

ENFLASYON

HEDEFLERMESİ*

A. Hakan KARA#

Musa ORAK+

Ekim 2008

ÖZET

Bu makale enflasyon hedeflemesi rejimini ana hatlarıyla tanıtmakta ve bu çerçeveyi temel alarak Türkiye'nin 2001 krizi sonrası enflasyon hedeflemesi tecrübesine ışık tutmayı amaçlamaktadır. Makalenin ilk iki bölümü konu ile ilgili mevcut bilgilerin ve tecrübelerin toplulaştırılmasından oluşmaktadır: Birinci bölümde enflasyon hedeflemesinin çerçevesini oluşturan temel unsurlar ele alınırken, ikinci bölümde gelişmekte olan ülkelere özgü sorunlar özetlenmektedir. Üçüncü bölümde ise Türkiye'de 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi ve 2006 sonrası resmi enflasyon hedeflemesi dönemi mercek altına alınmakta ve sonuç bölümünde bütün bu değerlendirmeler çerçevesinde genel çıkarımlar yapılmaktadır.

* Bu çalışma Emin Öztürk'ün anısına 10 Ekim 2008 tarihinde İstanbul'da düzenlenen Ekonomik Tartışmalar Konferansı için hazırlanmıştır. Çalışmada yer alan görüşler yazarlara aittir ve kurumlarının resmi görüşü olarak değerlendirilemez. Katkılarından dolayı Ercan Kumcu'ya teşekkür ediyoruz.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü.

+ Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü.

I. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi

A. Tanım ve Temel Unsurlar (Operasyonel Çerçeve)

Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Nedir?

(i) Fiyat İstikrarı

Fiyat istikrarı ekonomik aktörlerin tüketim, yatırım ve tasarruf gibi kararlarını alırken genel fiyat seviyesindeki olası değişiklikleri dikkate almaya gerek duymamaları durumunu ifade etmektedir (Greenspan, 2001). Bu durum, genellikle, tek haneli ve düşük yıllık enflasyon oranları olarak yorumlanmakta ve dolayısıyla enflasyon riskinin ihmal edilebilir düzeyde olması anlamına gelmektedir.

Fiyat istikrarının ekonomik ve sosyal istikrar sağlanabilmesi için olmazsa olmaz bir ön koşul olduğu genel kabul gören bir olgudur. Fiyat istikrarının sağlanmadığı ortamlarda, finansal piyasaların verimli finansal aracılık yapma yetenekleri azalmakta, reel faiz oranları yüksek risk primi içerdiğinden yüksek seyretmekte, uygulanan politikalara güvensizlik oluşmakta ve bu durum, hükümetlerin kapsamlı ve uzun soluklu ekonomik programlar uygulayamamasına yol açmaktadır. Fiyat istikrarının olmaması ayrıca, uluslararası piyasalarda ekonominin rekabet gücünü azaltmakta, sermaye piyasalarına erişimini kısıtlamakta, işgücü piyasalarının etkin çalışmasını engellemekte, gelir dağılımını bozmakta ve bireylerin karar alma süreçlerinde geleceğe bakmaktan çok geçmişe endeksleme alışkanlıklarının ortaya çıkmasına yol açarak, enflasyonun atalet kazanmasına neden olmaktadır. Tüm bu unsurlar göz önünde bulundurulduğunda, fiyat istikrarının bir toplumun iktisadi ve sosyal refahının sağlanması açısından ne denli önemli olduğu ortaya çıkmaktadır. Bu ve benzeri nedenlerle, para politikasının birincil amacının fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak belirlenmesinin gerekliliği, zaman içinde giderek daha fazla kabul görmüştür.

(ii) Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Tanımı

Enflasyon hedeflemesi rejimi, fiyat istikrarına ulaşmak amacıyla uygulanan para politikası stratejilerinden bir tanesidir. Parasal büyüklükler ya da döviz kurunun

hedeflendiği rejimlerin aksine, enflasyon hedeflemesi rejimi herhangi bir ara hedef kullanmaksızın, doğrudan enflasyonun kendisini hedeflemektedir. Bu rejimde merkez bankaları rakamsal bir hedef ilan ederek bu hedefe ulaşma konusunda güçlü bir taahhüt oluşturmakta ve hedefe ulaşılamaması durumunda kamuoyuna hesap vermekle yükümlü olmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi diğer rejimlerden temel olarak beş önemli noktada ayrılmaktadır (Mishkin, 2000; Svensson, 2007): (i) Bir ya da daha fazla dönem için rakamsal enflasyon hedeflerinin ilan edilmesi, (ii) fiyat istikrarına ve bu doğrultuda ilan edilen hedeflere ulaşılma konusunda açık bir taahhüt içermesi, (iii) enflasyon tahminlerine önemli bir rol atfeden ve aynı zamanda da “enflasyon tahmini hedeflemesi” olarak adlandırılan bir para politikası stratejisinin izlenmesi, (iv) para politikası araçlarına ilişkin kararlar alınırken, yalnızca parasal büyüklükler ya da döviz kuru gibi değişkenlerin değil, gelecek dönem enflasyonunu etkileyebilecek her türlü bilginin dikkate alınması, (v) para politikası uygulamaları çerçevesinde kamuoyu ve piyasalarla iletişimde şeffaflığın esas alınması ve merkez bankasının hedeflerine ulaşması bağlamında da hesap verebilirliğin sağlanması.

(iii) Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ortaya Çıkışı

1970’li yıllarda petrol fiyatlarındaki artış küresel ölçekte enflasyondaki yükselişi tetiklemiş ve takip eden dönemde parasal otoritelerin enflasyonla mücadelede kararlı davranmaması enflasyon beklentilerinin yüksek seviyelerde katılaşmasına yol açmıştır. Bu süreçte yaşanan yüksek enflasyon ve düşük büyüme dönemi (stagflasyon) ve sonrasında yapılan akademik çalışmalar, enflasyonla mücadelede politika yapıcıların taahhütlerine bağlı kalmalarının önemini ortaya çıkarmış ve merkez bankalarının doğrudan enflasyona odaklanmaları gerektiği görüşünü güçlendirmiştir.¹ Bu süreç sonrasında 1980’li yılların ortalarından itibaren akademik yazın ile pratik merkez bankacılığı ortak bir paydada buluşma eğilimi göstermiştir. Bu çerçevede, günümüzde bir çok merkez bankasının nihai amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak tanımlanmış ve bunun enflasyona odaklanmış bağımsız bir merkez bankası aracılığıyla sağlanabileceği görüşü yaygınlaşmıştır.

¹ Akademik yazında bu konudaki öncü çalışmalar Barro ve Gordon (1983) ve Kydland ve Prescott (1977) olarak sıralanabilir.

Merkez bankalarının temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olması gerektiği hususunda hemfikir olunmasına rağmen, bu amaca ulaşmak için uygulanması gereken stratejinin ne olacağı konusunda kesin bir görüş birliği oluşmamıştır. Fiyat istikrarına ulaşma konusunda merkez bankaları bir çok alternatif rejimi uygulamıştır. Bu rejimler içinde tarihsel olarak en yaygın olanları parasal büyüklüklerin hedeflenmesi veya döviz kurunun kontrol edilmesine dayalı rejimlerdir.

1990'lara gelindiğinde, para ve kredi büyüklükleri ile enflasyon arasındaki kısa vadeli ilişki oldukça istikrarsız bir hal almıştır. Bu durum, söz konusu büyüklüklerin ara hedefler olarak daha az güvenilir ve daha az faydalı olmasına neden olmuştur (Portugal, 2007). Zira, parasal büyüklüklerin hedeflenmesinde başarı sağlanması, hedeflenen büyüklüklere olan talep ile enflasyon arasındaki ilişkinin gücüne bağlıdır. Finansal araçların hızla gelişmesi ve standart bir para tanımının yapılmasının güçleşmesi bu bağı oldukça zayıflatmış ve parasal büyüklüklerin hedeflenmesine dayalı rejimlerin başarı sağlama olasılığını azaltmıştır. Oysa, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarı sağlayabilmesi açısından para talebi ve enflasyon arasındaki ilişkinin kritik bir önemi bulunmamaktadır (Mishkin, 2000).

Benzer bir şekilde, hızla artan uluslararası sermaye akımları ve döviz kurlarını spekülasyon saldırlardan korumanın gittikçe zorlaşması gibi unsurlar, sabit döviz kuru rejiminin enflasyonu kontrol altına almakta gittikçe daha az güvenilir ve daha az başarılı olmasına yol açmaktadır. Bunun yanında, döviz kuru hedeflemesi yapan ülkelerin yerel faiz oranları para birimi çapa olarak seçilen ülkedeki gelişmelerce belirlendiğinden, bağımsız para politikası uygulama yeteneği ortadan kalkmakta ve dolayısıyla bu ülkelerde dışsal şokları yumuşatacak esnek bir politika aracı bulunmamaktadır. Döviz kuru hedeflemesi ayrıca, son yıllarda, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu bir çok ülkede oldukça yıkıcı etkileri olan büyük krizlerle sonuçlanmıştır. Bu nedenle, bu tarz bir para politikası stratejisi, giderek daha az sayıda ülke tarafından tercih edilmektedir (Mishkin, 2006; Batini ve diğ., 2006).

Bu çerçevede, enflasyon hedeflemesi rejiminin oluşturulması ve yaygınlaşması, zaman içinde koşulların değişmesiyle parasal büyüklüklere veya döviz kuruna dayalı rejimlerin etkinliğini kaybetmesine paralel olarak ortaya çıkmıştır. Parasal büyüklüklerin ya da döviz kurunun hedeflenmesinde yaşanan bu zorluklar karşısında

merkez bankaları, enflasyon hedeflemesi rejimini alternatif bir para politikası stratejisi olarak geliştirmiştir. İlk olarak, 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlanan bu rejim, takip eden yıllarda bir çok gelişmiş ülkede uygulanmaya başlanmış, son yıllarda ise gelişmekte olan ülkelerde de yaygınlaşmıştır. 2008 yılı itibarıyla, 8'i gelişmiş, 19'u ise gelişmekte olan ülke olmak üzere toplam 27 ülkede enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaktadır.²

(iv) Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Getirdiği Faydalar

Enflasyon hedeflemesi rejimi, parasal büyüklüklerin veya döviz kurunun hedeflendiği rejimlere kıyasla önemli avantajlar sunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde gerek para politikasının nihai hedefinin fiyat istikrarı olduğunun açıkça ilan edilmesi gerekse daha fazla şeffaflık ve operasyonel esnekliğin söz konusu olması nedeniyle, merkez bankalarının itibarının artırılması ve enflasyon beklentilerinin kontrol edilebilmesi konularında daha etkili ve kalıcı sonuçlar alınabilmektedir. Bu durum, hedeflerin ve taahhütlerin alternatif rejimlere kıyasla oldukça açık ve anlaşılır olmasından kaynaklanmaktadır. Hedeflerin açıkça ilan edilmiş olması, merkez bankalarının bu hedefe ulaşamama durumunda hesap vermesini sağlayan bir mekanizmanın oluşturulmasını gerektirdiğinden, merkez bankalarının taahhütlerine sadık kalmasını sağlama ve zaman tutarsızlığı tuzağına (time-inconsistency trap) düşmelerini engelleme potansiyeline sahiptir (Mishkin, 2000).

Bunun yanı sıra, enflasyon hedeflemesi rejimi, alternatif rejimlere kıyasla daha esnek bir strateji sunmaktadır. Bu durum, hedeflerin genellikle orta vade için tanımlanmış ve kısa dönemli sapmaların kabul edilebilir olmasından kaynaklanmaktadır. İyi oluşturulmuş bir enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesi, merkez bankalarına, uzun vadede enflasyonla mücadelede itibarlarına zarar vermeden, orta vadeli gelişmelere tepki verme imkanı sağlamaktadır (Schachter ve diğ., 2000). Ayrıca, döviz kuru hedeflemesi rejiminin aksine, enflasyon hedeflemesi rejimi, ülkelerin yerel gelişmelere odaklanabilmelerine ve iç şoklara tepki verebilmelerine de olanak tanımaktadır (Mishkin, 2000). Tüm bunlar, iktisadi faaliyetteki oynaklığın alternatif rejimlere kıyasla daha düşük olmasına katkıda bulunmaktadır. Bu bağlamda, başarılı

² Enflasyon hedeflemesi uygulamakta olan ülkeler: Avustralya, Brezilya, Çek Cum., Endonezya, Filipinler, Gana, Guetemala, Güney Afrika Cum., İngiltere, İsrail, İsveç, İsviçre, İzlanda, Kanada, Kolombiya, Kore, Macaristan, Meksika, Norveç, Peru, Polonya, Romanya, Slovakya, Şili, Tayland, Türkiye, Yeni Zelanda.

olarak uygulanan bir enflasyon hedeflemesi rejiminde şoklarla mücadelenin iktisadi maliyetleri daha düşük olacaktır. Örneğin, döviz kuru çapasının çökmesiyle yüksek rezerv kaybı, yüksek enflasyon, finansal krizler, bankacılık krizleri ve kamu borcunun ödenememesi gibi önemli sorunlar görülebilirken, enflasyon hedefindeki sapmalar sadece enflasyonun geçici olarak hedefin üstünde kalmasına ve geçici bir süre büyümenin yavaşlamasına yol açacaktır (Batini ve Laxton, 2006).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uzun vadeli bir avantajı, kamuoyunun ilgisini kısa vadeli müdahaleci politikalardan düşük ve istikrarlı enflasyon gibi makroekonomik istikrarı ve ekonomik büyümeyi destekleyen bir hedefe kaydırmasıdır. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi, sadece para politikasının değil, aynı zamanda, maliye politikalarının da hesap verebilirliğini ve disiplinini artırmaktadır. Son olarak, enflasyon hedeflemesi rejimi, hem merkez bankalarının kurumsallaştırılması, hem de ekonomi genelinde enflasyonla mücadele sürecine katkıda bulunacak yapısal reformların gerçekleştirilmesi konularında motivasyon sağlamaktadır (Schaechter ve diğ., 2000).

