapıyı sağlayacak hazırlıkların Merkez Bankası'nın bünyesinde gerçekleştirilmesi ve para politikasının maliye politikası tarafından belirlenen bir durumdan çıkarılması gerekmektedir.

Yasadığı enflasyonist ortama yıllardır çözüm arayışında olan ülkemizde 1999 yılı sonunda uygulamaya konan enflasyonu düşürme programı, Kasım 2000 ve Subat 2001 krizleri ile kesintiye uğramıştır. Subat 2001 krizinden sonra Merkez Bankası para tabanını nominal çapa olarak kullanmaya başlamış, 2002 yılından itibaren de örtük enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Merkez Bankası'nın uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi rejimi ile, enflasyon oranlarının tek haneli rakamlara düşürülmesi amaçlanmakta, doğrudan enflasyon hedeflemesi rejimi ile de kalıcı fiyat istikrarına ulaşılması arzu edilmektedir.

Tablo 1. Türkiye'de 1998-2003 yıllarına ait enflasyon oranları

YILLAR	1998	1999	2000	2001	2002	2003
TEFE	54,3	62,9	32,7	88,6	30,8	13,9
TÜFE	69,7	68,8	39,0	68,5	29,7	18,4

Kaynak : DIE

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başlangıç kosullarından biri, resmi enflasyon hedeflemesine geçilebilmesi için, öncelikle enflasyon oranının makul bir seviyeye indirilmesidir. Hükümetin kararlı bir tavri ile enflasyon oranının %10'un altına çekilmesi, anti-enflasyonist politikalar izlenerek enflasyonun yükselmesinin engellenmesi ve bundan sonra hedeflenen oranın ilan edilmesi gerekmektedir. Tablo 1, Türkiye'nin 1998-2003 yılları arası enflasyon oranlarını vermektedir. 1998'de %69,7 olan TÜFE, 2000'de %39'a gerilemiş, 2001'de %68,5'e çıkmış ve Türkiye %10 ve onun altında bir enflasyon oranını 2003 yılı da dahil olmak üzere gerçekleştirememiştir. Son yıllarda uygulanmakta olan örtük enflasyon hedeflemesinin bir sonucu olarak 2004 yılında gerçekleşmesi beklenen enflasyon oranı, %12'dir. Bu yıla ait enflasyon oranı bile, enflasyon hedeflemesine geçiş bağlamında olumlu bir sinyal gibi gözükmemekte, ancak son yıllardaki düşüş eğilimi umut vermektedir.

### 3.1. Para Politikasının Fiyat İstikrarı Hedefine Odaklanması

Enflasyon hedeflemesi rejiminde ilk önkosul olan para otoritesinin nihai hedefinin fiyat istikrarına odaklanması, para otoritesinin, sadece belirlediği enflasyon hedefini gerçekleştirmeyi amaçlamasını; büyüme, istihdam seviyesi, döviz kuru istikrarı gibi baska hedefler seçmemesini gerektirmektedir.

Merkez Bankaları kendi dahili hedeflerine ve motivasyonlarına sahip oldukları sürece, enflasyonsuz bir para politikası sürdürülmesi hedefiyle çatışma halinde olabilirler. Çok amaçlı ya da belirgin olmayan yasal hedeflerin Merkez Bankası'na verilmesi, para politikasının güvenilirliği ile de uyumlu olmayacaktır (Castello-Branco & Swisburne, 1992; s. 20). Türkiye'de para otoritesi Merkez Bankası'dır ve birincil amaç olarak fiyat istikrarının sağlanmasını benimsemiştir. Merkez Bankası'nın eski statüsünde, fiyat istikrarı amacına yönelik politika uygulamalarında kalkınma planları ve yıllık programların gözönünde bulundurulma zorunluluğu vardı. 25.04.2001 tarihli 4651 sayılı yasanın 4. maddesi şöyledir: "Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Banka fiyat istikrarı amacıyla çelismemek kaydıyla Hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını benimser." Böylelikle Merkez Bankası'nın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olması ile kurula dayalı para politikaları da uygulamaya girmiştir. Banka artık sözkonusu araç bağımsızlığı çerçevesinde hem kullanacağı para politikası stratejisini benimseyecek hem de fiyat istikrarına zarar verdiği takdirde Hükümetin büyüme politikalarına destek vermeyecektir. Bu çerçevede son yıllarda bağımsızlık statüsü de kazanan Merkez Bankası, hedef rejim olan enflasyon hedeflemesine geçmeden önce, 2002 yılında para tabanının nominal çapa olarak benimsendiği para hedefleme rejimine geçmiştir. Para politikasının nominal çapası, gelecek dönem enflasyonuna ilişkin gelişmelerin belirleyicisi olan örtük enflasyon hedeflemesidir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi benimsendiğinde para politikasının bağımsız olarak uygulanması; para otoritesinin sadece belirlediği enflasyon hedefini gerçekleştirmeyi amaçlaması, para otoritesinin baska bir nominal değiskene ilişkin kati bir taahhütte bulunmaması gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesinin önkosullarından ilkinin gerçekleştirilmesinde, sabit döviz kuru rejiminin terkedilmesi esastır. Ülkemizde dalgalı döviz kuru rejimi uygulanmaktadır ve döviz kuru taahhüdü sözkonusu değildir. "Bu rejimin başarısı, fiyat istikrarı konusunda güçlü bir kurumsal taahhüdün bulunmasına bağlıdır. Bu taahhüt, politik müdahalelerden arındırılmış, elindeki para politikası araçları üzerinde tam bir kontrol sağlamış ve temel hedefi fiyat istikrarını sağlamak olan bir Merkez Bankası'na sahip olmaktan geçer" (Erçel, 2000).

Merkez Bankası, para politikası olusununun önemli bir kurumsal yönüdür ve fiyat istikrarı için kurumsal karar merkezidir. Para otoritesi olarak Merkez Bankası'nın belirlediği enflasyon hedefine ulaşması, bağımsızlığına önemli katkılar sağlar. Dolayısıyla ikinci önkosul olarak Merkez Bankası'nın bağımsızlığı karsimize

çıkılmaktadır ve bu konu enflasyon hedeflemesi rejimi ile ilgili dünya uygulamalarına bakıldığında da büyük önem arz etmektedir.

### 3.2. Bağımsız Bir Merkez Bankası

Merkez Bankaları, para politikasını şekillendirir, ulusal gelişme ve büyüme için hayati ekonomik değişkenleri etkiler ve finansal istikrarı korur. Banka, ulusal ve uluslararası mali ve parasal işbirliğinin doğasını belirlemede de rol oynar. Merkez Bankalarının bağımsız bir otorite olması, demokratik yönetimi arttırır. Dolayısıyla banka, çok açık bir şekilde hem ekonomik hem de politik bir kurumdur ve milli ekonomiyi etkilemede büyük bir potansiyele sahiptir (Maxfield, 1998: s. 10-12).

Enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce para otoritesinin sahip olması gereken şartların yanısıra, Merkez Bankası'nın da gerekli yetkilerle donatılması ve piyasaları yönlendirme gücüne kavuşturulması gereklidir.

Merkez Bankalarının ekonominin gerekleri uyarınca hareket ederek siyasetin önceliklerini geri planda tutabilmesi olgusu ile birlikte literatüre “merkez bankasının bağımsızlığı” kavramı girmiştir (Günsoy, 2001: s. 2). Bu kavram, “kendisine verilen hedefler doğrultusunda, gerektiğinde siyasi otoritenin nüfuz ve iradesine karşı kendi politikasını uygulayabilme ve bu yönde gerekli değişiklikleri yapabilme esnekliğine ve inisiyatifine sahip olmayı” ifade eder (Oktar, 1994: s. 68). Esas olarak bu bağımsızlık, bankanın amacını gerçekleştirirken uygulayacağı politika rejimlerinde ve kullandığı araçlarla tam bir serbesti içinde olmasıdır.

Bazı durumlarda siyasi otoriteler, Merkez Bankalarının bağımsızlığını arzu etmezler ve para politikasını ellerinde tutmak isterler. Özellikle borçlanma ihtiyacının yükseldiği durumlarda hükümetler, devlet iç borçlanma senetlerinin ihracını arttırmak yerine, daha kolay bir gelir elde etme alternatifi olarak para basma yolunu tercih edebilirler. Öte yandan ekonomide beklenmeyen, gerek üretime gerekse istihdama yönelik sok gelişmeler karşısında siyasi otoriteler, ücret yapısının şartlara kolayca uyum sağlayabilmesi, istihdam ve dolayısıyla üretimin en kısa sürede arttırılması için de para basma yolunu seçebilirler (Malatyali, 1998: s. 51-52). İşte bu gibi durumlarda Merkez Bankası'nın bağımsızlığı, önlerinde bir engel olarak duracaktır.