(v) Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Dezavantajları

Akademik yazında enflasyon hedeflemesi rejiminin avantajlarının yanı sıra, söz konusu rejimin dezavantajları da dile getirilmekte ve bu rejime çeşitli eleştiriler yöneltilmektedir. Bir kısım iktisatçılar, enflasyon hedeflemesi rejiminin katı olarak yorumlanması durumunda politika yapıcılara çok az takdir yetkisi (discretion) bıraktığını ve para politikasının şoklara arzu edilen esneklikte tepki vermesini engellediğini öne sürmektedir (Blanchard, 2003). Bu görüşün tam aksine, bazı iktisatçılar ise enflasyon hedeflemesi rejiminin politika yapıcıya çok fazla takdir yetkisi bıraktığını ve bunun politika yapıcılarının aşırı genişlemeci politikalar izlemesine neden olabileceğini ve enflasyon beklentilerinin kontrol edilebilmesini imkansızlaştıracağını iddia etmektedir. Ancak, Mishkin (2000) ve Bernanke ve diğ. (1999), bu tür konuların enflasyon hedeflemesinin tasarımı ile ilgili olduğunu ve ülke koşullarını dikkate alarak uygun bir şekilde tasarlanmış bir enflasyon hedeflemesi rejimi için bu sorunların söz konusu olmayacağını belirtmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin çerçevesine ilişkin diğer bir eleştiri de bu rejimde temel amacın fiyat istikrarının sağlanması olması nedeniyle döviz kurlarının göz ardı

edildiği ve bu durumun özellikle küçük ve açık ülkelerde ekonominin dengesine ilişkin sorunlara neden olduğudur.

Mishkin (2000)'e göre enflasyon hedeflemesi rejimine yöneltilen en ciddi eleştiri, enflasyonu kontrol etmenin zor olması ve para politikası araçlarının enflasyon üzerindeki etkisinin daha uzun vadede ve gecikmeli olarak görülmesinden dolayı bu rejimde hesap verebilirliğin alternatif rejimlere kıyasla daha zayıf olacağıdır. Özellikle, yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçmekte olan gelişmekte olan ülkelerde bu durum ciddi sorunlar yaratabilmektedir. Bu ülkelerde büyük tahmin hataları yapılması ve sık sık hedeften sapma yaşanması olasılığı yüksektir. Bu durumda, merkez bankasının sapmanın nedenlerini açıklaması ve enflasyon hedeflemesi rejimi açısından hayati öneme sahip olan güvenilirliği inşa etmesi oldukça zor olabilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi ayrıca, bu rejimin mali baskınlığı engelleyememesi ve döviz kuru oynaklıklarının finansal istikrarsızlığa neden olabilmesi gibi sebeplerle eleştirilmekte ve bu eleştiriler de özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından dile getirilmektedir (Mishkin, 2000). Bu konular II. bölümde daha ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Operasyonel Yapısı

Enflasyon hedeflemesi rejiminin temelinde, rakamsal enflasyon hedeflerinin açıkça ilan edilmesi ve söz konusu hedeflere belirtilen süre zarfında ulaşılmamasının taahhüt edilmesi bulunmaktadır. İlan edilen hedeflere ulaşılamaması durumunda ise merkez bankasının hükümetlere ve kamuoyuna hesap vermesi gündeme gelmektedir. Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, hedeflerin tanımlanması ve ilan edilmesi ile bu süreçte hükümetlerin oynadığı rol konusunda doğru uygulama olarak tanımlanan bir çerçeve mevcut değildir. Aksine, seçilmesi gereken yöntem, ülkelerin kendilerine özgü özellikleri ile bağdaşmalıdır. Nitekim, dünya uygulamalarına bakıldığında operasyonel çerçevenin ülkeden ülkeye farklılık gösterdiği gözlenmektedir.

(i) Enflasyon Hedefinin Tanımlanması

Heenan ve diğ. (2006), iyi tasarlanmış bir enflasyon hedefini üç kriterle tanımlamaktadır: (i) Enflasyon hedefi, beklentileri şekillendirme ve kontrol altına alma gücüne sahip olmalıdır. Bu bağlamda, iyi bir enflasyon hedefinin, ekonomik birimlerin önemli bir kısmını ilgilendiren, merkez bankasının orta vadede düşük enflasyonu taahhüt ettiği sinyali veren ve toplumun geneli tarafından kolay anlaşılabilir bir şekilde tanımlanması gerekmektedir. (ii) Amacına uygun tasarlanmış bir enflasyon hedefi, merkez bankasının hesap verebilirliği açısından bir referans oluşturmalıdır. İyi bir enflasyon hedefi, kolayca gözlemlenen, zamanında ve sıkça yayımlanan bir endeks üzerinden tanımlanmalı ve sıkça güncellenmemelidir. Bu noktada, kullanılan endeksin merkez bankasından bağımsız bir kurum tarafından hesaplanması oldukça yarar getiren bir uygulamadır. (iii) Enflasyon hedefi, merkez bankasının nihai amacı olan fiyat istikrarı hedefi ile uyumlu olmalıdır.

(ii) Hedef Değişkeninin Seçilmesi

Enflasyon hedeflemesi rejimini tasarlarken, yukarıda sayılan kriterlerin ışığında, hedeflerin hangi değişken üzerinden tanımlanacağına karar verilmesi gerekmektedir. Günümüzde enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin tamamı ya Tüketici Fiyat Endeksi'ni ya da bu endeksin bir parçasını oluşturan çekirdek (temel) enflasyon göstergelerini kullanmaktadır.³ Tüketici Fiyat Endeksi, toplumun her kesimince kolaylıkla takip edilebiliyor olması ve ortalama bir tüketicinin harcama sepetini temsil etmesi nedeniyle tercih edilen bir endeks olmaktadır. Ayrıca Tüketici Fiyat Endeksinin bütün ülkelerde sık aralıklarla yayınlanması ve revizyonların sınırlı olması bu endeksin tercih edilme sebepleri arasında yer almaktadır.

Çekirdek enflasyon göstergelerinin hedeflenmesinin temel avantajı ise söz konusu göstergelerin geçici şoklardan daha az etkilenmesi ve para politikasının kontrolü dışındaki fiyatları dışlamasıdır. Bu strateji, özellikle, sık sık ve büyük dışsal şoklara maruz kalan ve gıda fiyatları gibi oynak kalemlerin tüketici endeksi içindeki ağırlığının yüksek olduğu gelişmekte olan ülkeler açısından önem taşımaktadır. Diğer

³ Bir diğer alternatif endeks olarak GSYİH deflatörü dikkat çekmektedir. Bu endeks, ülke sınırları içinde üretilen tüm nihai mal ve hizmetlerin fiyatlarını içermektedir. Ancak, GSYİH deflatörünün, zamanlama olarak geç açıklanması ve sık sık revizyona tabi tutulması nedeniyle, para politikalarının şeffaflık ve güvenilirliğine zarar verme potansiyeline sahip olduğu vurgulanmaktadır (Schaechter ve diğ., 2000, Heenan ve diğ., 2006).

tarafından, çekirdek göstergeler hayat pahalılığını tam olarak yansıtmayabilmekte ve bu nedenle bu göstergelerin hedeflenmesi toplum nezdinde inandırıcılık sorununa neden olabilmektedir (Knight, 2007). Burada merkez bankalarına düşen görev, söz konusu endeksin nasıl oluşturulduğunu ve bunun Tüketici Fiyat Endeksi ile olan ilişkisini kamuoyuna iyi anlatmaktır. Ayrıca, seçilen endeks sık değiştirilmemeli ve açıkça hesaplanabilir olmalıdır (Bernanke ve diğ., 1999).

Tablo 1’de yer alan dünya örnekleri incelendiğinde, ülkelerin büyük bir kısmının hedeflerini Tüketici Fiyat Endeksi üzerinden tanımladığı görülmektedir. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde çekirdek göstergeler de açıklanmakta ve zaman zaman temel para politikası metinlerinde bu göstergelere atıfta bulunmaktadır. Merkez bankaları geçici şoklara tepki vermeme ve iktisadi faaliyette arzu edilmeyen oynaklıkları bertaraf etme stratejilerini desteklemek amacıyla, beklentileri yönetmek açısından çekirdek göstergelerden sıkça yararlanmaktadır.

Tablo 1. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Çerçevesinde Kullanılan Fiyat Endeksleri

Fiyat Endeksi	Ülkeler
Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)	Avustralya, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Endonezya, İngiltere, İsrail, İsveç, İsviçre, İzlanda, Filipinler, Gana, Guatemala, Kanada, Kolombiya, Kore, Macaristan, Meksika, Peru, Polonya, Romanya, Slovakya, Şili, Türkiye, Yeni Zelanda
Çekirdek Gösterge	Güney Afrika, Norveç, Tayland

Kaynak: Heenan ve diğ., (2006) ve Merkez Bankaları İnternet Siteleri

(iii) Hedef Ufku

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde belirlenmesi gereken bir diğer husus hedef ufku. Hedef ufku, merkez bankasının hedeflenen enflasyona ulaşmayı taahhüt ettiği süreyi ifade etmektedir (Schaechter ve diğ., 2000). Diğer bir ifadeyle, hedef ufku, enflasyon hedeflerinin hangi sıklıkla ve hangi zaman dilimini kapsayacak şekilde ilan edileceğinin belirlenmesidir. Para politikasının ekonomi ve enflasyon üzerindeki etkileri gecikmeli olarak görüldüğünden, hedef ufku, ülkelerin aktarım mekanizmalarındaki farklılıklara göre değişiklik göstermektedir.

Hedef ufkunun bir yıldan daha kısa bir süre için tanımlandığı bir durum mevcut değildir. Zira, merkez bankalarının enflasyonu çok kısa süreler içinde kontrol etmesinin zorluğu dikkate alındığında, hedef ufkunun çok kısa olmasının, olası şoklarda hedeflerin kolayca aşılmasına neden olacağı ve para politikasının manevra alanını daraltacağı bilinmektedir. Bu durum, para politikasının güvenilirliğini riske atarak, hem üretimde hem de politika araçlarında aşırı oynaklığa neden olabilmektedir. Diğer taraftan, hedeflerin çok uzun süreli olarak tanımlanmasının da inandırıcılığı düşük olabilmektedir.⁴ Ancak, enflasyonu hali hazırda düşük düzeye indirmiş ve bu düzeylerde uzun süre korumuş ülkelerde (İsveç, Norveç, İngiltere gibi) süresiz hedef oluşturulması mümkün olmaktadır. Sonuç olarak, ülkeler, içinde buldukları iktisadi şartlara bağlı olarak yıllık, bir kaç yıllık ya da süresiz hedefler belirleyebilmektedir.

(iv) Hedefin Belirlenmesi

Tüketici Fiyat Endeksinin ölçümündeki yukarı yönlü yanlılık eğilimi dikkate alındığında hedefin sıfırın üzerinde bir seviyede tanımlanması genel kabul görmektedir. Bu eğilim, genelde tüketicilerin, fiyatları artan malları daha düşük fiyatlı mallar ile ikame etme alışkanlıklarından kaynaklanmaktadır. Buna ilaveten, zaman içinde malların kalitesindeki artıştan kaynaklanan fiyat ayarlamaları yapılmaktadır. Bu ayarlamalar Tüketici Fiyat Endeksinin artmasına yol açmakla birlikte, enflasyon olarak değerlendirilmemekte ve bir çok ülkede enflasyon ölçülürken kalite düzeltmesi yapılmaktadır. Ancak, kalite düzeltmesinin sağlıklı olarak yapılması konusunda güçlükler bulunmaktadır.

Bunun yanı sıra, bir takım iktisadi katılıklar da sıfırdan farklı bir enflasyon oranının hedeflenmesini gerektirmektedir. Örneğin, reel ücretler, aşağı yönlü olarak katılık göstermekte ve iş gücüne olan talep azaldığında düşmemektedir. Ayrıca, sıfıra yakın bir enflasyon oranı, nominal faiz oranlarının da çok düşük olmasına neden olacağından, olası bir ekonomik daralma durumunda merkez bankasının kısa vadeli faizleri etkin olarak kullanabilmesini engelleyecektir (likidite tuzağı).

⁴ Bernanke ve diğ. (1999) bu süreyi dört yıldan fazla olarak tanımlamaktadır.

Bu çerçevede, gelişmiş ülkeler, genel olarak ortalama yüzde 2 ile 3 arası bir enflasyon oranını hedeflemektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise ekonomi için en uygun enflasyon oranının ne olduğu hususunda ortak kabul gören bir rakam bulunmamaktadır (Bkz. Tablo 3). Ancak, gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek (yüzde 4 ila 8 arası gibi) bir enflasyon oranının hedeflenmesi ve sık karşılaşılan şoklara karşı daha geniş belirsizlik aralıklarının oluşturulması gerektiği konusunda genel bir yaklaşım bulunmaktadır (Masson ve diğ., 1997).

(v) Enflasyon Hedeflemesinde Hükümetlerin Rolü

Enflasyon hedeflemesi rejimine ilişkin akademik yazında, merkez bankasının araç bağımsızlığının sağlanması, enflasyon hedeflemesine geçmeden önce yerine getirilmesi gereken şartlar arasında ilk sıralarda yer almaktadır. Araç bağımsızlığı, merkez bankasının para politikasının nihai amacına ulaşmak için uygulayacağı politikayı ve kullanacağı araçları, hükümetin ya da başka herhangi bir kurumun müdahale ya da onayı olmaksızın, özgürce seçebilmesini ifade etmektedir. Ayrıca, enflasyon hedeflemesinin başarılı olarak uygulanabilmesi için para politikasının birincil amacının fiyat istikrarının sağlanması olarak kanunlarca belirlenmesinin de gerekli olduğu belirtilmektedir (Schaechter ve diğ. 2000, Carare ve diğ. 2002). Bu çerçevede, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde merkez bankası kanunu fiyat istikrarını birincil amaç olarak tanımlamaktadır. Ancak, hedeflenecek enflasyonun kimin tarafından belirleneceği konusunda farklı uygulamalara rastlanmaktadır.

Debelle ve Fischer (1994), hedefin belirlenmesinde hükümetin de payının olmasının, gerek hükümetlerin halkın tercihlerini temsil ediyor olması, gerekse siyasi otoritenin hedefleri sahiplenmesini sağlaması açısından oldukça faydalı olacağına işaret etmektedir. Hedeflerin belirlenmesinde hükümetlerin önemli rol oynamasının dezavantajı, hükümetlerin genellikle daha kısa vadeli bakış açısına sahip olmaları ve bunun toplum için en uygun seviyenin üstünde bir enflasyon oranını arzulamalarına yol açması olasılığıdır. Ancak bu durumun, hedefin belirlenme aşamasında merkez bankasının da aktif olarak sürece katılması ya da kamuoyunu ve hükümeti açıkça enflasyonun sonuçlarına ilişkin olarak uyarması ile aşılabileceği belirtilmektedir.

Ülke uygulamaları incelendiğinde, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerinin tamamında merkez bankasına araç bağımsızlığı tanındığı ve merkez

bankası kanununda fiyat istikrarının genelde birincil hedef olarak belirlendiği göze çarpmaktadır. (Tablo 2).

Tablo 2. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulayan Ülkelerde MB Bağımsızlığı

	Yasadaki Amaç	Politika Araçlarını Belirleyen Taraf
Hedefin Hükümet Tarafından Belirlendiği Ülkeler		
Brezilya	Enflasyon hedefi	Merkez bankası
İngiltere	Fiyat istikrarı	Merkez bankası
İsrail	Fiyat istikrarı	Merkez bankası
Norveç	Düşük-istikrarlı enf.	Merkez bankası
Hedefin Hükümet ve Merkez Bankası Tarafından Ortak Belirlendiği Ülkeler		
Avustralya ⁽¹⁾	Çoklu amaç	Merkez bankası ⁽²⁾
Çek Cumhuriyeti ⁽¹⁾	Fiyat istikrarı	Merkez bankası
Endonezya	Paranın istikrarı	Merkez bankası
Filipinler	Fiyat istikrarı	Merkez bankası ⁽²⁾
Güney Afrika	Paranın istikrarı	Merkez bankası
İzlanda ⁽¹⁾	Fiyat istikrarı	Merkez bankası
Kanada ⁽¹⁾	Çoklu amaç	Merkez bankası
Kore	Fiyat istikrarı	Merkez bankası
Macaristan	Fiyat istikrarı	Merkez bankası
Romanya	Fiyat istikrarı	Merkez bankası
Türkiye	Fiyat istikrarı	Merkez bankası
Yeni Zelanda ⁽¹⁾	Fiyat istikrarı	Merkez bankası
Hedefin Merkez Bankası Tarafından Belirlendiği Ülkeler		
İsveç	Fiyat istikrarı	Merkez bankası
İsviçre	Fiyat istikrarı	Merkez bankası
Kolombiya	Fiyat istikrarı	Merkez bankası ⁽²⁾
Meksika	Fiyat istikrarı	Merkez bankası
Peru	Parasal istikrar	Merkez bankası ⁽²⁾
Polonya	Fiyat istikrarı	Merkez bankası
Şili	Fiyat ve Finansal istikrar	Merkez bankası
Slovakya	Fiyat istikrarı	Merkez bankası
Tayland	Parasal istikrar	Merkez bankası

Kaynak: Heenan ve diğerleri (2006), Tuladhar (2005), merkez bankası İnternet siteleri.

(1) Hedef, kamuya açıklanan bir anlaşma ya da hükümet direktifi ile belirlenmekte.

(2) Hükümet, para politikası kurulunda yer alan ve oy verme hakkı bulunan temsilci ya da temsilcileri aracılığıyla karar alma sürecine dahil olmaktadır.

Diğer taraftan, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin büyük bir çoğunluğunda hükümetin hedeflerin belirlenmesinde söz sahibi olduğu görülmektedir. Hedefler, dört ülkede hükümet tarafından belirlenmekte, on iki ülkede ise hükümet ve merkez bankasının ortak olarak belirlenmektedir.⁵ Brezilya, İngiltere, İsrail ve Norveç'te hedef yalnızca hükümet tarafından belirleniyor olmakla beraber, bu ülkelerde hedefi

⁵ Diğer taraftan, hedef bağımsızlığına sahip olduğu gözlenen yükselen ekonomilerin bir çoğunda kanunen hedef bağımsızlığı bulunsa da hükümetlerin önemli ölçüde etkisi olabilmektedir. Örneğin üst yönetim (Kolombiya'da olduğu gibi) hükümet temsilcilerini içerebilmekte ya da (Tayland'da olduğu gibi) ilgili bakanın merkez bankası üzerinde geniş yetkileri bulunabilmektedir.

belirleme sürecinde merkez bankaları aktif olarak sürece müdahil olmaktadır (Schaechter ve diğ., 2000).

(vi) Nokta Hedef ve Hedef Bandı

Para politikasının enflasyonu etkileme derecesine ilişkin belirsizlikler ve tahmin edilemeyen gelişmeler nedeniyle, enflasyonun belirli ölçülerde hedeften sapması normal karşılanmalıdır. Ancak, enflasyon beklentilerinin yönetilmesi açısından bu sapmanın yüksek boyutlarda olmaması gerekmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları, hedeften sapmalara ne ölçüde izin verileceğine dair bir fikir vermek amacıyla, hedef etrafında bir bant oluşturmakta ya da enflasyon hedefinin doğrudan bir aralık olarak tanımlamaktadır. Aralığın genişliği, enflasyonun orta noktadan ne büyüklükte bir sapma göstermesi durumunda hesap verebilirlik mekanizmasının devreye gireceğini ifade etmektedir.

Hedef aralığının geniş tutulması, olası şoklara karşı para politikası kararlarında daha esnek davranabilme imkanı sağlamaktadır. Diğer taraftan, nispeten dar bir aralığın tanımlanması ya da hedefin yalnızca bir nokta olarak ilan edilmesi, kamuoyunca daha kolay anlaşılabilir olması nedeniyle iletişim açısından daha avantajlı görülmektedir. Nokta hedefler, merkez bankasının hedefine ulaşmaktaki taahhüdünü daha açık şekilde göstermekte ve beklenti yönetimi konusunda daha etkin sonuç vermektedir. Ancak, enflasyonun nokta hedefle birebir uyumlu gerçekleşmesi olasılığının sıfıra yakın olduğu düşünüldüğünde, merkez bankasının itibarının olumsuz etkilenmemesi açısından nokta hedefin iletişiminin iyi yapılması kritik önem taşımaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkeler içinde 15 ülkede nokta hedef ilan edilmekte ve bu hedef bir belirsizlik aralığı ile birlikte duyurulmakta iken, geri kalan 12 ülkede enflasyon hedefi bir aralık olarak ilan edilmektedir (Tablo 3).

Tablo 3. 2008 Yılı Enflasyon Hedefleri ve Belirsizlik Aralıkları

Ülke	Nokta Hedef (Yüzde)	Hedef Bandı (Yüzde)	Belirsizlik Aralığı (Yüzde)
Gelişmiş Ülkeler			
Avustralya	-	2-3	-
İngiltere	2	-	-/+ 1
İsveç	2	-	-/+1
İsviçre	-	0-2	-
İzlanda	2,5	-	-/+1,5
Kanada	-	1-3	-
Norveç	2,5	-	-/+1
Yeni Zelanda	-	1-3	-
Gelişmekte Olan Ülkeler			
Brezilya	4,5	-	-/+2
Çek Cumhuriyeti	3	-	-/+1
Endonezya	5	-	-/+1
Filipinler	-	5-6	-
Gana	-	6-8	-
Guatemala	5,5	-	-/+1,5
Güney Afrika	-	3-6	-
İsrail	-	1-3	-
Kolombiya	-	3,5-4,5	-
Kore	3	-	-/+0,5
Macaristan	3	-	-/+1
Meksika	3	-	-/+1
Peru	2	-	-/+1
Polonya	2,5	-	-/+1
Romanya	4	-	-/+1
Slovakya	-	0-2	-
Şili	-	2-4	-
Tayland	-	0-3,5	-
Türkiye	4	-	-/+2

Kaynak: Merkez Bankaları İnternet Siteleri

Sonuç itibarıyla, enflasyon hedefi etrafında belirlenecek olan belirsizlik aralığının genişliği ülkelerin dinamiklerine göre farklılıklar göstermekle birlikte, ülkelerin büyük bir kısmında bu aralık her iki yönde simetrik olarak yüzde 1 olarak belirlenmiştir (Tablo 3). Diğer taraftan, Türkiye ve Brezilya gibi sık sık dışsal arz şoklarına maruz kalan ülkeler için orta nokta etrafında daha geniş bir aralık tanımlanmasına ihtiyaç duyulmuştur.

Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

(i) Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Beklenti Yönetiminin ve Şeffaflığın Önemi

Enflasyon hedeflemesi rejiminin yaygınlaşması ile, merkez bankaları politika uygulamalarında şeffaflığa daha önceki hiç bir dönemde olmadığı kadar önem

vermeye başlamıştır. Bu sürecin yaşanmasının en önemli nedeni, enflasyon hedeflemesi rejiminin performansının büyük ölçüde “beklenti yönetiminde” sağlanan başarıya bağlı olmasıdır. Bir diğer ifadeyle, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı, Merkez Bankası’nın kamuoyu nezdinde inandırıcılık kazanarak, iktisadi birimlerin kararlarını geçmiş dönem enflasyonundan ziyade para politikasının hedefleri doğrultusunda şekillendirmelerini sağlayabilme yetisine bağlıdır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankasının kısa vadeli faizleri kullanarak piyasa faizlerini ve varlık fiyatlarını etkileme gücüne sahip olması kritik önem taşımaktadır. Uzun dönemli faiz oranları merkez bankasının ilan etmiş olduğu kısa vadeli faiz oranlarına ilişkin beklentileri yansıttığından para politikasının şeffaf ve öngörülebilir olması gerekmektedir. Özel sektörün beklentileri ayrıca, fiyatlama davranışlarını ve dolayısıyla enflasyon oranlarını etkilemektedir (Svensson, 2007). Bu nedenlerle, para politikası aktarım mekanizması açısından özel sektörün beklentilerinin etkin bir şekilde yönetilmesi büyük önem taşımaktadır.

Merkez bankalarının enflasyon beklentilerini yönetebilme gücü, bankanın itibarı ile doğrudan ilgilidir. Yüksek seviyede itibar sağlamış bir merkez bankasının enflasyonla mücadelesinin maliyeti daha düşük olmaktadır. Bu çerçevede, şeffaf ve inandırıcı olarak hazırlanmış ve teknik kapasitesi yüksek analizlere dayanan para politikası raporları, merkez bankalarının itibarının tesis edilmesi açısından kritik öneme sahiptir (Svensson, 2007).

(ii) Temel İletişim Aracı: Enflasyon Raporu

Hesap verebilirlik ve şeffaflık enflasyon hedeflemesi rejiminin temel unsurlarıdır. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerde merkez bankalarının yayımladığı düzenli raporlar kamuoyu ile iletişimin önemli bir ayağını oluşturmaktadır. Bu raporların başında, Enflasyon Raporu (ya da bu rapor ile aynı işlevi taşıyan “para politikası raporu”) gelmektedir. Söz konusu raporun içeriği, ilgili ülkelerin ihtiyaçlarına ve kendilerine özgü şartlarına göre değişiklik göstermekle birlikte, bu raporlar, genelde ülke ve dünya ekonomilerinin durumuna ilişkin değerlendirmeleri, merkez bankasının geçmiş dönemdeki enflasyon performansına ve bunun altında yatan nedenlere bakışını, alınan para politikası kararlarının gerekçelerini, bankanın

enflasyon tahminleri ile bu tahminlere temel oluşturan varsayımları ve enflasyon görünümüne ilişkin risk unsurlarını içermektedir.

(iii) Tahmin Hedeflemesi ve Tahminlerin Sunumu

Enflasyon hedeflemesi rejimi aynı zamanda “tahmin hedeflemesi” olarak da adlandırılmaktadır. Para politikası kararlarının enflasyon üzerindeki etkileri gecikmeli olarak görüldüğünden, para politikasının enflasyon tahminlerine yönelik oluşturulması daha etkin bir yöntem olarak değerlendirilmektedir. Bu çerçevede, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması, tahminlere önemli bir rol yüklemekte ve politika kararları alınırken tahminlerin hedeflerle uyumuna dikkat edilmektedir (Svensson, 2007). Enflasyon raporlarında enflasyon görünümünün sunuş şekli ülkeden ülkeye önemli farklılıklar göstermektedir. Brezilya, Şili, İsveç, Türkiye ve İngiltere gibi ülkeler, takip eden belirli bir döneme ilişkin sayısal enflasyon tahminlerini grafiksel olarak sunarken, bazı ülkeler enflasyon görünümüne ilişkin yüksek belirsizliği dikkate alarak sadece niteliksel açıklamalar ile yetinmekte ya da bir patika vermek yerine 12 veya 24 ay sonrasına ilişkin nokta bir tahmin sunmaktadır (Schaechter ve diğ., 2000).

(iv) Gelecek Dönem Faiz Patikasının Sunumu

Şeffaflık ilkesinde nereye kadar gidilebileceği son zamanlarda yaygın bir tartışma konusu olmuştur. Enflasyon hedeflemesinin ilk aşamalarında geleneksel olarak merkez bankaları, enflasyon tahminlerini sunarken sabit faiz patikası açıklamaktaydı. Bugün ise, Norveç, İsveç ve Yeni Zelanda gibi giderek artan sayıda ülke, enflasyon tahminlerini sunarken, bu tahminlere baz oluşturan, gelecekte uygulamayı öngördükleri faiz patikasını rakamsal olarak açıkça ilan etmektedirler. Ancak, gelişmekte olan ülkeler açısından bakıldığında, gerek bu ülkelerde faiz patikasının öngörülebilir olmaması ve sık sık revize ediliyor olması, gerekse bu ülkelerin spekülasyonlara daha açık olması nedeniyle böyle bir uygulamanın yaygın olmadığı görülmektedir. Bunun yerine, Türkiye'nin de içinde bulunduğu bir çok ülke, öngörülen faiz patikasını niteliksel olarak ifade etmektedir.

(v) Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Karar Alma Mekanizması

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde seçilen temel politika aracının, politika yapıcıların niyetini en iyi şekilde yansıtan ve para politikasının iletişimine yardımcı

olan para piyasaları göstergesi olması gerekmektedir. Bu çerçevede, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin tamamı, temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır.