Merkez Bankası'nın bağımsızlığının resmi anlamda varlığı, onun nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlama konusunda tek otorite olduğuna ilişkin bir yasal görevlendirmesinin yapılmış olmasıdır. Söz konusu yasal düzenlemeler, enflasyon hedefine yönelik politika araçlarının bankaca belirlenmesine ilişkin “araç bağımsızlığı”, Merkez Bankası'nın karşılıksız para basmayacağını belirten “ekonomik bağımsızlık” ve para politikasını belirleyen ve uygulayan kişilerin atama ve görevden alınma usullerini belirleyen “politik bağımsızlık”i içerir.

Salt nedeni kendisine ilişkin bağımsızlık olgusu olmasa da, bağımsızlığın enflasyon performansı ile yakın ilişkisi olduğu sıklıkla söylenir ve bunu destekleyecek bir de literatür mevcuttur. Bu çalışmalar, Merkez Bankası'nın

bagimsizligini ölçmede, enflasyon ile para politikasi olusumunun çesitli yönlerine bakildiginda ortaya çikan ölçümler arasindaki iliskiye degerlendirmislerdir.

Merkez Bankalarinin bagimsizligi ile ilgili yapilan en kapsamli çalisma, 1950-1989 yillari arasinda 70 ülkenin analiz edildigi, Cuikerman (1992)'a ait olan çalismadir.<sup>3</sup> Buradaki bilgiye göre Merkez Bankasi'nin bagimsizligi ile enflasyon oranini arasinda negatif iliski vardir. Bagimsizlik arttikça enflasyon oraninin inise geçtiği, bu çalismada tespit edilmistir. Öte yandan Cukierman, Webb ve Neyapti (1992)'nin ortak çalismasinda ortaya çikan sonuç, Merkez Bankasi'nin bagimsizlikten uzaklasmasinin, tek kosul bu olmasa da, enflasyon artisina yol açtigidir. Çünkü daha bagimli bir Merkez Bankasi ve enflasyon oranlarindaki bu oynaklik, toplum kesimlerinde belirsizligin yayilmasina yol açmaktadir. Alesina ve Summers (1993) 1955-1988 dönemi için 12 OECD ülkesi üzerinde çalisma yaparak, Merkez Bankasi bagimsizligi ile enflasyon arasinda negatif bir korelasyon bulmuslardir. Bir baska deyişle Merkez Bankasi'nin bagimsizliginin artmasi, enflasyon oranlarindaki degiskenligin azalmasi ile sonuçlanmaktadır.

#### Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasi Bagimsiz mi?

14.01.1970 tarih ve 1211 sayili Merkez Bankasi Kanunu, 25.04.2001 tarih ve 4651 sayili yasa ile degisiklige ugrayarak, bankanin araç bagimsizligi saglanmistir. Bankaya araç bagimsizligini veren madde 4'e göre, "Bankanin temel amaci fiyat istikrarini saglamaktir. Banka fiyat istikrarini saglamak için uygulayacağı para politikasini ve kullanacağı para politikasi araçlarini dogrudan kendisi belirler".

Merkez Bankasi'nin bagimsizligina katkı saglayan ve bankanin tasimasi gereken birtakim nitelikler, ayni zamanda enflasyon hedeflemesi rejiminin stratejik özellikleridir. Seffaflik, hesap verebilirlik ve güvenilirlik olarak siralanan bu nitelikler, parasal çerçevenin tasimasi gereken unsurlardir. Seffaflik, Merkez Bankasi'nin hedef ve faaliyetleri hakkında kamuoyunu bilgilendirmesidir. Bu şekilde bankanin hedefleri dogrultusunda kamuoyunun gelecege yönelik beklentileri olusabilir. Dolayisiyla Merkez Bankasi'nin uyguladigi para politikasinin olabildigince seffaf olmasi, uygulanan politikaya güvenin saglanması bakımından önemlidir (Çolakoglu, 2003: s. 67). 4651 sayili Merkez Bankasi Kanunu'nun 22/A maddesi, bu ilkeyi saglamaktadır. Merkez Bankasi Kanunu madde 22/A'ya göre fiyat istikrarinda etkinligin saglanması amaciyla, para politikasi stratejisi çerçevesinde Hükümetle birlikte enflasyon hedefinin belirlenmesi ve uygulama sonuçlari ile ilgili kamuoyunun bilgilendirilmesi görev ve yetkileri ile donatilmis bir Para Politikasi Kurulu olusturulmustur.

<sup>3</sup> Cuikerman çalismasinda yasal ve gerçek bagimsizlik kavramlarini kullanmistir. Yasal bagimsizlik kanunla bankaya taninan bagimsizlik, gerçek bagimsizlik da, banka ile hükümet ve diger kamu kurumlari arasindaki gayriresmi düzenlemeler ve uygulamalardir.

Seffaflik ve hesap verebilirlik, güvenilir bir para politikasi için aranan bir özelliktir. Kamuoyunca bankadan talep edilen hesap verebilirlik, aynı zamanda Merkez Bankası'nın seffaflığı da sahip olmasını gerektirir. Benimsenen para politikasi ile hedeflere ulaşılıp-ulaşılmadığı, seffaflik sayesinde denetlenebilir (Çolakoglu, 2003: s. 67). Enflasyon hedeflemesinde sorumluluk alan hükümet ya da Merkez Bankası veya her ikisinin birlikte kamuoyunu faaliyetleri ile ilgili bilgilendirmeleri, hatta başarısızlık durumunda yaptırım uygulanması, hesap verebilirliği sağlamaktadır. 4651 sayılı kanunun 42. maddesi, seffaflik ve hesap verebilirlik ilkelerinin üst düzeyde gerçekleştirilebileceğini göstermektedir. Madde 42'ye göre Basbakan, Bankanın işlem ve hesaplarını bağımsız denetim kuruluşlarına denetletirebilmekte (dis denetim), bu hususla ilgili her türlü bilgiyi isteyebilmektedir. Ayrıca Başkan yılda iki kez para politikasi hakkında Bakanlar Kurulu'na ve faaliyetlerine ilişkin olarak da yine yılda iki kez (Nisan ve Ekim aylarında) TBMM Plan ve Bütçe Komisyonu'na rapor sunmaktadır (özel denetim). Ayrıca bankanın %51 hisselerine Hazine üzerinden sahip olan devlet, Basbakan aracılığıyla bankanın faaliyetlerini Basbakanlık Teftiş Kurulu'na denetletirebilmektedir (kamu denetimi). Böylelikle güvenilirlik, seffaflik ve hesap verebilirlik ortamında artmaktadır.

Merkez Bankası'nın kuruluş kanununda görev tanımı, fiyat istikrarını sağlamak şeklinde yapılmıştır. Bu bağlamda Merkez Bankasının bağımsızlığı, gerçekte baskıdan arındırılarak, para politikasını kendisinin belirlemesi, emisyon tuzagina düşmesinin önüne geçilmesidir. Bir başka deyişle politik müdahalelere maruz kalmadan para politikasını uygulayabilmesidir. Böylelikle bağımsızlık sözkonusu olduğunda hükümetlerin para politikasi üzerindeki etkileri, büyük ölçüde azalmış hatta ortadan kalkmış olur. Ancak Türkiye'de uzun yıllar hükümetlerin Merkez Bankası'nın yürüttüğü para politikasi üzerinde önemli müdahaleleri olmuş ve ekonomiye olumsuz sonuçları yansiyarak bankanın bağımsızlığı da önemli ölçüde zedelenmiştir. Emisyon ve bu yolla elde edilen senyoraaj geliri, 1990'li yılların ikinci yarısına dek bütçe finansmanının önemli araçlarından biri olmuştur. Ülkemizde Merkez Bankası'nın bağımsızlığı, tartışması ilk kez 1990 yılı Para programı ile gündeme gelmiş, bu programla Merkez Bankası orta vadede fiyat istikrarını sağlamayı amaçlayarak, 1211 sayılı yasanın 50. ve 51. maddelerinin getirdiği, kamu kesimini finansmanı yükünden o yıl için kurtulmuştur (Çolak, 1998: s. 103). Maliye ve para politikalarının etkinliğinin artırılması için, 1995 yılından itibaren bütçe kanunları ve Merkez Bankası kanunu ile bu kaynağın kullanımına sınır getirilmiştir. 1995 yılına kadar kısa vadeli avans kullanımı için limit bütçe giderlerinin %15'i iken 1995 yılından sonra bütçe gideri ile önceki yıl bütçe giderleri arasındaki farkın %12'si olarak değiştirilmiş, izleyen yıllarda bu oran kademeli olarak değişime tabi tutularak, %10, %6 ve %3'e indirilmiştir. Bu gelişme sonraki yıllarda da devam ederek, IMF ile yapılan 2000 yılı Enflasyonu Düşürme Programında da Merkez Bankası'nın piyasalar için TL. yaratma işleminin, önceden açıklanan kararlarla, döviz karşılığında olacağı, TL. yaratmanın yolunun döviz yaratmaktan geçeceği açıklanmıştır (IMF-Türkiye Niyet Mektubu Metni, 9 Aralık 1999, md. 59-60). Mayıs 2001'de yürürlüğe giren 4651 sayılı yasaya göre, bu tarihten itibaren kısa vadeli avans kullanımına son verilmiştir.