Para politikası uygulamalarında şeffaflık ilkesi, para politikası kararlarının, olağan dışı durumlar yaşanmadığı sürece, önceden ilan edilen tarihlerde alınması uygulamasını beraberinde getirmiştir. Bugün enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankalarının neredeyse tamamında merkez bankasının yılda kaç kez ve hangi tarihlerde yeni bir para politikası kararı alacağına ilişkin bir takvim önceden ilan edilmektedir (Tablo 4). Karar alma süreci de bir çok ülkede şeffaflaştırılmış ve aynı zamanda kararlar İsrail ve Yeni Zelanda dışındaki tüm ülkelerde para politikası kurullarınca genellikle oylama yolu ile alınmaya başlanmıştır (Erhart ve Vasquez-Paz, 2007). Ülkelerin büyük bir kısmında, alınan politika kararları aynı gün içinde kararın gerekçesi ile birlikte ilan edilmektedir (Tablo 4). Ek olarak, bazı ülkelerde kararın alınmasından bir süre sonra karara ilişkin gerekçenin daha detaylı olarak kamuoyu ile paylaşılması uygulaması bulunmaktadır. Bunun yanı sıra, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, İngiltere ve İsveç gibi az sayıda ülkede, gecikmeli olarak da olsa, para politikası kurulu toplantılarının tutanakları yayımlanmaktadır.

Tablo 4. Karar Alma Mekanizması ve Kararın Açıklanması Uygulamaları

	Karar Alma Organı	Toplantı sayısı	Faiz kararı duyurusu	Toplantı Özetleri / Tutanakları Açıklanıyor mu?	Toplantı özetleri tarihi
Avustralya	Banka Kurulu	11	1 gün sonra	Hayır	-
Brezilya	Para Politikası Kurulu	8	Aynı gün	Evet	8 gün sonra
Çek Cum.	Banka Kurulu	12	Aynı gün	Evet	8 gün sonra
Endonezya	Başkanlar Kurulu	12	Aynı gün	Evet	Düzensiz
Filipinler	Para Kurulu	11	Aynı gün	Hayır	-
G. Afrika	Para Politikası Kurulu	6	Aynı gün	Evet	Aynı gün
İngiltere	Para Politikası Kurulu	12	Aynı gün	Evet	13 gün sonra
İsrail	Başkan	12	Aynı gün	Evet	2 hafta sonra
İsveç	Yönetim Kurulu	7-8	1 gün sonra	Evet	2 hafta sonra
İsviçre	Yönetim Kurulu	4	Aynı gün	Evet	Aynı gün
İzlanda	Başkanlar Kurulu	6-7	1 gün sonra	Hayır	-
Kanada	Yönetim Konseyi	8	1 gün sonra	Hayır	-
Kolombiya	Direktörler Kurulu	-	-	Hayır	-
Kore	Para Politikası Kurulu	12	Aynı gün	Hayır	-
Macaristan	Para Konseyi	12	Aynı gün	Evet	Bir sonraki faiz kararından önce
Meksika	Başkanlar Kurulu	12	Aynı gün	Hayır	-
Norveç	Yönetim Kurulu	9	Aynı gün	Hayır	-
Peru	Direktörler Kurulu	12	Aynı gün	Hayır	-
Polonya	Para Konseyi	12	Aynı gün	Hayır	-
Romanya	Direktörler Kurulu	8	Aynı gün	Hayır	-
Slovakya	Banka Kurulu	12	Aynı gün	Evet	Aynı gün
Şili	Yönetim Kurulu	12	Aynı gün	Evet	Bir sonraki toplantıdan beş gün önce
Tayland	Para Politikası Kurulu	8	Aynı gün	Hayır	-
Türkiye	Para Politikası Kurulu	12	Aynı gün	Evet	8 gün sonra
Yeni Zelanda	Başkan	8	1 gün sonra	Hayır	-

Kaynak: Merkez Bankaları İnternet Siteleri

(vi) Kamuoyu ile İletişimin Diğer Unsurları

Merkez bankalarının kamuoyu ile iletişiminin diğer unsurları basın toplantıları, sunumlar, düzenlenen kongre ve çalıştaylar, çalışma tebliğleri ve teknik raporlar olarak sayılabilir. Enflasyon hedeflemesi yapan bir merkez bankası ayrıca, kamuoyunu merkez bankasının neyi yapıp neyi yapamayacağı gibi hususlarda eğitmekle sorumludur (Bernanke ve diğ., 1999). Böylece kamuoyunun süreci anlaması ve hatta politika sürecine katılması mümkün olabilecek ve bu da hem merkez bankasının hesap verebilirliğini artırırken hem de enflasyon hedeflemesinin etkinliğini güçlendirecektir.

Özetle, enflasyon hedeflemesi rejiminde şeffaflığın büyük önem taşıdığı ve bu nedenle oldukça ileri seviyede olması gerektiği herkes tarafından kabul görmektedir.

Ancak, uygulama alanında şeffaflık derecesi ülkelerin ihtiyaçlarına göre şekillenmektedir. Örneğin, Yeni Zelanda, Şili ve İsrail gibi bazı merkez bankaları enflasyon tahminlerini üretirken kullandıkları modeli yayımlayacak kadar şeffaflaşma yoluna giderken, bir çok gelişmekte olan ülke, yapısal dönüşüm ve veri yetersizliği gibi unsurların model belirsizliğini yüksek düzeylerde tutması nedeniyle bunu tercih etmemektedir.

(vii) Hesap Verebilirlik

Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan merkez bankalarının tamamının araç bağımsızlığı bulunmaktadır. Araç bağımsızlığına sahip olmak, söz konusu merkez bankalarının sorumsuzca davranmaları anlamına gelmemektedir. Aksine, daha fazla bağımsızlık, daha fazla hesap vermeyi gerektirmektedir. Bu çerçevede, hesap verebilirlik ilkesinin hayata geçirilmesi, enflasyon hedeflemesi rejiminin kaçınılmaz ilkelerinden biri olmuştur. Geçmiş dönemlerde, gerek açık hedeflerin olmaması, gerekse merkez bankalarının faaliyetlerinin şeffaflık içinde yürütülüyor olması, merkez bankalarının hesap verme ilkesine gereken önemi vermemelerine neden olmuştur. Ancak, enflasyon hedeflemesi rejiminde, ilan edilen açık hedefler ve giderek artan bir şeffaflıkla hazırlanan raporlar, kamuoyunun para politikası gelişmelerini ve bu gelişmelerin sonuçlarını daha iyi anlayabilmelerine olanak sağlamakta ve merkez bankası faaliyetlerini kamuoyunun ve hükümetlerin denetlemesine imkan tanımaktadır.

Günümüzde, yüksek seviyede bir hesap verebilirlik ilkesinin hayata geçirilmesi enflasyon hedeflemesi rejiminin kendine özgü ve olmazsa olmaz bir özelliği olarak kabul edilmektedir. Bu durum, merkez bankalarını da ilan edilen hedeflere ulaşma konusunda teşvik etmektedir. Her ne kadar enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin tamamı bu ilkenin işleyişine sadık kalıyor olsa da, tasarlanan hesap verme mekanizmaları farklılıklar göstermektedir. Örneğin, Yeni Zelanda’da Merkez Bankası’na Başkan ataması gerçekleştirildiğinde, ya da mevcut Başkan yeniden atandığında, Başkan ile Maliye Bakanı arasında “Politika Hedefi Anlaşması (Policy Target Agreement)” olarak adlandırılan bir metin imzalanmakta ve Merkez Bankası Başkanı’nın sorumlulukları belirlenmektedir. Kanun, ayrıca, Maliye Bakanı’na gerekli görmesi halinde Merkez Bankası Başkanı’nı görevden alma konusunda geniş

yetkiler tanımaktadır.⁶ Diğer taraftan, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin çok büyük bir bölümünde olası sapmalardan merkez bankası başkanı değil kurum olarak merkez bankası sorumlu tutulmaktadır. Bu ülkelerin bir bölümünde, enflasyonun hedeflerden belirgin olarak sapması ya da sapması olasılığının ortaya çıkması halinde, bu durumun nedenleri ve enflasyonun tekrar hedefe yaklaşması için alınan tedbirler hükümete hitaben yazılacak olan bir “açık mektup” aracılığıyla kamuoyu ile paylaşılmaktadır. Diğer bir grup ülke ise enflasyonun hedeften sapmasının nedenlerini ve sapmaya karşı alınacak önlemleri açık mektuptan ziyade enflasyon raporu aracılığıyla kamuoyuna duyurmaktadır.

Merkez bankaları ayrıca, genelde başkanları aracılığıyla, ülkelerinin parlamento ve/veya bakanlar kurulu gibi organlarına faaliyetlerini düzenli olarak sunmak ve dolayısıyla hesap vermek durumundadır. Bunlara ilaveten, bir çok merkez bankası hesaplarını bağımsız denetim firmalarına denetletirmektedir. Bütün bunlar hesap verebilirlik ilkesini destekleyici unsurlar olarak uygulanmaktadır.

B. Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Geçiş için Temel Ön Koşullar

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için çok sayıda ön koşulun varlığından söz edilmektedir. Bu koşullar, temel olarak dört kategoride toplanmaktadır (Batini ve Laxton, 2006 ve Batini ve diğ., 2006):

(i) *Kurumsal bağımsızlık.* Daha önceki bölümlerde ifade edildiği gibi, enflasyon hedeflemesi rejiminin sağlıklı olarak uygulanması ve başarıya ulaşabilmesi için merkez bankasının kanuni ve fiili olarak araç bağımsızlığına sahip olması gerekmektedir. Zira, merkez bankalarının almış oldukları faiz kararlarının kısa vadede üretim, istihdam, ihracat, döviz kuru gibi değişkenler üzerinde olumsuz etkide bulunma potansiyeli dikkate alındığında, merkez bankalarının gerek kamuoyundan, gerekse kısa vadeli istihdam-enflasyon ödünleşiminden faydalanmak isteyen politikacılardan gelecek baskılarla karşılaşması sık rastlanabilen bir durumdur. Bu durumda, merkez bankasının hiç bir etki altında kalmaksızın politika araçlarını uzun

⁶ Bugüne kadar böyle bir görevden uzaklaştırma durumu gerçekleşmemiş olmasına rağmen, hedeflere ulaşamamasında temel sorumluluğun Banka tarafından değil Başkan tarafından üstlenildiği görülmektedir.

vadeli hedefler doğrultusunda kullanacağı garanti edilmelidir. Aksi takdirde, ilan edilen hedeflerin ekonomik birimler nezdinde inandırıcılığı bulunmayacaktır.

(ii) *Gelişmiş analitik kapasite ve teknik altyapı.* Enflasyon hedeflemesi rejimine yöneltilen temel eleştirilerden birisi, bu rejimin kurumsal ve teknik gereksinimleri açısından oldukça maliyetli olması ve hatta bir çok gelişmekte olan ülke açısından uygun olmamasıdır. Nitekim, Eichengreen (1999), aralarında daha sonra enflasyon hedeflemesi rejimine geçen bazı ülkelerin de bulunduğu bir çok gelişmekte olan ekonomide teknik kapasitenin ve merkez bankası bağımsızlığının ciddi olarak yetersiz olduğunu ve bu ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçmesinin uygun olmayacağını ifade etmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin veri gereksinimi, alternatif rejimlere kıyasla daha fazladır (Batini ve diğ., 2006). Bu bağlamda, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi rejimindeki başarısı, bankanın ekonomik ve finansal verilere, analitik kapasiteye, tahmin üretme ve modelleme kapasitesine ve aktarım mekanizmasına ilişkin yeterli bilgiye sahip olması ile yakından ilgilidir. Enflasyon tahminlerinin, enflasyon hedeflemesi rejimi açısından rolü dikkate alındığında, tüm bu unsurların kritik önem taşıdığı ortaya çıkmaktadır.

(iii) *Ekonomik Yapı.* Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıyla uygulanabilmesi için, yönetilen/yönlendirilen fiyatların tüketici fiyat endeksi içindeki payının düşük olması, ekonominin emtia fiyatları ve döviz kuruna karşı çok hassas olmaması ve dolarizasyonun düşük seviyede olması önem taşımaktadır. Bunların yanı sıra, maliye politikalarının enflasyon hedeflemesi rejimini desteklemesi ya da en azından söz konusu rejimin işleyişine engel olmayacak şekilde yürütülmesi gerektiği ifade edilmektedir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejiminin etkin bir şekilde yürütülmesi için kamu maliyesinde disiplinin sağlanmış olması ve kamu borç dinamiklerinin kontrol altında olması önem taşımaktadır.

(iv) *Sağlıklı bir finansal sistem.* Parasal aktarım mekanizmasının iyi çalışması ve enflasyon hedeflemesinin başarıyla uygulanabilmesi için finansal istikrarın belirli ölçüde sağlanmış olması gerekmektedir. Bu çerçevede, bankacılık sektörünün güçlü olması ve sermaye piyasalarının gelişmişliği büyük önem taşımaktadır.

Bütün bunların yanında, enflasyon hedeflemesi rejimini uygularken enflasyon hedefine ilave olarak herhangi bir başka nominal hedefin bulunmaması gerekmektedir. Kuşkusuz, döviz kurlarının seyrinin enflasyon ve toplam talep üzerinde etkili olduğu özellikle gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hareketlerinin göz ardı edilmesi mümkün olmamaktadır. Ancak burada önemli olan husus, merkez bankasının döviz kurunun seviyesine ilişkin bir hedefi olduğu izlenimini verecek politikalardan kaçınmasıdır.

Tüm bu ön koşullar, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmeden önce kesin olarak sağlanması gereken kurallar olarak düşünülmemelidir. Nitekim, bir çok ülke, enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya bu ön koşulların bir kısmından yoksun olarak başlamış ve şartların bir bölümünü zaman içinde iyileştirmiştir.

II. Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Rejimi

A. Giriş

Son yıllarda giderek artan sayıda gelişmekte olan ülke enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamıştır. Bu ülkelerde genelde kurumsal gelişmişlik düzeyinin düşük olması ve para politikası aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizliklerin yüksek olması gibi hususlar, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliğine dair soruları gündeme getirmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin performansına ilişkin yapılan çalışmaların bir çoğu, bu para politikası stratejisinin hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkeler açısından olumlu sonuçlar doğurduğunu ortaya koymaktadır.⁷ Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerde ortalama enflasyonun her iki ülke grubu için de, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesinden önceki dönemlere kıyasla düştüğü gözlemlenmektedir. Bunun yanı sıra, enflasyon hedeflemesi rejimi, özellikle, enflasyon beklentilerinin yönetilmesinde ve dolayısıyla istikrara kavuşturulmasında önemli katkılar sağlamaktadır (Levin ve diğ., 2004).

Gelişmekte olan ülkeler grubu incelendiğinde ise, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin enflasyon ve enflasyon beklentilerini yönetmekte alternatif rejimleri uygulayan ülkelere kıyasla daha başarılı olduğu görülmektedir. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasının iktisadi faaliyet üzerinde olumsuz bir etkisine rastlanmamaktadır. Bunun yanı sıra, enflasyon hedeflemesi rejimi altında, faiz oranlarının, döviz kurlarının ve uluslararası rezervlerin oynaklığının azaldığı ve döviz kuru krizlerinin yaşanması olasılığının düştüğüne dair bulgular mevcuttur (Batini ve Laxton, 2006). Diğer yandan, enflasyon hedeflemesi rejiminin belirgin bir avantaj getirmediğine dair ampirik bulgular da bulunmaktadır (Ball ve Sheridan, 2003).

Enflasyon hedeflemesinin getirdiği bir çok avantaja rağmen, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejiminin tasarlanmasına ve uygulanmasına ilişkin

⁷ Bernanke ve diğ. (1999); Corbo ve diğ. (2002); Mishkin ve Schmidt-Hebbel (2002; 2007); Fraga ve diğ. (2003); Batini ve Laxton (2006); Allen ve diğ. (IMF-2006); Mishkin (2006).

önemli zorluklarla karşılaşmaktadır. Bu zorluklar, genel olarak, çalışmanın birinci kısmının son bölümünde değinilen “ön koşulların” tam olarak sağlanmamasından kaynaklanmaktadır. Calvo ve Mishkin (2003) geliştirmekte olan ülkelerin (i) güçsüz mali kurumlar, (ii) güçsüz finansal kurumlar ve gelişmemiş finansal piyasalar, (iii) merkez bankası itibarının yeterli olmaması, (iv) yükümlülük dolarizasyonu ve (v) ani sermaye çıkışlarına karşı savunmasızlık gibi enflasyon hedeflemesini güçleştiren sorunlar yaşadığını öne sürmektedir. Her ne kadar gelişmiş ülkelerin bu unsurlardan tamamen arınmış olduklarını söylemek mümkün olmasa da, bu sorunların geliştirmekte olan ülkelerdeki varlığı çok daha ciddi boyutlara varmakta ve enflasyon hedeflemesi rejiminin tasarlanmasını daha karmaşık hale getirmektedir. İzleyen bölümlerde, geliştirmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde karşılaşılan temel zorluklar detaylı olarak incelenmektedir.

B. Parasal Aktarım Mekanizmasına İlişkin Sorunlar

Enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikasının temel aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır. Merkez bankaları, kısa vadeli faiz oranlarını kullanarak ekonomi üzerinde çeşitli kanallardan etkili olmayı amaçlamaktadır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejiminde parasal aktarım mekanizması, merkez bankasının kısa vadeli faizleri kullanarak enflasyonu hangi kanallardan ve ne ölçüde etkilediği bilgisini içermektedir. Bu çerçevede, etkin bir para politikası uygulanabilmesi için, politika kararlarının ekonomi üzerindeki etkilerine ve bu etkilerin hangi sürede ve ne kadar büyüklükte gerçekleşeceğine dair yeterli bilgiye sahip olunması büyük önem taşımaktadır. Diğer bir ifadeyle, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde para politikasının tasarlanması ve bunun etkin bir şekilde uygulanabilmesi için, parasal aktarım mekanizmasının anlaşılması gerekmektedir.

Aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikler sadece geliştirmekte olan ülkeler için değil gelişmiş ülkeler için de zaman zaman sorun teşkil etmektedir. Ancak, geliştirmekte olan ülkelerde aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikleri artıran ve para politikasının etkinliğini sınırlayan bazı ek unsurlar bulunmaktadır:

(i) Veri Sıkıntısı ve Ekonomideki Yapısal Değişiklikler

Gelişmekte olan ülkeler, genel olarak, hem güncel veri tabanının genişliği açısından, hem de üretilen verinin kalitesi bakımından gelişmiş ülkelere kıyasla oldukça geride kalmaktadır (Batini ve diğ., 2006; Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2007). Buna ilaveten, bu ülkelerde, makroekonomik ve finansal sistemin genel özelliklerinin iyi anlaşılması durumunda dahi, ekonominin yapısına ve ekonomik parametrelere ilişkin mevcut bilgi daha belirsiz ya da istikrarsız olabilmektedir. Bu durum, gelişmekte olan ülkelerin sürekli bir dönüşüm içinde olmasından ve bu ekonomilerde sık sık yapısal kırılmalar yaşanmasından kaynaklanmaktadır. Nitekim, gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlanması genellikle bir çok ekonomik reformu kapsayan büyük bir paketin parçası olarak gündeme gelmektedir. Bu durum, ekonomik değişkenler arasındaki dinamiği değiştirmekte ve olası politika kararlarının ekonomi üzerindeki etkisini tahmin etmeyi güçleştirmektedir. Sonuç olarak iktisadi değişkenler arasındaki ilişkinin zaman içinde belirgin bir şekilde farklılaştığı ülkelerde (ilişkilerin nispeten daha istikrarlı olduğu gelişmiş ülkelere kıyasla) enflasyon hedeflemesinin uygulanması daha güç olmaktadır.

(ii) Mali Baskınlık

Gelişmekte olan ekonomilerin yüksek borç stokuna sahip olması ve bu ülkelerde vadelerin kısa olması, para politikasının etkinliğini zayıflatabilmekte ve aktarım mekanizmasının işleyişini çeşitli yönlerden kısıtlayabilmektedir. Bu duruma akademik yazında “mali baskınlık” adı verilmektedir. Enflasyonla mücadelenin ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşması için istikrarlı, disiplinli ve güvenilir maliye politikalarının uygulanması gerekmektedir.

Geleneksel aktarım mekanizmasına göre merkez bankaları, kısa vadeli faiz oranlarını değiştirerek toplam talep koşullarını ve dolayısıyla enflasyonu etkilemeyi amaçlamaktadır. Bunun yanı sıra, açık ekonomilerde, merkez bankasının faiz oranlarını artırmasının, yerli para cinsinden varlıklara talebi artıracığı için, döviz kurunun değerlenmesine yol açacağı ve böylece enflasyonda düşüşe neden olacağı öngörülmektedir. Ancak, borç stokunun önemli bir bölümünün döviz cinsinden ya da dövize endekli olduğu veya yatırımcıların riskten kaçınma eğilimlerinin yüksek olduğu bir ortamda faiz oranlarının artması, borç yükünün daha da ağırlaşmasına yol açarak borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları artırabilmektedir. Bu durumda,

olası bir faiz artışı, risk primini yükseltebilmekte ve iktisadi birimlerin yerel hükümete borç verme isteğini azaltarak sermaye çıkışlarına neden olabilmektedir (Blanchard, 2004). Bu da yerli paranın değer kaybına yol açarak enflasyonun yükselmesine neden olabilmektedir. Dolayısıyla, yüksek borç yüküne sahip olan bir ekonomide, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde kullanılan politika araçları, öngörülenin tam aksi yönde sonuçlara yol açabilmektedir. Örneğin, böyle bir ekonomide, merkez bankası enflasyonun hedeflerin üzerine çıkmasına tepki olarak faiz oranlarını yükselttiğinde, maliye politikalarının faiz dışı bütçe fazlasını yeterince artıramaması durumunda, kamu borç stoku kontrolden çıkabilmekte ve nihayetinde daha fazla fiyat artışı gerekebilmektedir (Sims, 2003). Sonuç olarak, uygulanmakta olan para politikasının etkilerini en iyi şekilde öngörebilmek için, faiz kanalının hangi yönden daha baskın olacağına dair bilgi sahibi olunması son derece önemlidir.

Mali baskınlığın ciddi sorun teşkil ettiği ekonomilerde, para politikasının enflasyon üzerindeki etkisi genel olarak kısa ömürlü ve öngörülemez olduğundan, enflasyonla mücadelede para politikasından ziyade maliye politikaları daha etkin olacaktır (Masson ve diğ., 1997; Blanchard, 2004).

Mali baskınlığın aktarım mekanizması üzerindeki bir diğer etkisi, vade priminde keskin dalgalanmalara yol açarak temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları ile piyasalardaki orta ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkiyi zayıflatmasıdır. Normal şartlar altında, piyasa faizlerinin merkez bankasının belirlediği faiz oranlarına ilişkin beklentilere göre belirlenmesi gerekmektedir. Ancak kamu borcunun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıların sürekli gündemde olduğu bir ekonomide, risk primi haberlere çok duyarlı olmakta ve merkez bankasının uzun vadeli faizler üzerindeki etkinliği azalmaktadır. Böyle ekonomilerde, uzun vadeli faiz oranları ve fiyat seviyesi daha çok bireylerin gelecekteki maliye politikalarına, hükümet bütçesine ve borcun sürdürülebilirliğine ilişkin beklentileri ile şekillenmektedir (Woodford, 2000). Dolayısıyla, kamu borç stokunun yüksek olduğu ülkelerde, kısa dönemli faiz oranlarını değiştirerek toplam talebi ve dolayısıyla enflasyonu kontrol etmek oldukça zorlaşmakta ve bahsedilen ilişkiler büyük ölçüde zayıflamaktadır.

(iii) Finansal Baskınlık

Gelişmekte olan ülkelerde geleneksel aktarım mekanizmasının işleyişini sınırlandıran bir diğer husus, bu ülkelerde genel olarak finansal piyasaların yeterince gelişmemiş olmasıdır. Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, sağlam ve güvenilir bir finansal sistemin varlığı büyük önem taşımaktadır. Zira, finansal sistemde ciddi sorunlar gözlenmesi halinde ortaya çıkacak maliyet, bunun gelecek dönemlerde parasal genişlemeyle finanse edilmesini gündeme getirecek kadar büyük olabilmektedir. Bu da enflasyonun kontrolden çıkmasına ve dolayısıyla, nominal çapa olarak kullanılan değişkenin anlamını yitirmesine yol açabilmektedir. Son yıllarda Meksika, Endonezya, Türkiye ve Arjantin gibi ülkelerde yaşanan finansal krizlerden sonra enflasyonun ciddi seviyede yükselmesi, finansal piyasaların güçlü olmaması durumunda enflasyonun kontrol edilmesinin zorluğunu ortaya koymaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde para politikasının karşılaşmakta olduğu zorluklardan birisi de olası bir parasal sıkılaştırma sonrasında bunun finansal sistemdeki sorunları derinleştirme kaygısıdır. Özellikle, bankacılık sisteminin zayıf olması halinde, merkez bankası, kısa vadeli faizlere ilişkin kararlarını alırken, bu kararın bankacılık sektörü ve finansal sistemin tümü üzerindeki etkilerini de hesaba katmak durumunda kalabilmektedir. Bir diğer ifadeyle, merkez bankası, fiyat istikrarı hedefi ile finansal istikrar arasında bir ikilem yaşayabilmektedir (Masson ve diğ., 1997). Bu nedenle, merkez bankası enflasyonu kontrol altına almak için ihtiyaç duyulan faiz değişikliklerine gidemeyebilmektedir. Fraga, Goldfajn ve Minella (2003) bu durumu “finansal baskınlık” olarak adlandırmaktadır. Buna göre, güçsüz ve kırılğan bir finansal yapının varlığı, para politikasının nominal çapa olan enflasyon hedefine ulaşılması amacına yönelik olarak uygulanamayacağı beklentisinin oluşmasına ve ekonomik birimlerin kararlarını bu yönde almalarına neden olabilmektedir. Nitekim, Goldfajn ve Gupta (1999) bankacılık kriziyle karşı karşıya kalan bir merkez bankasının, sıkı bir para politikası izlemeyi tercih etmesinin daha düşük bir olasılık olduğunu, kaldı ki sıkı para politikası izlemesi halinde başarılı olma şansının daha az olduğunu ortaya koymaktadır.

Finansal piyasaların sığ olması risk primindeki dalgalanmaları artıran bir diğer unsur olmakta ve finansal varlıkların fiyatlanmasında güçlük yaratmaktadır. Bu ve benzeri nedenlerden dolayı, gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankasının kısa vadeli faiz

oranları ile iktisadi birimlerin kararlarında etkili olan uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişki yeterince güçlü olmayabilmektedir. Bu da, merkez bankasının iktisadi birimlerinin harcama, tüketim, yatırım gibi kararlarını etkileme gücünü sınırlayarak aktarım mekanizmasını zayıflatmaktadır.

Merkez bankasının piyasa faizleri üzerinde etkin olabildiği durumda dahi, finansal sistemin yeterince gelişmediği ekonomilerde piyasalardaki uzun vadeli faiz oranlarının toplam talep ve dolayısıyla enflasyon ile olan ilişkisi görece olarak daha zayıf olmaktadır. Bu durum, genelde tüketici ve yatırımcıların bankaların kredi kaynaklarına erişimlerinin sınırlı olmasından kaynaklanmaktadır. Özellikle kamunun borçlanma gereğinin yüksek olduğu ve finansal derinleşmenin sağlanamadığı ekonomilerde, kredi piyasaları çok gelişmediğinden ve bankacılık sektörünün varlıkları devlet tahvillerinde yoğunlaştığından, tüketiciler ve yatırımcıların kredi kaynaklarına erişimi daha kısıtlı olmaktadır. Böyle bir ortamda, iktisadi birimlerin harcama kalemleri faiz oranlarına değil daha çok kullanılabilir gelirin büyüklüğüne bağlı olarak değişmekte ve talebin faize olan duyarlılığı zayıf olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasaların yeterince derinleşmemiş olması, hükümetlerin de yerel piyasalardan borçlanmasını zorlaştırabilmektedir. Özellikle düşük gelirli ülkelerde yurt içi servet birikiminin sınırlı olması ve finansal piyasaların küçüklüğü, kamu finansmanının esnekliğini azaltmakta ve kamunun senyörler gibi gelir kaynaklarına bağımlılığını artırmaktadır (Masson ve diğ., 1997). Bu da mali baskınlık sorununun bir diğer boyutunu oluşturmaktadır. Diğer bir ifadeyle, finansal baskınlık ve mali baskınlık birbirleri ile etkileşim halinde olan unsurlar olarak ortaya çıkmaktadır.

Özetle, finansal piyasaların güçsüzlüğü, aktarım mekanizmasının etkinliğini zayıflatmakta ve enflasyon hedeflemesi rejimini karmaşıklştırmaktadır. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerin, enflasyon hedeflemesi rejimini tasarlarırken sağlam finansal kurumların oluşturulması ile finansal piyasaların düzenlenmesi ve denetlenmesine yönelik gerekli reformları yapması önem taşımaktadır.