Bütçe açığının kapatılmasında Merkez Bankası'ndan borçlanması, ekonomide yeni para yaratıldığı için tamamen genişletici etki meydana getirmiştir. “Çünkü kamu harcamalarının yeni para yaratılması ile finansmanı sonucunda, artan gelir akimından pay alanlar, parasal gelirlerinin arttığını görürler ve gelir etkisi ile tüketimlerini arttırabilirler. Aynı zamanda paranın tedavül hacmindeki artış, faiz oranının düşmesini beraberinde getirebilir, sonuçta bir taraftan özel yatırım miktarının artmasına diğer taraftan ise devlet tahvillerinin değerinin yükselmesine bağlı olarak, meydana gelen servet etkisi ile tahvil sahiplerinin tüketimlerini arttırmalarına neden olabilir” (Ataç, 1994: s. 63). Ancak para arzının genişlemesi fiyatlar genel seviyesini arttırır ve faizleri düşürür. Bu durumda bir kısirdöngü şeklinde enflasyon artışı vergi gelirlerinin erimesine ve Hazine'nin gelir kaybına paralel olarak bütçe açıklarını daha da tırmandırarak tekrar borçlanmaya ve enflasyonist beklentilerin artmasına bağlı olarak risk primi ve borç faiz oranının artmasına neden olacaktır (Sönmez, 1994: s. 58). Böyle bir ortamda ülke parası değerlenir. Bu da reel kurları etkiler, döviz kurları düşük değerli kalır. Yerli malların yabancı mallara göre pahalılaşması ihracatı azaltır ve ithalatı arttırır. Böylece ödemeler dengesi bozulur ve dış ticaret açığı ortaya çıkar.

“İkiz açık” teorisi\* olarak da anılan bu durum, bütçe açıkları ile dış ticaret açıkları arasında bir nedensellik olduğunu ileri sürer. Artan bir bütçe açığı, faiz oranlarının ve fiyatların artmasına yol açar ve bu hem sabit hem de esnek döviz kuru rejimi altında, reel faiz oranları üzerinde yükseltici bir etki yaratmaya başlar. Yükselen bu faiz oranlarının, yabancı sermayenin ülkeye girmesi konusunda ikna edici bir rolü vardır. Sıcak para olarak da adlandırılan yabancı sermaye, yüksek reel faizler için gelir. Ancak ülke parasının değerlenmesi, ihracatı nisbi olarak daha pahalı, ithalatı da daha ucuz hale getirir, ülke malları dış pazarlarda rekabet edemez hale gelir ve böylelikle dış ticaret açığı oluşur. Böyle bir model, bütçe açığının nihayetinde hem sabit hem de esnek döviz kuru rejimi altında dış ticaret açığını genişleteceğini ifade etmektedir (Anoruo & Ramchander; 1998: ss. 487-488).

Böylelikle kamu açıkları devam ettiği sürece ekonomik dengeler bozulacaktır. Kamu açıklarının finansmanı, enflasyonu ve ödemeler dengesi açığını arttırır, döviz kurlarını degistirir. Rezervlerin sınırlı olması nedeniyle alınan önlemler (devalüasyon) döviz kurlarını arttırıcı yönde etki yapar. Ödemeler dengesi sorunlarını aşmak için devalüasyona başvurulması halinde, ithalat pahalılaşırken ihracat ucuzlar, böylelikle döviz fazlalığı oluşur. Ancak devalüasyonun başarısı öncelikle ithal ve ihraç mallarının esnekliklerine bağlıdır. Ayrıca ülke içi fiyatların da devalüasyonla birlikte degismemesi gerekir. Dolayısıyla fiyat ve ücretlerin

---

\* Türkiye'nin ikiz açıkları ile ilgili literatür için bkz. Binhan Elif Yılmaz (2002); “İkiz Açık Teorisi: Türkiye'nin 1980-2001 Dönemi Bütçe Açıkları ve Dış Ticaret Açıkları Üzerine Bir Nedensellik Arastırması”, Maliye Arastırma Merkezi Konferansları, Kirkbirinci Seri, s. 139-152., Ufuk Bakkal ve Nagihan Oktayer (2003); “Dış Borçlanma ve Ödemeler Dengesi İlişkisi”, Türkiye'de Kamu Borçlanması, XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu, M.Ü. Maliye Arastırma ve Uygulama Merkezi Yayın No: 16, s. 217-230. Gül İpek Tunç ve Elif Akbostancı (2002); “Turkish Twin Deficits: An Error Correction Model of Trade Balance, ERC Working Papers in Economics, 01/06, May 2002. pp. 1-18.

katiligi önemli rol oynamaktadır. Ancak hemen hemen her devalüasyon sonrası ülke içinde önemli bir fiyat artışı yaşanır.

Ülkemizde Merkez Bankası'nın daha da bağımsızlaşması, finansal sistemin siyasi otoriteden bağımsızlaşmasından geçmektedir. Finansal sistem üzerinde siyasi iradenin gücü zayıfladıkça, Merkez Bankası daha da bağımsızlaşacaktır. Daha bağımsız bir Merkez Bankası ve finansal sistem ise siyasi iradenin enflasyon yaratma kabiliyetini azaltacaktır (Kumcu, Radikal, 1.5.1999). Maxfield'e göre Merkez Bankalarının bağımsızlığı, yasalarla veya politikacılarla ilgili olmaktan çok finansal piyasaların gelişmişlik seviyesiyle ilgilidir (Maxfield, 1998: s. 14). Bir başka deyişle, hükümetlerin Merkez Bankası'na bağımsızlık kazandırma istekleri dışında, o ülkede giderek gelen ve derinleşen mali piyasalar oluşturgunda, banka tek amacı olan fiyat istikrarını sağlama konusunda otoritesini kullanabilecek ve bağımsızlaşacaktır.

#### Bağımsızlığın İşlevselliği ve Mali Baskınlık

Enflasyon hedeflemesi rejimi, bir para politikasıdır ve her para politikası üzerinde baskı yaratan en önemli etkenlerden biri, yüksek miktardaki iç borç stokudur. “Enflasyon hedeflemesi rejiminin gelişmekte olan ülkelere de önerildiği günümüz ortamında, para ve maliye politikaları arasındaki etkileşimin boyutlarını bir kez daha tartışmak önemli ipuçları verecektir. Özellikle yüksek borç stoku probleminin çözülemediği ve kurdaki gelişmelerin önemli bir risk unsuru taşıdığı göz önüne alınırsa, uygun bir para politikası geliştirmek için, kamu dinamikleri ve özellikle Hazine'nin borç kompozisyonuna dikkat etmek gerekir” (Özlale, 2003). Görüldüğü gibi enflasyon hedeflemesi rejiminde para ve maliye politikaları dolaylı da olsa etkileşimde olduğundan, uygulamadaki maliye politikalarının para politikasının ana hedefi olan fiyat istikrarını sağlama amacını destekler bir niteliği olması gerekmektedir. Dolayısıyla bu rejimin uygulanabilmesi için Merkez Bankası'na bağımsızlık tanınmalı, bu bağımsızlığın işlevselleştirilebilmesi ile beraber para politikası maliye politikası tarafından belirlenen bir durumdan çıkarılmalıdır. Bir başka deyişle, ekonomide “mali baskınlık” olmamalıdır.