(iv) Dışsal Baskınlık

Gelişmekte olan ülkeler, finansal piyasalarındaki zayıflıkları ve dünya piyasalarıyla yeterince entegre olamamaları nedeniyle, gelişmiş ülkelere kıyasla daha büyük ve sık dışsal şoklara maruz kalmaktadır (Fraga ve diğ., 2003; Caballero ve Krishnamurthy, 2003-b ve 2004). Gelişmekte olan ülkelerde sermaye girişlerinde bir anda büyük değişimlerin yaşanması olarak ifade edilen “ani çıkışların (sudden stop)” bu ülkeler açısından ciddi sonuçları bulunmakta ve bu durum, gelişmekte olan ülkelerde yalnızca enflasyon hedeflemesi rejimini değil, herhangi bir para politikası stratejisinin uygulanmasını karmaşıklştırmaktadır.

Ani sermaye çıkışları, gelişmekte olan ülkelerde hem faiz oranlarının hem de enflasyon oranlarının oynak bir seyir izlemesine neden olarak enflasyon hedeflerine ulaşılmasını güçleştirmekte ve rejimin itibarına zarar vermektedir. Fraga ve diğ. (2003) bu durumu “dışsal baskınlık (external dominance)” olarak adlandırmaktadır. Bu yazarlara göre dışsal baskınlığın önlenmesi ya da azaltılabilmesi için ekonominin temellerinin güçlendirilmesi, bu doğrultuda enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde döviz kurunun dalgalanmaya bırakılması ve yeterli derecede açıklık ve esnekliğin sağlanması gerekmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerde ani bir sermaye hareketi sonrasında enflasyonun yeniden hedeflerle uyumlu hale getirilebilmesi amacıyla izlenecek stratejinin ne olması gerektiği konusunda bir görüş birliği bulunmamaktadır. Bir kısım iktisatçılar, böyle dönemlerde yaşanan kredi darlığına karşı genişlemeci para politikalarının izlenmesinden yana tavır almaktadır (Céspedes ve diğ., 2000; Gertler ve diğ., 2003; Christiano ve diğ., 2004). Diğer gruptakiler ise, döviz kurunun aşırı hareketlenmesini önlemek amacıyla para politikasının sıkılaştırılması gerektiğini ifade etmektedirler (Aghion ve diğ., 2000-b). Bu görüşü savunanlar, faizlerin kredi kanalı açısından önemini kabul etmekle birlikte, özellikle dolarizasyon seviyesinin yüksek ve para politikasının itibarının düşük olduğu ülkelerde, döviz kuru hareketlerinin ekonominin borçlu kesiminin bilançolarını kötüleştirerek kredi kanalı üzerinde ciddi olumsuz etkisi bulunacağını belirtmektedir (Caballero ve Krishnamurthy, 2004). Diğer taraftan, Braggion ve diğ. (2007), orta bir yol izleyerek, sermaye girişlerinin aniden tersine dönmesi durumunda uygulanması gereken en uygun stratejinin ilk etapta faizleri bir

miktar yükseltmek, krizin ardından ise faizleri keskin ve hızlı bir şekilde düşürmek olduğunu savunmaktadır.

(v) Beklentiler ve Geçmişe Dönük Fiyatlama Davranışı

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, beklentilerin yönetimi para politikasının etkili olabilmesi açısından büyük önem taşımaktadır. Enflasyon beklentileri, bir yandan fiyatlama ve ücret davranışlarını değiştirerek enflasyonu doğrudan etkilerken, diğer yandan iktisadi birimlerin tüketim, tasarruf ve yatırım gibi kararları üzerinde etkili olarak enflasyon üzerinde dolaylı yoldan belirleyici olmaktadır. Bunun yanı sıra, borç stokunun yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon beklentileri iç borçlanmanın maliyeti kanalıyla borç dinamiklerini ve dolayısıyla döviz kuru, risk primi gibi enflasyon üzerinde belirleyici olan diğer değişkenleri etkileyebilmektedir (Kara ve Küçük-Tuğer, 2005).

İktisadi birimlerin karar alma sürecinde merkez bankasının gecelik faiz oranlarının, sadece mevcut seviyesi değil bugünden geleceğe uzanan bir zaman diliminde nasıl şekilleneceği önemli olmaktadır. Merkez bankasının politika faizine ilişkin kararları iktisadi birimlerin harcamalarını, ancak uzun vadeli faiz oranları ve döviz kurları gibi finansal piyasa fiyatlarını değiştirebildiği ölçüde etkileyebilmektedir (Woodford, 2003). Gali ve Gertler (2007) ve Woodford (2003), para politikasının iktisadi birimlerin harcamalarını ve dolayısıyla fiyatlama davranışlarını etkileyebilme gücünün, özel sektörün gelecek dönemdeki gecelik faiz oranlarına ilişkin beklentilerini yönetme gücüne bağlı olduğunu ifade etmektedir. Ancak, gelişmekte olan ülkelerde, merkez bankasına ve genel ekonomi politikalarına olan güvenin görece olarak daha düşük olması beklenti yönetimini güçleştirmektedir. Bunun yanı sıra, kurumsal yapının yeterince şeffaf olmaması gelecek dönemde izlenecek para politikasının öngörülmesini zorlaştırmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelerde beklentiler kanalının işleyişini zayıflatan en önemli unsurlardan biri geriye dönük fiyatlama davranışının yaygınlığıdır. Bu ülkeler genelde uzun yıllar yüksek ve kronik enflasyonla yaşadığından, çoğu zaman para politikası taahhütleri yeterince güvenilir bulunmamaktadır. Bu nedenle, iktisadi birimler, enflasyon beklentilerini oluştururken, enflasyon hedeflerinden ziyade açıklanan geçmiş dönem enflasyonuna odaklanabilmektedir. Enflasyon hedeflerinin itibarının

düşük olması ve beklenti oluşumunda geçmiş enflasyonun ağırlığının yüksek olması, enflasyon beklentilerinde katılığa yol açmakta ve gelişmekte olan ülkelerde enflasyonla mücadele sürecinin maliyetini artırmaktadır.

Fiyatlama davranışlarında beklentilerin daha çok geriye dönük bakış açısıyla şekillendirilmesi, toplam talep ile enflasyon arasındaki ilişkiyi de zayıflatmaktadır. Normal şartlar altında iktisadi faaliyetteki yavaşlamanın enflasyonu düşürücü etki yapması beklenmekte ve para politikasının etkili olabilmesi için bu ilişkinin güçlü olması gerekmektedir. Ancak, uzun yıllar yüksek enflasyon yaşayan gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon ile iktisadi faaliyet arasındaki ilişkinin oldukça zayıfladığı ve hatta bazı dönemlerde tersine döndüğü gözlenmektedir (Kara ve diğ., 2007-b).

Enflasyon beklentilerinin hedeflerle uyumlu olduğu ekonomilerde fiyatlama davranışları da hedeflerle uyumlu olmaktadır. Böyle ekonomilerde, merkez bankası, geçici enflasyon şokları karşısında orta vadeli bir bakış açısı izleyerek para politikası tepkisini zamana yayma ve üretimdeki dalgalanmaları en aza indirme şansına sahip bulunmaktadır. Beklentilerin hedeflerin belirgin olarak üzerinde olduğu bir durumda ise merkez bankası, ekonomik birimleri hedeflere ulaşılabileceğine ikna etmek için daha sert bir para politikası izlemek durumunda kalmaktadır (Ranchhod, 2003).

Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikasının itibarı ve dolayısıyla beklentilerin kontrol altına alınması, uygulanan rejimin başarısı açısından büyük önem arz etmektedir. Enflasyon beklentilerinin kontrol edilebilmesi ise merkez bankasına duyulan itibarın artması ile mümkün olmaktadır. Pratik merkez bankacılığına ilişkin tecrübeler, güvenilirliği inşa etmenin zaman aldığını göstermektedir. Bir merkez bankasının itibar birikimini sağlaması, zaman içinde enflasyonist baskılara gerekli tepkiyi verdiği görülmesi ile mümkün olmaktadır (Blinder 1998).

(vi) Enflasyon Tahmini Üretim Kapasitesi

Enflasyonun kontrol altına alınmasını güçleştiren ve para politikasının etkinliğini azaltma potansiyeli taşıyan tüm bu belirsizlikler, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon tahminlerinin sık sık revizyona tabi tutulmasına neden olabilmektedir. Buna ilaveten, gelişmekte olan bir çok ülkede merkez bankasının enflasyon tahminleri üretmeye

yönelik beşeri ve teknik alt yapı eksikliği bulunmaktadır. Bütün bu unsurlar, enflasyon tahminlerinin gerçekleşen enflasyondan önemli ölçüde farklılaşmasına neden olabilmekte ve beklenti yönetimine zarar vermektedir. Bu da para politikasının hem doğrudan beklenti kanalının, hem de beklentilerden etkilenen diğer kanalların işleyişini zayıflatmaktadır. Bu nedenle, gelişmekte olan ülke merkez bankalarının enflasyon tahminlerine ilişkin risk unsurlarını açıkça kamuoyu ile paylaşmasının, tahminlerden sapma durumunda ortaya çıkabilecek itibar kaybını azaltmak için önemli olduğu belirtilmektedir (Knight, 2007).

C. Döviz Kuru Hareketlerinin Rolü

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıyla uygulanmasının temel koşullarından biri, enflasyon dışında herhangi bir değer hedeflenmemesidir. Ancak, gelişmekte olan ekonomilere özgü bazı sorunlar bu ülkelerde döviz kuruna ilişkin kaygıların zaman zaman enflasyon hedeflerinin önüne geçmesine ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasında zorluklarla karşılaşılmasına neden olabilmektedir.

Döviz Kuru Geçişkenliği

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kuru hareketlerine daha fazla önem verilmesinin bir nedeni, özellikle bu ülkelerde döviz kurunun yurt içi fiyatlar ile ilişkisinin gelişmiş ülkelere kıyasla daha yüksek olmasıdır. Gelişmekte olan ülkeler, üretim sürecinde genelde ara malı ithalatına bağımlı bir yapı sergilemektedir. Böyle bir ortamda, yurt içi girdiler ile ithal girdiler arasında yeterince ikame imkanı bulunmadığı varsayımı altında, döviz kurlarındaki bir değişim doğrudan ve hızla yerel ürünlerin üretim maliyetlerine ve dolayısıyla da fiyatlarına yansımaktadır (Kara ve diğ., 2007-a). Ayrıca döviz kurunun değer kaybetmesi, rekabet ortamının gelişmemiş olduğu ekonomilerde ithal ürünlerin yerel para birimi cinsinden fiyatlarının doğrudan etkilenmesine neden olmaktadır. Bunun yanı sıra, yerli paranın değer yitirmesi durumunda, ihraç ürünlerin yabancı tüketiciler için daha cazip hale gelmesi nedeniyle bu ürünlere olan talep artmakta ve bu da enflasyonun yükselmesine yol açmaktadır. Hedeflenen fiyat endeksi içinde ticarete konu malların ağırlığı arttıkça, döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisinin daha güçlü olması beklenmektedir (Kara ve diğ., 2007-a).

Bunlara ilaveten, döviz kuru hareketleri, yurt içi fiyatlarını, beklentiler kanalıyla da etkilemektedir. Geçmiş dönemlerde uygulanan sabit döviz kuru rejimlerinin ve parasal istikrarsızlığın toplumun hafızasında hala canlı olmasının da etkisiyle, döviz kurları enflasyon beklentilerinin temelini oluşturabilmektedir (Amato ve Gerlach, 2002). Bu bağlamda, döviz kurunun değer kaybetmesi, enflasyon beklentilerini doğrudan etkileyerek enflasyonun yükselmesine yol açmaktadır. Döviz kuru geçişkenliğinin yüksek olması, yalnızca para politikasının enflasyonu kontrol edebilme gücünü zayıflatmakla kalmamakta, aynı zamanda da döviz kuru hareketlerine müdahale isteğini artırmaktadır. Son yıllarda gelişmekte olan ülkelere yönelik yapılan çalışmalar, döviz kuru geçişkenliğinin, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle azaldığını ortaya koysa da, yine de ihmal edilemeyecek kadar yüksek boyutlarda olduğuna işaret etmektedir (Edwards, 2006; Kara ve diğ., 2007-a).

Dolarizasyon

Gelişmekte olan ülkelerin döviz kuru hareketlerine karşı hassas olmasının bir diğer nedeni, bir çok gelişmekte olan ülkenin ciddi bir yükümlülük dolarizasyonu sorunu yaşıyor olmasıdır.⁸ Güncel akademik yazında, dolarizasyon, temel olarak ekonomik birimlerin bilançoları üzerindeki etkisi (balance sheet effect) ile tartışılmaktadır.⁹ Ciddi seviyede dolarizasyon sorunu, ekonominin genelinde varlık ve yükümlülüklerin farklı para birimleri cinsinden olmasına (currency mismatch) yol açmaktadır. Bu uyumsuzluklar, özellikle bankacılık sektöründe etkili olmaktadır. Örneğin, yerel bankalar yabancı para borçlanarak ekonomik birimlere yerel para birimi cinsinden kredi sağladıklarında kur riskine maruz kalmaktadır. Bunun yanı sıra, bankalar, kendi bilançolarında parasal uyumsuzluk olmasa bile, daha çok geliri ticarete konu olmayan mallardan kaynaklanan bireylere ya da şirketlere yabancı para cinsinden kredi verdiklerinde de dolaylı kur riski alabilmektedir.

Sonuç olarak, dolarizasyon sorununun ciddi seviyelere ulaştığı ekonomilerde yerel para biriminin keskin bir değer kaybı yaşaması halinde, iktisadi birimlerin

⁸ Dolarizasyon, bir ülkedeki yerleşiklerin değişim aracı, hesap birimi ve değer biriktirme aracı olarak kendi ulusal paraları yerine yabancı para kullanmalarıdır. Yükümlülük dolarizasyonu ise ülkedeki (bankacılık ve kamu kesimi dahil olmak üzere) ekonomik birimlerin, yabancı para cinsinden yükümlülüklerinin yüksek düzeyde bulunmasıdır. (Kaynak: TCMB)

⁹ Krugman (1999); Chang ve Velasco (2000); Aghion ve diğ. (2000-a); Caballero ve Krishnamurty (2003-a); Cespedes ve diğ. (2004); Levy-Yeyati (2005).

yükümlülüklerinin yerel para birimi cinsinden değeri, varlıklarının değerinden daha fazla artmakta ve böylece iktisadi birimlerin bilançolarında önemli bir şok yaşanmaktadır. Bu da, döviz kurundaki sert hareketlerin ekonomi üzerindeki etkisini büyütme ve sonuç olarak şirket iflaslarına, ekonomik daralmaya ve finansal sistemin zayıflamasına neden olabilmektedir (Levy-Yeyati, 2005).

Ciddi bir yükümlülük dolarizasyonu sorunuyla karşı karşıya kalan ülkelerde yerel para biriminin ani olarak değer kaybetmesi iç talebin ilk etapta düşmesine neden olmakta ve dolayısıyla, döviz kuru ile toplam talep arasındaki ilişkiyi karmaşılaştırarak aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikleri artırmaktadır.¹⁰

Bu nedenlerden dolayı, yükümlülük dolarizasyonu, yüksek seviyede borçlu ekonomiler açısından önemli bir risk unsuru oluşturmakta ve enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasını zorlaştırmaktadır (Mishkin, 2004). Bu durum beraberinde, Calvo ve Reinhart (2002) tarafından “dalgalanma korkusu (fear of floating)” olarak adlandırılan ve ülkelerin nominal döviz kurlarındaki dalgalanmalardan aşırı kaygı duyması olarak tanımlanan olguyu getirmektedir. Bu da özellikle yükümlülük dolarizasyonu ile mücadele eden ülkelerin döviz kuru hareketlerine karşı aşırı hassasiyet göstermesine ve dolayısıyla para politikasının enflasyona odaklanma gücünün kısıtlanmasına neden olmaktadır.

Diğer Unsurlar

Bunlara ilaveten, gelişmekte olan ülkelerde, kamuoyu ve politikacılar para biriminin değer kazanmasını çoğu zaman uluslararası ticarete ülkenin rekabet gücünü aşırı bir unsur olarak değerlendirdiğinden, merkez bankasına para politikasının değiştirilmesi yönünde baskı yapabilmektedir. Diğer taraftan, gelişmekte olan ülkelerde yerli para biriminin değer kaybetmesi halinde yerleşiklerin kendilerini gelişmiş ülkelere kıyasla daha yoksul hissettikleri bilinmektedir. Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde yerel para biriminin diğer para birimleri karşısında değer kaybetmesi bir “milli haysiyet” unsuru olarak değerlendirilebilmektedir (Mishkin, 2002). Bu da, yerel para biriminin değer kaybetmesinin toplum tarafından merkez bankasının

¹⁰ Yükümlülük dolarizasyonu seviyesinin ciddi boyutlara ulaştığı ülkelerde, yerel para biriminin değer kaybetmesi, hem bankaların borç verme eğilimini azalttığından, hem de dış yükümlülüklerin maliyetini artırdığından, talebi düşürebilmektedir. Ayrıca, böyle bir ortamda, ekonomik birimlerin gelecekteki ihracat gelirleri karşılığında borçlanma yetenekleri de sınırlanmaktadır.

başarısız olduğu şeklinde değerlendirilmesine yol açmaktadır (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2002). Tüm bu unsurlar, döviz kurundaki oynaklıklar konusunda merkez bankası üzerinde baskı oluşturmakta ve bu noktada, bu tür baskılara direnecek ölçüde güçlü ve bağımsız bir merkez bankasının önemi bir kez daha ortaya çıkmaktadır.

(i) Döviz Kuru Hareketlerine Aşırı Önem Verilmesinin Getirdiği Risk Unsurları

Gelişmekte olan ülkelerin yaşamakta olduğu tüm bu sorunlar, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, döviz kuru hareketlerine gereğinden fazla önem atfedilmesi riskini beraberinde getirmektedir. Böyle bir durum, başlıca iki risk unsuru taşımaktadır (Mishkin, 2002). Öncelikle, döviz kuru hareketlerinin azaltılmasına odaklanılması halinde, döviz kurlarının enflasyon hedeflerinin de önüne geçen bir nominal çapa haline dönüşmesi olasılığı bulunmaktadır. Bu da enflasyon hedeflerinin inandırıcılığını aşındırmakta ve para politikasının iletişimini ve anlaşılabilirliğini zorlaştırmaktadır. Örneğin, İsrail Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesi rejimine geçişte enflasyon hedefleri ile birlikte döviz kurunu bir ara hedef olarak kullanmıştır. Her ne kadar söz konusu parite ileriye dönük bakış açısıyla ve enflasyon hedefleriyle uyumlu olarak tasarlanmış olsa da, bu durum İsrail Merkez Bankası'nın enflasyonla mücadelesini zorlaştırmıştır (Bernanke ve diğ., 1999).

Döviz kuru hareketlerine aşırı odaklanılmasının bir diğer tehlikesi, ülkenin dış ticaret hadlerindeki değişim gibi reel bir şoka maruz kalması durumunda yanlış politika tepkisi verme riskini doğurmasıdır (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2002). 1997 Doğu Asya Krizi sonrası yaşanan döviz kuru hareketlerine karşı Yeni Zelanda, Şili ve Avustralya Merkez Bankalarının vermiş olduğu farklı tepkiler ve bu tepkilerin doğurmuş olduğu farklı sonuçlar bu konuda iyi bir örnek teşkil etmektedir. Bu dönemde Yeni Zelanda Merkez Bankası, döviz kurlarında gözlemlenen hareketleri enflasyonun yükseleceğine ilişkin bir gösterge olarak algılamış ve ciddi bir parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Benzer bir şekilde, Şili Merkez Bankası da, olası bir finansal türbülansa itibar kaybedeceğinden endişelenerek, yerel para biriminin değer kaybetmesini önlemek amacıyla para politikasını sıkılaştırmış ve hatta döviz kuru bandını daraltmıştır. Ancak, bu ülkelerde yerel para biriminin değer kaybetmesinin temel nedeni ticaret hadlerindeki bozulma ve dolayısıyla toplam talebin düşmesi olduğundan, bu politika tepkisinin sonucu, her iki ülkede de ekonominin derin bir resesyona girmesi ve enflasyonun hedefin oldukça altında gerçekleşmesi olmuştur.

Diğer taraftan, Avustralya Merkez Bankası ise ülkenin dış ticaretinin büyük kısmının Doğu Asya ülkeleri ile olduğunu dikkate alarak, olumsuz bir dış ticaret hadleri şoku ile karşı karşıya kalacağını öngörmüştür. Bu çerçevede, gecelik faiz oranlarını indirmiş, bu dönemi resesyona girmeden ve enflasyonu kontrol altında tutarak atlatabilmiştir. Özetle, enflasyon hedeflemesi rejiminde döviz kuru hareketlerinin kendisine odaklanmaktan ziyade hareketlerin kaynağının analiz edilmesi ve karşılaşılan şokun türüne uygun doğru politika tepkisinin verilmesi büyük önem taşımaktadır.

(ii) Para Politikasının Döviz Kuru Hareketlerine Tepkisi Nasıl Olmalı?

Gelişmekte olan ülkelerde döviz kurunun bu denli önemli rol oynaması, enflasyon hedeflemesinde döviz kurunun rolüne ilişkin tartışmaları da beraberinde getirmektedir. Taylor (2001), döviz kurlarının enflasyon ve çıktı açığı üzerinde zaten dolaylı olarak etkili olduğunu belirterek, döviz kurlarındaki hareketlere bu kanalların dışında ayrı bir tepki verilmesine kuşkuyla yaklaşmaktadır. Gali ve Monacelli (2005) ise faiz oranlarının yalnızca yurt içi enflasyon ve çıktı açığına tepki verdiği bir modelde, enflasyon ve çıktı açığı oynaklıklarının azaldığını ve dolayısıyla toplumun refahının yükseldiğini belirtmektedir. Benzer bir şekilde Ferrero, Gertler ve Svensson (2008), enflasyon, üretim gibi değişkenler açısından en olumlu sonuçların, merkez bankasının yalnızca yurt içi (üretici fiyatları) enflasyona odaklandığı durumda ortaya çıktığını ifade etmektedir. Diğer taraftan, Obstfeld ve Rogoff (1995), Ball (1999), Svensson (2000), Benigno and Benigno (2003) ve Corsetti ve Pesenti (2005) ise döviz kurlarının merkez bankalarının amaç fonksiyonlarına ilave bir değişken olarak eklenmesinin makroekonomik istikrarı artıracığını ve daha yüksek toplumsal refah seviyesini getireceğini belirtmektedir.

Sonuç olarak, para politikasının teorisine ilişkin akademik yazında henüz bu konuda bir görüş birliği bulunmamaktadır. Gelişmekte olan ülkelere dair yapılan ampirik çalışmalar ise bu ülkelerin büyük çoğunluğunda para politikasının döviz kuruna doğrudan tepki verdiği işaret etmektedir (Edwards, 2002 ve 2006).

III. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejimi

Bu bölümde çalışmanın bundan önceki kısmında ortaya koyulan çerçeve eşliğinde Türkiye’de enflasyon hedeflemesine geçiş süreci (2002-2005) ve enflasyon hedeflemesi dönemi (2006 ve sonrası) değerlendirilmekte ve enflasyon hedeflemesi uygulamayı planlayan ülkeler için Türkiye deneyiminde dersler çıkarılmaktadır.

A. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi (2002-2005)¹¹

Neden Enflasyon Hedeflemesi, Neden “Örtük”?

Türkiye’de 2000 yılında uygulanmaya başlanan “Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programı”, 2001 yılının Şubat ayında ülke tarihinin en derin iktisadi krizi ile sonuçlanmıştır. Bu dönemde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (Merkez Bankası) döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmış ve Türkiye’nin uzun yıllar boyu kronikleşmiş olan enflasyon sorununu çözmek amacıyla enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya karar vermiştir. Ancak, kriz sonrasında hüküm süren belirsizlik ortamı nedeniyle başarılı bir enflasyon hedeflemesi rejimi uygulaması için gerekli ön koşulların büyük bir bölümü sağlanmadığından, enflasyon hedeflemesi rejimine aşamalı olarak geçilmesine karar verilmiş ve öncelikli olarak “örtük enflasyon hedeflemesi rejimi” olarak adlandırılan bir ara rejim uygulamaya koyulmuştur.¹²

Enflasyon Hedeflemesine Geçişte Başlangıç Koşulları

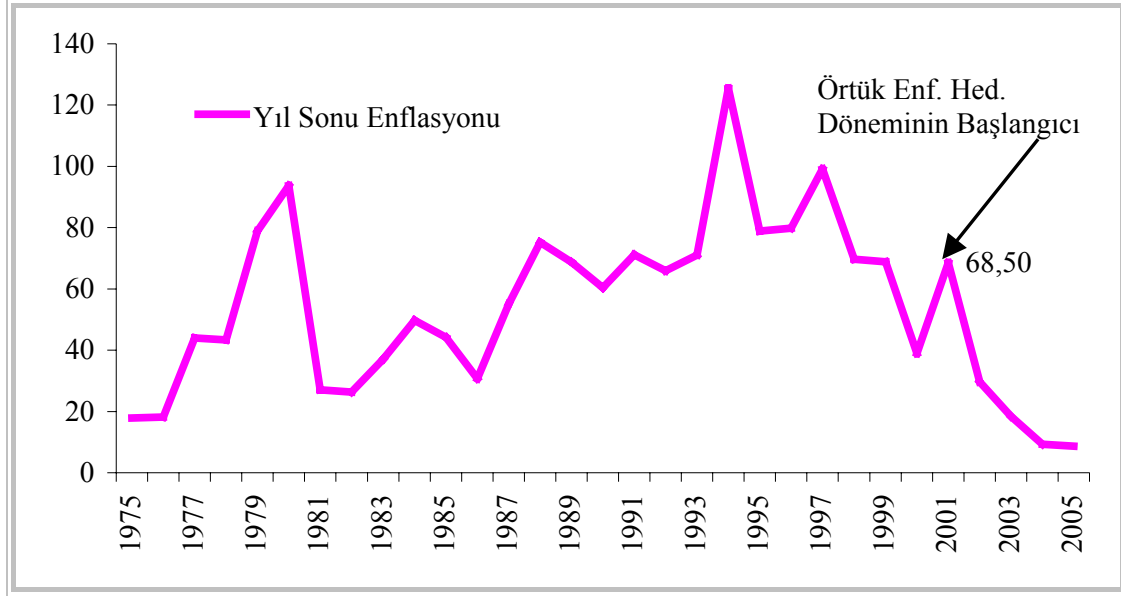
Akademik yazında, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olması için başlangıç enflasyonunun çok yüksek düzeylerde olmaması gerektiği ifade edilmektedir. 2001 yılı sonrasında enflasyon hedeflemesine geçiş gündemdeyken, Türkiye’nin bu koşulu sağlamaktan çok uzakta olduğu görülmektedir. Sabit döviz kuru rejiminin çökmesi, Türk Lirası’nın (TL) yüksek bir oranda değer kaybetmesine neden olmuş,

¹¹ Bu bölüm, büyük ölçüde A. Hakan Kara’nın 2006 yılında yayınlanan “Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting” isimli TCMB çalışma tebliğine dayanmaktadır.

¹² Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi, enflasyon hedeflemesi rejimini resmi olarak ilan etmeksizin sayısal enflasyon hedeflerinin açıklanması ve bu hedeflere ulaşmak için merkez bankasının politika araçlarını kullanması olarak tanımlanabilir. Bu uygulamada merkez bankası hesap verme mekanizmasını devreye sokmamakta ancak beklenti yönetimi konusunda enflasyon hedeflemesine benzer bir strateji izlemektedir. Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, parasal büyüklükler gibi ara hedefler de kullanılabilir.

beklentilerin de bozulmasının etkisiyle 2001 yılı sonu itibarıyla yıllık enflasyon yüzde 68 seviyesine yükselmiştir (Grafik 1). Başlangıç döneminde enflasyonun bu denli yüksek olması ve uzun yıllar boyu hafızalarda yer eden geçmişteki yüksek enflasyon dönemi, para politikasının enflasyon beklentilerini kontrol edebilmesi açısından potansiyel bir risk unsuru oluşturmuştur.