Kamu kesiminin kaynak-harcama dengesizliğinden kaynaklanan ve bütçe dengesinin GSMH'ya oranlanması ile rakamlaştırılabilen mali baskınlığı şöyle açıklayabiliriz: “Sürekli kamu açıklarının olduğu bir ekonomide para politikası bu açıkların, dolayısıyla maliye politikasının baskısı altındadır. Çünkü açıkları ya borçlanarak ya da parasal genişleme ile kapatmak zorundadır. Bir ekonomide bu açıklar borçlanma ile kapatılabildiği sürece para politikası enflasyon üzerinde etkili olabilir. Ancak borçlanmanın tıkanmaya başladığı noktada, para politikası ile çözüme ulaşamaz” (Uygur, 2001; s. 10). Para-mali açık-enflasyon ile ilgili Sargent ve Wallace'in ünlü makalesinde şöyle denilmektedir. “Mali açıkların süreklilik kazandığı bir ortamda enflasyonun ve parasal genişlemenin önüne geçmek için iç borçlanmaya başvurmak reel faizleri yükseltir, yükselen faiz ödemeleri için yeniden borçlanılır. Sonunda artan borç stoku için hükümetler borç bulamaz hale geldiklerinde başlangıç enflasyonundan daha yüksek bir enflasyon oranı ile basbasa kalırlar. Dolayısıyla mali açıkların sürekliliği halinde hem borçlanmak hem de para



politikasi yoluyla enflasyonla mücadele etmek bosunadir. Daha da önemlisi beklenen enflasyon kısa sürede yükselirse, çöküş süreci daha hızlı olur. Bir başka deyişle beklenen enflasyonun artması ile beraber faizler artar ve borçlanmanın sinirine daha çabuk varılır” (Sargent&Wallace, 1981; s. 3).

Mali baskınlık rasyosunun büyüklüğü, senyorağa, iç ve dış borçlanmaya başvurmaya ve bu borçlanma araçlarının ekonomi üzerinde yarattığı olumsuz etkilerin ağırlaşmasına neden olur. Senyorağın yeterli olmadığı veya başvurulmadığı zamanlarda, alternatif olarak yoğun bir biçimde iç borçlanmaya başvurulması faiz oranlarının yükselmesine yol açar. Mali sistemin derinleşmediği ekonomilerde ise devletin ödünç verilebilir fonlar piyasasında özel sektöre rakip olarak girmesi sonucu yükselen faiz oranları, özel sektörü dışlar. Dış borç alternatifi kullanıldığında ise döviz kurları artarak, ödenecek borcun TL karşılığının yükselmesine neden olur. İç borçlanmanın yarattığı borç stoku üzerindeki faiz yükünü azaltmak, dış borçlanmanın yarattığı döviz kurlarındaki artışın önüne geçmek isteyen bir hükümet, senyorağı bir kolaycılık tercihi olarak kullanmak ve dolayısıyla Merkez Bankası’na bağımsızlık tanımamak yolunu seçebilecektir.

Tablo 2. Türkiye’nin yıllar itibarıyla mali baskınlık rasyolarını vermekte, Türkiye’nin enflasyon hedeflemesine geçme kararına ışık tutmaktadır.

Tablo 2. Türkiye’nin Mali Baskınlık Rasyosu Ve Kamu Kesimine İlişkin Göstergeler

Yıllar	Bütçe Açığı/ GSMH (%)	İç Borç Stoku (milyar TL)	Faiz Ödemeleri / GSMH (%)	İç Borç Stoku/ GSMH (%)	Faiz Dışı KKBG/ GSMH (%)	KKBG/ GSMH (%)
1990	3.0	57.201	3.52	14.4	2.3	7.4
1991	5.3	97.668	3.79	15.3	4.1	10.2
1992	4.3	194.257	3.65	17.6	4.4	10.6
1993	6.7	357.367	5.83	17.8	3.8	12.0
1994	3.9	799.329	7.67	20.5	-2.9	7.9
1995	4.0	1.361.026	7.33	17.3	-4.5	5.0
1996	8.3	3.149.004	10.00	21.0	-2.9	8.6
1997	7.6	6.283.446	7.75	21.3	-1.2	7.7
1998	7.3	11.612.906	11.54	21.7	-3.3	9.4
1999	11.9	22.920.166	13.69	29.3	0.2	15.5
2000	10.9	36.420.620	16.27	29.0	-5.7	11.8
2001	16.9	122.157.260	23.27	69.2	-8.1	16.4
2002	15.2	149.869.691	18.97	54.8	-7.0	12.8
2003	11.2	194.386.700	16.42	54.8	-8.5	8.7

Kaynak: Hazine, DPT.

Merkez Bankası’nın nihai hedefinin enflasyona ilişkin hedefe odaklanabilmesi için, minimum düzeyde bir mali baskınlık ölçütünün var olması, bir başka deyişle kamu kesimine ilişkin şartların düzelmiş olması gerekmektedir. Merkez Bankası’nın bağımsızlığının işlevsel hale gelebilmesi için, gelişmiş istikrarlı

mali piyasaların varlığı ve mali baskınlığın olmaması gereklidir. Türkiye'ye ilişkin son yıllardaki mali baskınlık rasyosu (bütçe açığı/GSMH) ve kamu kesimine ilişkin göstergelerin yer aldığı Tablo 2 incelendiğinde, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesine geçiş bağlamında mali baskınlığın minimum olması gerekliliğini yerine getiremediği çok net bir şekilde görülmektedir. Bütçe açıklarının finansmanında iç borçlanmaya başvurulması ve bu borçların faiz ödemelerinin de bütçeden yapılması ile bütçe açıkları, daha önceki açıklar tarafından belirlenmiş olmaktadır. Dolayısıyla faiz ödemelerinin yüksekliği, bütçe açığına ilişkin rakamların yüksekliğini ve bütçe açığı/GSMH rasyosunun yıllar itibarıyla artmasını ortaya çıkarmaktadır. Mali baskınlık rasyosu, 1995'de %4 iken 1999'da %11.9'a yükselmiş, bu yükselişin önü alınamayarak 2001 yılında %16.9 olarak gerçekleşmiştir. Böylelikle her yıl yaratılan milli gelirin önemli bir kısmı bütçe açığına, dolayısıyla borç faiz ödemelerine gitmektedir.

İç borç faiz ödemeleri, borçların sürdürülebilirliği üzerinde önemli bir etkiye sahiptir ve reel iç borç faiz oranlarının reel büyüme oranını astığı ve aynı anda birincil açığın bulunduğu ortamda, GSMH'dan daha hızlı büyüyen bir borç artışı var, demektir. Bu da ekonomik dengeleri bozucu bir etki yaratır. Yıllar itibarıyla faiz ödemelerinin hem konsolide bütçe harcamaları hem de GSMH içindeki payı dramatik boyutlara ulaşmıştır. Öyle ki 1990 yılında %3.5 olan faiz ödemeleri/GSMH rasyosu, 1998'de %11.5'e, 2001'de %23.2'ye kadar tırmanmıştır.

Toplam konsolide bütçe gelirlerinin her yıl ortalama %80'ini oluşturan vergi gelirleri, 1999'da 14.8, 2001'de 39.7 ve 2003'de 84.3 katrilyon olarak gerçekleşmiştir. Bu yıllardaki borç faiz ödemeleri gözönüne alındığında, 1999'da borç faiz ödemeleri vergi gelirlerinin %72.4'ünü, 2001'de vergi gelirlerini aşan bir tutarı, %103.3'ünü kapsamıştır. Söz konusu oran 2003 yılında %69.5'e düşürülebilmektedir. Konsolide bütçe harcamaları da 1999'da 28, 2001'de 81, 2003'de de 140 katrilyon olarak gerçekleşmiştir. 1999 yılında konsolide bütçe harcamalarının %38'i, 2001'de %50.5'i, 2003'de de %41.8'i iç borç faiz ödemelerine ayrılmıştır. Dolayısıyla kamu harcamaları gerek nitel gerekse nicel açıdan zayıflamıştır. Esasında o yılın konsolide bütçe harcamaları ile amaçlanan hem kaynak kullanan hem de gelir aktaran harcamaların yapılmasıdır. Özellikle ülkenin sermaye birikimine katkı yapacak yatırım ve altyapı harcamalarına ayrılan pay, son yıllarda %5'ler civarında kalmıştır. Bu şekilde borç faiz ödemelerine giderek daha fazla pay ayrılmasıyla bütçemiz, "transfer bütçesi" sekline bürünmüştür.

İç borç stoku günümüzde yaklaşık 195 katrilyon TL civarındadır. GSMH'nin çok önemli bir kısmının kullanıldığı iç borç stokundaki artış ile GSMH artışları karşılaştırıldığında, borç yükü daha iyi analiz edilebilir. 1990-2001 yılları arasında iç borç stoku artış hızı, 1990, 1995, 1998 ve 2000 yılları dışında GSMH artış hızının üzerinde seyretmiştir. Söz konusu yükseklik 1990'li yılların ilk yarısında yüksek olan birincil açıklar, ikinci yarısında da yüksek seyreden reel faizlerin etkisiyledir. 1991-1994 yılları arası iç borç stoku artış hızı GSMH artış hızının üzerinde seyretmiş, 1995 yılında tersine bir seyirle GSMH'da nominal anlamda %102'lik bir artış karşısında toplam iç borç stoku %60.8 oranında artmıştır. 1996-1997 yılları arasında yaşanan tersine bir eğilim sonrası, 1998 yılında GSMH, iç borç

stokundan çok az bir farkla artis göstermistir. 2001 yilinda iç borç stoku artis hizi, GSMH artis hizinin bes katina ulasmistir.

Global anlamda kamu kesimi borçlanma geregi (KKBG), konsolide bütçe, yerel idareler, fonlar, döner sermayeli kuruluşlar ve Kamu İktisadi Tesebbüsleri'nin açıkları toplamından oluşur. KKBG'nin GSMH'ya oranı, 1990'li yıllar boyunca, 1995 yılı hariç günümüze dek hiç bir yıl %7'nin altına düşmemistir. KKBG/GSMH rasyosunda 1999 ve 2001 yıllarında siddetli artislar kendini göstermistir.

KKBG'den faiz ödemelerinin çıkarılması ile bulunan faiz disi KKBG ile ulasılan harcama miktarının saptanması ve bu miktarın olagan kamu gelirleri ile karsılanabilir olmasının önemi, kamu borçlarının sürdürülebilirliğinin derecesinin saptanması bakımından önem tasir. Kamu faiz disi fazlası, faiz ödemelerinin gerçekleştirilebilmesi açısından son derece önemlidir. Aksi durumda borcun faiz ödemesi için tekrar borçlanma gündeme gelecek ve kamu borçları katlanarak artacaktır. Enflasyonla mücadeleyi destekleyen sürdürülebilir bir büyüme ortamının oluşmasına katkıda bulunmak için, ekonomide her yıl belirli bir oranda kamu faiz disi fazlası yaratılması gerekmektedir. Enflasyonla mücadelede öncü konumundaki bu fazla, hükümetin gerek para politikası araçlarını etkin kullanımında gerekse bozulan ekonomik dengeleri yerine oturtmada oldukça önemlidir. Türkiye son yıllarda bu konuda çok büyük sıkıntılar yaşamaktadır. Kamu faiz disi fazlası, 1993 yılından bu yana ortaya çıkmamaktadır. 2000 yılında %5.7 olan kamu faiz disi fazlası/GSMH, 2003 yılında %8.5 olarak gerçekleşmiştir. Dolayısıyla 1994-2003 yılları arası kamu faiz disi fazlası/GSMH rasyosu, Tablo 2'de de görüldüğü gibi (-) isaret tasimaktadır.

Mali baskınlık ortamında kamu sektörü tüm ekonomi üzerinde baskın olduğundan, böyle bir ortamda faizleri, fiyatları ve kurları belirleyen temel faktör, kamu dinamikleri olmaktadır. Para politikasının yürütülmesinin mali nitelikli gelişmelerle zora sokulmaması gerekir. Mali baskınlığın son derece yoğun ve mali piyasaların ise derinleşmediği ülke şartları için, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarı şansı azalır. Bir başka deyişle kamu dinamikleri baskısı, enflasyon hedeflemesine geçişte şüphe yaratır.

### 3.3. Gelişmiş-derin mali piyasalar

Ödünç verilebilir fon arz ve talebinin karşılaştığı yapılar olan mali piyasalar, farklı özellikler taşıyan iki ana bölüm; para piyasaları ve sermaye piyasalarından oluşur. Para piyasaları, kısa vadeli likidite ihtiyacı bulunan kişi veya kurumlarla likidite fazlası olan kişi veya kurumların karşılaştığı piyasalardır. Sermaye piyasaları ise, uzun vadeli fon arz ve talebinin şekillendiği yapılardır. Bu piyasalar hem üretim süreçlerine girdi katkısında bulunurken, hem de tüketim süreçlerine talep yaratacak fon sağlama işlevini yerine getirmektedirler.

Mali baskınlık, yüksek düzeydeki iç borçlanma eğilimi ve senyoraaj ile artmaktadır. Mali baskınlığın diğer bir göstergesi de, sermaye piyasasının derin olmamasıdır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin üçüncü önkosulu, ülkede gelişmiş-

derin mali piyasaların varlığını gerektirmektedir. Mali baskınlığın düzeyinin mali piyasalar açısından incelenmesi bize mali derinlik ölçütünü verir. Mali derinlik rasyosu M2/GSMH'dir. Ancak sig sermaye piyasalarının mali baskınlık yaratmadaki sebebiyeti, bir sonuç da olabilmekte, bir başka deyişle mali baskınlığın varlığı, sermaye piyasalarını siglastırabilmektedir.

Toplam finansal varlıklar, fon fazlası olan kesimler ve aracı kuruluşların, fon ihtiyacı olan kesimlere hangi mali araçlar vasıtasıyla kaynak aktardığını gösterir. Türkiye'de finansal varlıklar ve finansal piyasalar henüz büyüme aşamasındadır. Uluslararası karşılaştırmalara göre finansal araçlara olan talep sınırlıdır ve bu nedenle finansal piyasalar küçük ve sig kalmıştır. Finansal kaynakların önemli bir bölümü banka sistemindedir ve banka dışı finansal kurumlar ise hala çok küçüktür. Dolayısıyla geleneksel olarak Türkiye'de finansal sistem, bankacılık ağırlıklı bir yapıdadır. Son yıllarda banka dışı finansal kurumların sayısında ve ağırlığında bir artış eğilimi olmakla birlikte, 2003 Haziran ayı itibarıyla bankacılık sistemi toplam aktiflerinin, finansal sistemdeki kurumların toplam aktifleri içindeki payı, %92'dir. Bunu %3 ile sigorta ve reasürans, %2 ile özel finans kurumları ve %1 ile finansal kiralama şirketleri izlemektedir (İzmir İktisat Kongresi, Türk Mali Sektörü Raporu, 2004).

Tablo 3. Bankacılık Sektörü ile ilgili rasyolar

Yıllar	Kamu Banka Mevduat/Toplam TL. Mevduat	Kamu Banka Kredileri/Toplam Krediler	Krediler/Toplam Mevduat
2000	58.9	32.8	49.9
2001	54.5	23.6	31.0
2002	53.9	22.8	25.1

Kaynak: TCMB.

Ülkemizde bankacılık sektörü, mali sistem içerisinde önemli bir paya sahip olmakla birlikte, kırılğan bir yapıya sahiptir. Tablo 3. de bankacılık sektörü ile ilgili rasyolar yer almaktadır. Toplam TL. mevduatındaki kamu payı %50'nin üstündedir ve böylelikle bankacılıkta kamunun payının ağırlıklı olduğu görülmektedir. Son yıllarda kredilerin toplam mevduata oranına bakıldığında, %50'lerden %25'lere varan gerileme ile reel sektörü fonlama görevinden bankaların uzaklaştığı anlaşılmaktadır. Öte yandan 1990 yılında 54 olan ticari banka sayısı, geçtiğimiz kriz ile birlikte TMSF'na devredilen banka sayısının fazlalığı sonucu 2003 Eylül sonu itibarıyla 37'e inmiştir.

Finansal istikrar, temel mali kurumlarda ve piyasalarda istikrarın sağlanmasıdır ve para politikasının hedeflerini izlemesine olanak tanır. Dolayısıyla piyasaların krizlere karşı korunmasında sorun olmadığı bir finansal sistemi ifade eder. Prof. Mishkin'e göre Türkiye'de, finansal istikrarın sağlanması bankacılık sektörünün güçlenmesine bağlıdır ve finansal dengelerin bozulması, bankacılık sektörünün zayıflığından kaynaklanmaktadır. Bankacılık sektörünün yüklendiği risklerin yüksekliği, geleceğe yönelik görüşlerinin yetersizliği mali sektörde bir dengesizliğe yol açmaktadır. Bir başka deyişle özelde bankacılık sektörü genelde de

mali sistem güçlü değilse, para politikaları verimli olamaz. Bu şartlarda sistem sorun yasama eğilimindedir ve fiyat istikrarına odaklanamaz (Mishkin, 2001).

Gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerde sermaye hareketlerinin liberalizasyonu ve ulusal paranın konvertibilite sürecine sokulması, mali derinliği arttırmakta ve bu da ekonomik gelişmeyi olumlu yönde etkileyebilmektedir. Özellikle sermaye hareketlerinin liberalizasyonu sonucunda daha sig olan finansal piyasalar derinleşebilmektedir. Ancak sermaye hareketlerinin liberalizasyonundan beklenen sonucun alınabilmesi için kurumsal yapıların sağlam temeller üzerine oturtulması gerekmektedir. Bir ülkedeki mali derinliğin artmasındaki diğer önemli bir olgu, finansal serbestleşmenin gerçekleştirilmesidir. Finansal serbestleşme, gerek tüketim-tasarruf kararlarını tasarruf yönünde etkileyerek, gerekse yastık altında saklanan tasarrufları finansal sistem içerisine çekerek, ödünç verilebilir fon arzini arttırabilmektedir (Çelen ve Bali, 2003; s. 174-175). Mali piyasaların kullanılan parasal araçlara yeteri kadar çabuk tepki verememesi sonucu, hedeflenen enflasyon oranından sapmalar oluşabilir. “Zorunlu karşılık oranlarının yüksekliği, sektörel kredilere ilişkin politikalar, kamu borcu gereksinimleri ve faiz oranları ile mali sistemden gelir elde etmek için yapılan mali baskılar, sermaye piyasasının gelişmesini engellemektedir” (Alparslan ve Erdönmez, 2000: s. 16).

“Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıyla uygulanması ve enflasyonun hedeflenen düzeyde tutulması amacıyla para otoriteleri tarafından kullanılacak araçların etkinliği, gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının oluşmasına bağlıdır. Sig finans piyasalarının varlığı, bir güven bunalımında krizlere karşı korumasızdır. Enflasyon hedeflemesi rejimi süresince ortaya çıkabilecek kısa süreli olumsuzlukların bir krize dönüşmesini engellemenin en önemli şartlarından biri, ülke ekonomisinin finansal gelişimini tamamlamış, spekülasyon hareketlerinden etkilenmeyecek görünümde olmasıdır” (Özlale, 2003).

### Mali Derinlik

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilirliği ile ilgili olarak verilecek karara etki eden en önemli ölçütler, ülkenin mali baskınlık ve mali derinlik rasyosudur. Mali baskınlığın yanı sıra mali piyasaların derinliği de, kamunun ihtiyacı olan fonların mali piyasalardan ne ölçüde rahatlıkla temin edilebildiğini ve dolayısıyla faiz oranları üzerinde ne derece baskı yarattığının anlaşılmasını ölçer (Malatyali, 1998: s. 54). Öte yandan mali piyasaların gelişmişliği, kamunun borçlanma alternatifi olarak Merkez Bankası kaynaklarını kullanmasını önleyici rol oynayacaktır. Eğer mali piyasalar iç borçlanma araçları ile kamunun ihtiyacını karşılayabilir ve derinleşirse, Hazine'nin Merkez Bankası'na başvurma olasılığı azalır, hatta ortadan kalkar ve böylelikle mali baskınlık azalır. Çünkü maliye politikasının bu şekilde baskınlık olduğu durumlar karşısında Merkez Bankası, makroekonomik hedeflerin belirlenmesinde etkili olamamaktadır.

Tablo 4. Türkiye'nin Mali Derinlik Rasyoları.

YILLAR	M2/GSMH (%)	DİBS/Top. Mali Varlıklar (%)	Toplam Mevduat/GSMH (%)
1990	18.0	20.0	15.7
1991	18.5	19.1	16.2
1992	17.3	29.1	15.0
1993	14.1	33.6	11.9
1994	16.2	31.5	14.0
1995	16.0	32.5	13.8
1996	19.5	32.7	17.6
1997	19.3	34.0	17.6
1998	21.3	34.5	19.7
1999	28.1	34.7	26.7
2000	24.8	36.9	23.4
2001	26.2	51.8	23.5
2002	22.6	50.9	21.2
2003	22.4	53.9	19.9

Kaynak: DPT (2003 yılı rakamları Eylül sonu itibariyledir).

Türkiye'de mali baskınlığın düzeyinin mali piyasalar açısından incelenmesi için Tablo 4'deki M2/GSMH, yani mali derinlik oranlarına bakarsak, sözkonusu oranın düşüklüğü piyasaların sig olduğunu göstermektedir. Bunu kanıtlayan diğer bir gösterge olarak, devlet iç borçlanma senetlerinin toplam mali varlıklar içindeki payı da yıllar itibariyle artış göstermektedir. 2004 yılında yapılan İzmir İktisat Kongresi'nde, Türk Mali Sektörü Raporu,'na göre; Türkiye'de sermaye piyasası araçları içinde dikkati çeken gelişme, kamu kesimi menkul kıymetlerinin payındaki hızlı artıştır. Buna karşılık, hisse senetlerinin payı hızla düşmüştür. En çarpıcı gösterge ise özel sektöre ait tahvil ve bono ihracının olmamasıdır. Bir başka deyişle devlet iç borçlanma senetleri yoluyla maliye politikası para politikasını ikame etmektedir. Sonuç itibariyle zaten sig olan piyasaların büyük bölümünün, kamu kesimine kaynaklık ettikleri görülmektedir.

#### Türkiye'de Finansal Sistem Nasıl Derinleştirilir?

Türkiye'de finansal sistemin etkin ve sağlıklı olarak çalışması, büyümesi ve derinleşmesi için yapılması beklenenler (İzmir İktisat Kongresi, Türk Mali Sektörü Raporu, 2004) şu şekilde özetlenebilir:

- Ekonomi politikası para piyasasıyla, sermaye piyasasıyla finansal sektörün büyümesi ve derinleşmesine odaklanmalıdır.
- Mali sektörün ulusal para cinsinden büyümesine özen gösterilmelidir. Böylece rekabetçi bir ortamda büyüme için gerekli kaynaklar yaratılabilecektir.

- Uzun dönemde özkaynakları besleyen en temel kaynak olan karların oluşması ve sürekliliği açısından mali sektördeki kurumların kar edeceği sağlıklı bir ekonomik ortam yaratılmalıdır.
- Kayıt dışılığı neden olan düzenleme ve uygulamalar gözden geçirilerek, kayıt dışı işlemlerin kayda alınması sağlanmalıdır.
- İyi yönetim ilkelerinin kamu sektörü, reel sektör ve finansal sektörde etkin olarak uygulanması sağlanmalıdır.
- Vergi düzenlemeleri basit, kolay, anlaşılır ve uygulanabilir hale getirilmeli, finansal tasarrufları ve uluslararası yatırımcıları özendirerek yapıya kavuşturularak Türkiye'nin rekabet gücünün artması sağlanmalıdır.
- Finansal kurumların düzenlenmesi, gözetimi ve denetiminde uluslararası uygulamalar dikkate alınmalı, bu kurumların benzer düzenleme ve denetime tabi olmaları sağlanmalı, denetimden sorumlu otoritelerin faaliyetlerinde bağımsız olması, gerekli yasal yetki ve araçlara sahip olması sağlanmalıdır.
- Mali sektörün aracılık maliyetini yükselten düzenlemeler ve uygulamalar kaldırılmalıdır.
- Mali sistemde yer alan kurumlar arasında haksız rekabete neden olabilecek hiç bir ayrıma yer verilmemelidir.
- Kredi kullanan kuruluşların da raporlama sistemleri ve muhasebe standartları iyileştirilmelidir.
- Mali sistemde yer alan banka dışı kurumların rekabet içinde, benzer düzenleme ve denetime tabi olmaları sağlanmalıdır.

Görüldüğü üzere Merkez Bankası'nın bağımsızlığının işlevsel hale gelebilmesi, güçlü bir mali sistemin varlığı ve mali baskınlığın olmamasına bağlıdır. Dolayısıyla mali derinlik rasyosunun olabildiğince yüksek, mali baskınlık rasyosunun olabildiğince düşük olması gerekir. Gerek mali baskınlık gerekse sig finansal piyasalar, Merkez Bankası'nın bağımsızlığının ve enflasyon hedeflemesi rejimine geçişin önünde önemli engeller olarak durmaktadır.

## SONUÇ

İktisat politikalarının nihai hedefi, hızlı ve sürdürülebilir bir büyüme ile gerçekleşen, toplumsal refah düzeyini yükseltmektedir. Fiyat istikrarı ise bu amaca ulaşmada temel kosuldur. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik enflasyon hedeflemesi rejimi, pek çok gelişmiş ülke ekonomisinde oldukça iyi performans göstermiş bir para politikası uygulamasıdır. Gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulandığında da aynı performansı gösterebilmesi, bu ülkelerde gerekli yasal, kurumsal ve operasyonel altyapının oluşturulmasına ihtiyaç göstermektedir.

Türkiye, gelişmekte olan bir ülkedir. Ülkemizde uygulanacak olan enflasyon hedeflemesi rejimi için öncelikle siyasilerin bu yönde kesin bir tavir içerisinde olmaları, enflasyon oranını belirli bir sınıra çekmeleri ve bu noktadan yukarı çıkmaması için anti-enflasyonist politikaların uygulanmasına devam etmeleri, gerek mali piyasalar gerekse para politikası üzerinde olumsuz etki yapan mali

baskinligin azaldigi ve mali piyasalarin derinlestigi ortamda, hedef enflasyon oranini kamuoyuna ilan etmeleri gerekmektedir.

Hükümetler, bütçe açiginin finansmanında Merkez Bankasi kaynaklarına başvurulmasına ilişkin tercihin kaynagidir. Merkez Bankasi kaynaklarının kullanılması karşiligında faiz ödemesi olmaması, açıkların borçlanmayla finansmanına göre daha az maliyetli gibi algılanmakta, yaratacağı parasal genişleme ve enflasyonist etkiler gözardı edilmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçişte ilk önkosul olan Merkez Bankasi'nin bağımsız bir şekilde faiz aracını kullanarak enflasyon hedefine odaklanması, ülkenin içinde bulunduğu iç borç stoku ve onun ulaştığı yüksek düzey nedeniyle engellenir. Bir başka deyişle yüksek düzeydeki iç borç stoku ve yükselen faiz oranları, borç stokunu daha da arttırarak Merkez Bankasi'nin temel politika enstrümanı olan faiz hadlerini kullanmasını engeller ve hedeflenen enflasyon oranına ulaşma çabalarını bosa çıkarır.

Mali baskinligin yoğunluğu oranında gerek senyorağa gerekse iç ve dış borçlanmaya başvurma eğilimi artmakta, mali derinligin olmadığı günümüz ortamında da iç borçlanma alternatifi faizleri yükselterek, dış borçlanma alternatifi de döviz kurlarını yükseltici etki yaparak ekonomik dengeleri bozmaktadır. Bu şekilde sürekli olarak kamu açıkları yasayan bir ekonomide para politikası bu durumun baskısı altında kalmakta ve uzun dönemde para politikası fiyat istikrarını sağlama amacından uzaklaşmaktadır. Ayrıca ikinci sorun döviz kuru istikrarsızlığıdır. Dalgali kur rejimi altında dissal soklara karşı hassas olan döviz kuru, ülkemizde oynak bir yapı sergilemektedir ve bu istikrarsızlık, enflasyon üzerinde olumsuz etki yaratmaktadır. Bu duruma faizlerle müdahalede bulunulması, Merkez Bankasi'nin kurlara müdahalesi gibi algılanmakta ve spekülâtif hareketlilik yaratmaktadır. Dolayısıyla kamu borçları baskısının varolduğu bu atmosferde, bağımsız bir Merkez Bankasi önkosulunun sağlanmasının bir anlamı kalmamaktadır.

Ülkemizde enflasyon oranlarında son birkaç yıldır süren inis eğilimi kendisini göstermektedir. Öte yandan enflasyon bekleşileri ile hedef arasındaki fark, 2002 yılında %15,1, 2003 yılında %4,7 düzeyinde iken, 2004 yılında bu fark %1,9'a inmiştir. 2004 yılı enflasyon hedefi de %12 olarak belirlenmiştir. Söz konusu kazanımları daha da ileriye götüreceği ve enflasyon hedeflemesi rejiminin altyapısını güçlendirecek çalışmaların yapılması gerekmektedir. Bunlar Merkez Bankasi'nin bağımsızlığı ve bunu işlevselleştirerek, enflasyonla mücadeleye katkı sağlayacak kamu borç dinamiğinin kırılğan yapıdan çıkarılması ve finansal sistemin işlevselliğinin arttırılmasıdır. Ancak enflasyon hedeflemesi rejiminin önkosulları arasında bir bağlılık mevcuttur. Öyle ki mali baskinligin olmaması ve gelişmiş mali piyasaların sağlanamaması, Merkez Bankasi'nin bağımsızlığı önkosulunu geçersiz kılmaktadır. Ayrıca gelişmiş-derin mali piyasalar, mali baskinligin olmadığı bir ortamda gerçekleşmektedir. Çünkü senyorağ ve borçlanma ile birlikte artan mali baskinligin bir göstergesi olan sig sermaye piyasaları, hem mali baskinliğe neden olurlar hem de mali baskinlik ortamında karşımıza çıkarlar.

Enflasyonu besleyen baskin faktör, kamu kesimi açıkları ve bu açıkların yüksek reel faizlerle finansmanıdır. Ekonomide mali baskinligin azaltılması ile ilgili



olarak maliye politikasının disipline edilmesi ve bu sayede her yıl reel faizi indirerek belli bir miktar kamu faiz disi fazlasının elde edilmesi gerekmektedir. Kamu faiz disi fazlası enflasyonla mücadelede öncü konumundadır. Ülkemizde bu konuda uzun yıllardır başarılı sonuçlar alınamamıştır. Günümüzde bu yönde birtakım çabalar söz konusudur. “Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun” ile borç yönetiminin maliye ve para politikaları ile koordineli bir şekilde yürütülmesi amaçlanmaktadır.\* Bu yasa uygulanabilirse, kamu kesimine otomatik bir disiplin ve şeffaflık esliğinde, uygulanan para politikasının maliye politikasınca desteklenmesine katkı sağlayabilir. Ayrıca “Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu” tasarısı ile de ödeneklerin etkin kullanımını belirlemek üzere “verimlilik denetimi” getirilmesi hedeflenmektedir. Kamu sektöründe verimliliğin ve bütçe disi fazlasının kalitesinin artırılmasına yönelik reformların varlığı ve devamlılığı, borç dinamiklerine olumlu etki yapacak, risk primi azalarak Merkez Bankası’nın enflasyonla mücadelede kullandığı para politikası araçlarının etkinliğini arttıracaktır. Mali disiplinin yanısıra, finansal piyasaların gelişimini tamamlaması için, kısa dönemli spekülâtif sermayenin dolasının izlenmesi, finansal piyasaların kısa dönemli sermaye hareketlerine karşı hassaslığını azaltacaktır.

Türkiye’de ekonomik istikrar arayışları IMF ile yapılan programlarla sürdürülmektedir. Merkez Bankası’nın, ülkenin şartlarını bu yabancı kurumdan daha iyi bildiği gözönüne alınırsa, ülkemizde Merkez Bankası’nın bağımsızlığının sağlanması çıkarılan yasaların yanısıra, bankanın bağımsızlığını hem siyasilere hem de IMF’e karşı ilan etmesi ve kendi doğru bildiğini yapabilmesi ile mümkün görünmektedir.

Ülkemizde 4651 sayılı yasanın 4. maddesine ile sağlanan Merkez Bankası bağımsızlığının kağıt üzerinde kalmamasının, fiyat istikrarının sağlanması açısından önemi ortadadır. Ayrıca enflasyon ve Merkez Bankası’nın bağımsızlığı arasındaki negatif ilişki çeşitli çalışmalarla da kanıtlanmış bulunmaktadır. Ancak bağımsızlığın fiyat istikrarını sağlamada yeterli ve gerekli olmadığı da düşünülebilir. Örneğin Fransa hemen hemen tümüyle hükümetin kontrolündeki bir Merkez Bankası’na sahip olup, düşük enflasyon hedefini yakalayabilmiş bir ülkedir. Japonya da bağımsız bir Merkez Bankası’na sahip olmamasına rağmen son yıllarda deflasyon yasayan bir ülkedir. Bilindiği gibi monetarist görüşte para arzı artışı ile enflasyon arasında doğru orantı vardır ve enflasyonu kontrol altına almanın yolu, para arzini kontrol altında tutmaktan geçecektir. Para arzı artışı, para politikası yoluyla kontrol altında tutan kurum da Merkez Bankası’dır. Günümüzde monetarist politika önermelerinin önkosullarının geçerliliği, verilerle reddedilmektedir. Merkez Bankası’nın Nisan 2002 Para Politikası Raporu’nda, para ile enflasyon arasında kısa dönemde bir nedensellik ilişkisi olmadığı açıklanmıştır. Bu rapordaki ampirik ilişki, para ve enflasyon arasında bir öngörülebilirlik ilişkisidir. Para arzındaki artış, gelecekteki enflasyonu tahminde yetersiz kalmaktadır. Enflasyonun temel belirleyicisinin parasal büyüklükler olmadığı, parasal büyüklüklerin fiyatlar

---

\* “... yılı bütçe kanununda belirtilen başlangıç ödenekleri ile tahmin edilen gelir arasındaki fark kadar borç kullanımı yapılabilir”, diyerek yasa mali yıl içindeki borç miktarına limit getirmiştir.

üzerindeki hareketleri öngörmesinin ülkemiz için geçerli olmadığının ortaya çıkmasıyla, Merkez Bankası parasal hedefleme yerine enflasyon hedeflemesi rejimini önplana çıkarmış ve enflasyon hedeflemesi rejimin önkosullarının sağlanmasının önemi kendini göstermiştir.

Bu verilerin desteklediği ilişki, Türkiye'nin enflasyon gerçeği ile tutarlıdır. Ülkemizde uzun yıllardır bütçe açıklarının finansmanında para basmaya başvurulmamış olmasına rağmen, enflasyon oranları yüksek seviyelerde yaşanmaktadır. Dolayısıyla senyorağa başvurulmadığı bu ortamda, enflasyonun başka parasal olmayan kaynaklarının olduğu, enflasyonun salt para arzı ile açıklanabilecek bir olgu olmadığı, kamu açıkları, arz-talep sokları, ücret-fiyat sarmali ve beklentiler gibi parasal olmayan kaynakları olduğu gerçeği göze çarpmaktadır.

Türkiye'nin; içinde bulunduğu siyasi ve ekonomik koşulları gözönüne alınarak Merkez Bankası'nın geçmeyi planladığı doğrudan enflasyon hedeflemesi rejimine ilişkin gerek önkosulların sağlanmasında gerekse enflasyonun parasal olmayan faktörlerinin dikkatli bir şekilde irdelenerek rejimin buna uyarlanmasında, önünde asacağı pek çok engel vardır.

#### KAYNAKLAR

- ALESINA, Alberto & Lawrence H. Summers (1993); "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol: 25, No: 2, May 1993.
- ALPARSLAN, Melike ve Pelin Ataman Erdönmez (2000); *Enflasyon Hedeflemesi*, Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu.
- ANORUO Emanuel & Sanjay Ramchander (1998); "Current Account and Fiscal Deficits : Evidence from Five Developing Economies of Asia", *Journal of Asian Economics*, Vol: 9, No: 3, Fall 1998.
- ATAÇ Beyhan (1994); *Maliye Politikası*, 3. Baskı, Eskisehir, Anadolu Üniversitesi Eğitim, Sağlık ve Bilimsel Araştırma Çalışmaları Vakfı Yayın No: 86.
- BARRO, Robert J. (1996); *Inflation and Growth*, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, May/June 1996.
- BATIREL, Ömer Faruk (1998); "Enflasyonla Mücadelede Maliye Politikaları", Prof. Dr. Salih Sanver'e Armağan, İstanbul, T.C. Marmara Üniversitesi Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi, Yayın No: 10, s. 97-100.

- BERNANKE, Ben S. & Frederic S. Mishkin (1997); “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol: 11, Issue: 2.
- CASTELLO-BRANCO, Marta & Mark Swisburne (1992); “Central Bank Independence”, *Finance & Development*, March, Vol: 29, No: 1, pp. 19-21.
- CUIKERMANN, Alex (1992); *Central Bank Strategy, Credibility and Independence*, MIT Press.
- CUIKERMANN, Alex, Steven B. Webb & Bilin Neyapti (1992); “Measuring the Independence of Central Banks and It’s Effect on Policy Outcomes”, *The World Bank Economic Review*, Vol: 6, No: 3, September 1992.
- ÇELEN, Mustafa ve B. Bülent Bali (2003); “Finansal Piyasalar ile İç Borçlanma Maliyeti İlişkisi: AB Ülkeleri ile Bir Karşılaştırma” Türkiye’de Kamu Borçlanması, XVIII. Türkiye Maliye Sempozyumu, M.Ü. Maliye Araştırma ve Uygulama Merkezi Yayın No: 16, s. 173-200.
- ÇOLAK, Ömer Faruk (1998); “Para Programı ve Para Politikası”, *Ekonomi Basak*, Yıl: 22, Sayı: 102, Aralık 1998.
- ÇOLAKOĞLU, Bayram (2003); “T.C. Merkez Bankası Para Politikasının Güvenilirliği”, *Finans-Politik ve Ekonomik Yorumlar*, Yıl: 40, Sayı: 475, Ekim 2003.
- DEBELLE, Guy (1997); “Inflation Targeting in Practice”, *IMF Working Paper*, WP/97/35.
- DEBELLE, Guy et. al. (1998); “Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy”, *IMF Economic Issue*, No: 15.
- DORNBUSCH, Rudiger & Stanley Fischer (1998); *Makroekonomi*, Çev: S. Ak, M. Fisunoglu, E. Yildirim, R. Yildirim, İstanbul, McGraw Hill-Akademi.
- EGİLMEZ, Mahfi ve Ercan Kumcu (2002); *Ekonomi Politikası – Teori ve Türkiye Uygulaması*, 3. Baskı, İstanbul, Om Yayınevi.
- EKREN, Nazim (2000); “Enflasyon Anatomisi”, *Activeline*, Temmuz 2000.
- ERÇEL, Gazi (2000); *Enflasyon Hedeflemesi Konulu Konferans, Açış Konuşması*, Ankara, 19 Ekim 2000.

- GREAVES, Percy L. (1969); “On Current Monetary Problem”, (çevrimiçi) <http://www.mises.org/efandi/ch43.asp> erişim: 20.03.2004.
- GÜNŞOY, Bülent (2001); “Hukuksal Yapı ve İktisadi Başarı: TCMB Örneği”, I.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi, No: 23-24, Ekim 2000-Mart 2001.
- KARASOY, A., M. Saygılı ve C. Yalçın (1998); Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri, T.C. Merkez Bankası Araştırma Yayınları, Tebliğler (çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/teblig/97/enfhedef.pdf> erişim: 16.02.2004.
- KUMCU, Ercan (1999); Merkez Bankalarının Bağımsızlığı, 01.05.1999, Radikal.
- MALATYALI, Kamuran N. (1998); Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, DPT Çalışma Raporları: 1998-01.
- MAXFIELD, Sylvia (1998); Gatekeepers of Growth, Princeton University Press.
- MISHKIN, Frederic S. (2000a); “Inflation Targeting in Emerging Market Countries”, NBER Work Paper, 76 (18), March 2000.
- MISHKIN, Frederic S. (2000b); “Issues in Inflation Targeting”, Columbia University and NBER, Newyork. (çevrimiçi) <http://www.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin> erişim: 15.05.2004.
- MISHKIN, Frederic S. (2001); “Murat Gener’le röportaj”, çevrimiçi: <http://www.ntvmsnbc.com/news/99957.asp> erişim: 10.03.2004.
- OKTAR, Suat (1994); “Merkez Bankalarının Bağımsızlık Sorunu”, Finans Dünyası, Sayı: 57, Eylül 1994.
- ÖZLALE, Ümit (2003); “Enflasyon Hedeflemesi ve Kamu Dinamikleri”, Çevrimiçi: [http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar\\_BSB/IktisatToplum-16Aralik-Ozlale.doc](http://www.bagimsizsosyalbilimciler.org/Yazilar_BSB/IktisatToplum-16Aralik-Ozlale.doc) erişim: 23.05.2004.
- PAYA, Merih (2001); Makro İktisat, İstanbul, Filiz Kitabevi.
- SARGENT, Thomas J. & Neil Wallace (1981); “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic”, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Fall, pp. 1-7.

- SELODY, Jack (1990); “The Goal of Price Stability”, Bank of Canada Technical Report, No. 54, May 1990.
- SÖNMEZ, Sinan (1994); “Bütçe Açığının Finansmanı ve Enflasyon”, ODTÜ Gelişme Dergisi, Sayı: 21, Nisan 1994.
- UYGUR, Ercan (2001); “Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık”, İktisat, İşletme ve Finans Dergisi, Yıl: 16, Sayı: 189, Aralık, s. 7-23.

#### DİĞER KAYNAKLAR

- Devlet Planlama Teskilati, Ekonomik ve Sosyal Göstergeler (1950-2003)
- T.C. Maliye Bakanlığı, 2003 ve 2004 Bütçe Gerekçeleri.
- T.C. Maliye Bakanlığı, 2003 Yıllık Ekonomik Rapor.
- T.C. Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı, Enflasyonla Mücadele Programı Politika Metinleri, Cilt: 2, Ankara, Temmuz 2000.
- T.C. Merkez Bankası 2004 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi Hakkında Basın Duyurusu.
- 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması,
- IMF-Türkiye Niyet Mektubu Metni, 9 Aralık 1999.
- 25.04.2001 tarihli 4651 sayılı Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun.
- 28.03.2002 tarihli ve 4749 sayılı Kamu Finansmanı ve Borç Yönetiminin Düzenlenmesi Hakkında Kanun.
- 10.12.2003 tarihli ve 5018 sayılı Kamu Mali Yönetimi ve Kontrol Kanunu.