Grafik 1. Başlangıç Koşulları: Enflasyon



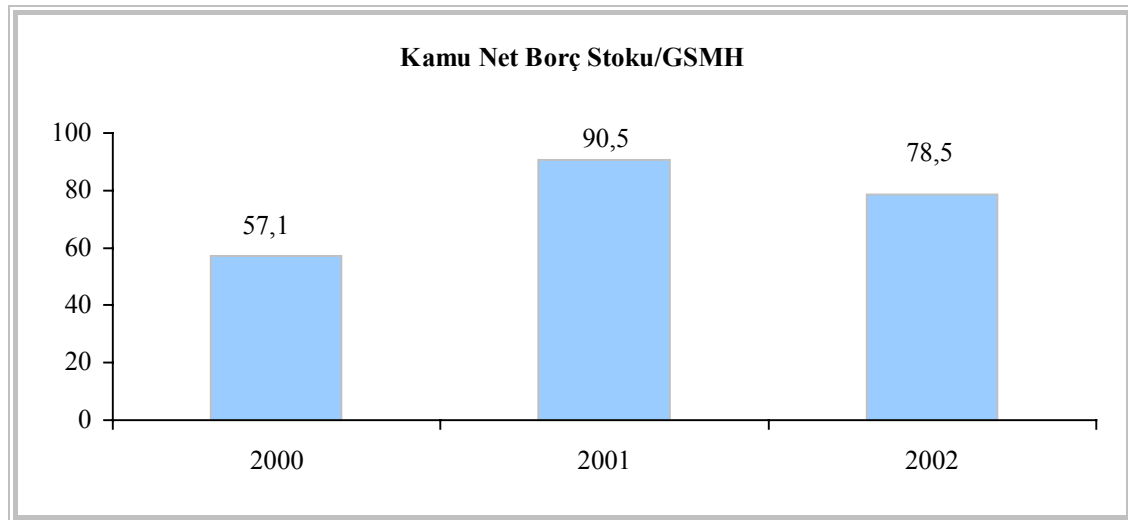
Kaynak: TÜİK ve TCMB.

Enflasyon hedeflemesinin etkin olarak uygulanabilmesi için gerekli görülen bir diğer ön koşul, bu rejime uygun teknik ve kurumsal altyapının tesis edilmiş olmasıdır. Türkiye’de 2001 yılına kadar, geleneksel olarak geçmiş dönemlerde parasal büyüklüklerin ya da döviz kurunun hedeflenmesi gibi stratejilerin uygulanmış olması nedeniyle, kurumsal ve teknik alt yapı da bu dönemlerde uygulanan politikaların gereklerine göre tasarlanmıştır. Dolayısıyla, zaman içinde kurumsal ve teknik alt yapının enflasyon hedeflemesi rejiminin gereklerine göre uyarlanması söz konusu olmuştur. Ayrıca, kriz sonrasında ekonominin genelinde ciddi bir yapısal dönüşüm yaşanması, enflasyon dinamikleri ve aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikleri artırmıştır. Bu durum, Merkez Bankası’nın enflasyon tahmini üretme kapasitesini önemli ölçüde sınırlayarak para politikası uygulamalarını zorlaştırmıştır.

Örtük enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiği dönemde, Türkiye’de para politikasını kısıtlayan en önemli unsurlardan birisi mali baskınlık sorunu olmuştur. 2001 krizi

sonrasında bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılması ve kamunun sorunlu bankaların yükümlülüklerini üstlenmesi, kamu borç stokunun yüzde 90,5 gibi tarihi bir seviyeye yükselmesine neden olmuştur (Grafik 2). 2002 yılında, yurt içi borçlanmanın ortalama vadesi 9 ay gibi oldukça kısa bir süreye inmiş, toplam kamu borcunun yarısından fazlası ya döviz cinsinden ya da dövize endeksli hale gelmiştir. Tüm bu unsurlar, borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları iktisadi gündemin ön sıralarına taşıyarak para politikasının etkinliğini sınırlamıştır.¹³

Grafik 2. Başlangıç Koşulları: Mali Baskınlık



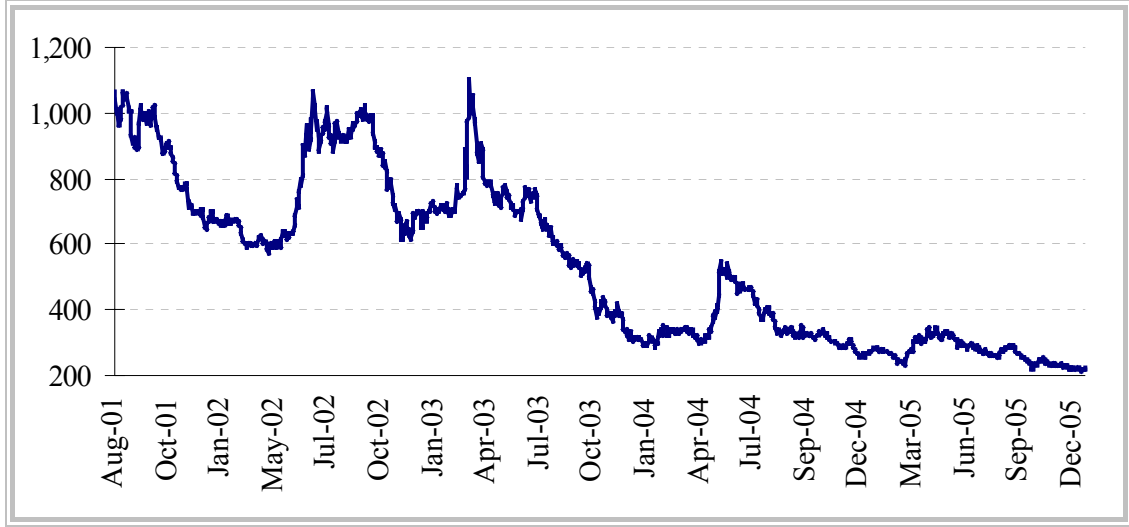
Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

Borç yükünün yüksekliği ve borçlanma vadelerinin kısa olması, kriz öncesi dönemde Türkiye'nin kredi riskinin iktisadi ve siyasi haberlere karşı oldukça hassas olmasına neden olmuştur (Grafik 3).¹⁴ Risk primi oynaklığı ayrıca döviz kurunun oynaklığını da artırmış; döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin hızlı ve yüksek olması, enflasyonun tahmin edilmesini zorlaştırarak, tahmin ufğunun oldukça kısa kalmasına neden olmuştur.

¹³ Mali baskınlık ve enflasyon hedeflemesi etkileşimine ilişkin daha kapsamlı genel bilgiler çalışmanın ikinci bölümünde yer almaktadır.

¹⁴ Türkiye'de risk priminin davranışına ilişkin daha detaylı bilgi Aktaş ve diğ. (2005) ve Emir ve diğ. (2007)'de yer almaktadır.

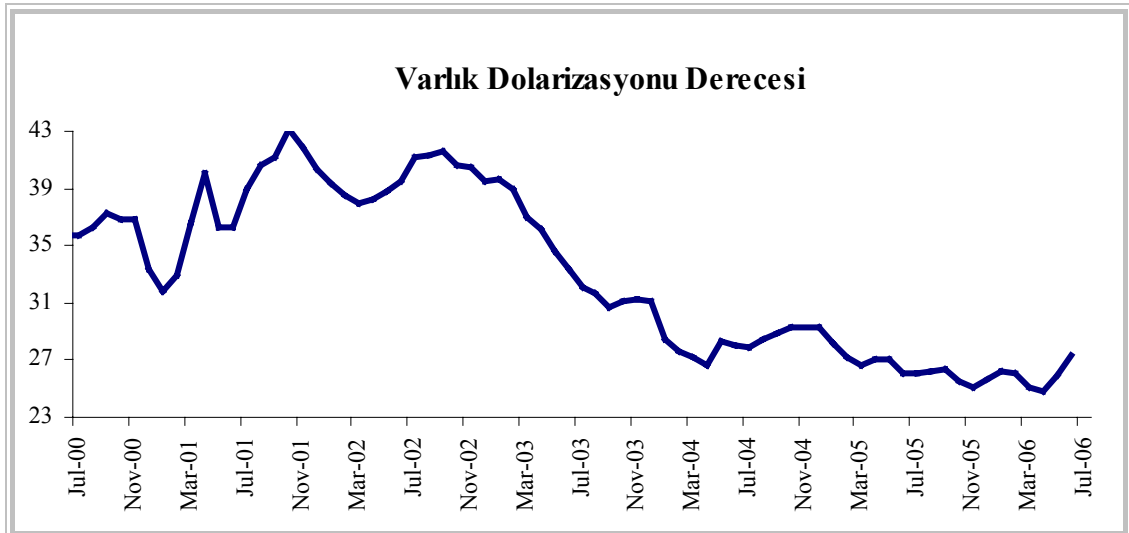
Grafik 3. Başlangıç Koşulları: Risk Primi



Kaynak: Bloomberg

2001 sonrasında enflasyon hedeflemesine geçiş sürecini zorlaştıran bir diğer unsur dolarizasyonun yüksek seviyelere ulaşması olmuştur. Reinhart ve diğ. (2003), 2001 krizinden hemen sonra Türkiye’de dolarizasyon seviyesinin tarihsel olarak en yüksek düzeye ulaştığını ortaya koymaktadır. Akıncı ve diğ. (2006) ise bu dönemde, yabancı para birimi cinsinden varlıkların toplam varlıklar içindeki payının yüzde 43 gibi oldukça yüksek bir seviyeye ulaştığını göstermektedir (Grafik 4).

Grafik 4. Başlangıç Koşulları: Dolarizasyon



Kaynak: Akıncı ve diğ. (2006).

Sonuç olarak, 2001 krizi sonrasında Türkiye’de enflasyon hedeflemesine geçiş için tanımlanan ön koşulların büyük bir çoğunun sağlanmadığı görülmektedir. Bununla

birlikte, diğ er bir ön koşul olarak dile getirilen merkez bankası bağımsızlığı konusunda önemli adımlar atılmıştır. 2001 yılı krizinden sonra değıştirilen Merkez Bankası Kanunu bu konuda bir dönüm noktası oluşturmuştur. Bu kanunla para politikasının nihai amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak tanımlanmıştır. Ayrıca Merkez Bankasının, nihai amacı olan fiyat istikrarına ulaşmak için uygulayacağı politikayı ve kullanacağı araçları, hükümetin ya da başka herhangi bir kurumun müdahale ya da onayı olmaksızın, özgürce seçebilmesinin önü açılmıştır (araç bağımsızlığı). Bunun yanı sıra, hedeflere ulaşılamaması halinde Merkez Bankası'nın bu konuda kamuoyuna açıklama yapması zorunlu kılınmış ve böylece hesap verme ilkesi işlevsel hale getirilmiştir. Son olarak, kanunda yapılan değışiklik ile Merkez Bankası'nın Hazine'ye ve diğ er kamu kuruluşlarına avans ve kredi vererek kamu açıklarını finanse etmesi ya da bu kuruluşların çıkardıkları borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın alması olanağı yasal olarak ortadan kaldırılmıştır. Geçmişte, Türkiye'de yaşanan iktisadi krizlerin büyük ölçüde bütçe açıklarının Merkez Bankası kaynaklarından finanse edilmesinden kaynaklandığı düşünöldüğünde, bu gelişmenin bağımsız ve etkin bir para politikası uygulaması açısından taşıdığı önem daha iyi anlaşılacaktır.

Göröldüğü gibi, Türkiye, 2001 krizini takip eden dönemde enflasyon hedeflemesi rejiminin “ön koşulları” içinde yalnızca merkez bankası bağımsızlığı şartını sağlamaktadır. Öte yandan, tecrübeler göstermektedir ki merkez bankası bağımsızlığı sadece kanun değıştirmekten ibaret değıildir. Bağımsızlık kavramının işlevsellik kazanması ancak zaman içinde kanunda belirtilen ilkelerin hayata geçirilmesiyle gerçekleşebilmektedir. Bu çerçevede, Merkez Bankası açık enflasyon hedeflemesi rejimine aşamalı olarak geçilmesini benimsemiştir.

Örtük Enflasyon Hedeflemesi Sürecinde Karşılaşılan Zorluklar

2001 krizi nedeniyle örtük enflasyon hedeflemesi rejimine geçişin ani olması, para politikası uygulamalarında önemli zorluklar yaşanmasına neden olmuştur. Öncelikle, aktarım mekanizmasına ilişkin belirsizlikler ve risk priminin oynaklığı para politikasının enflasyonu tahmin etme ve kontrol etme yeteneğini sınırlandırmıştır. 2001 sonrasında ekonominin genelinde bir yapısal dönüşüm yaşanması ve bunun iktisadi değışkenler arasındaki ilişkileri değıştirmesi, klasik ekonometrik yöntemlere

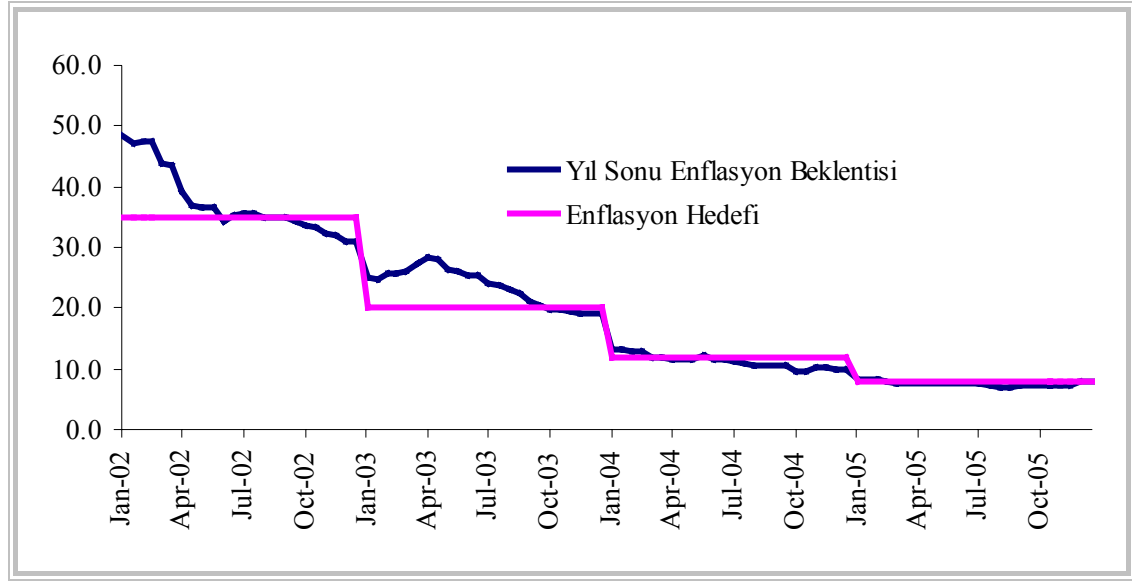
dayalı modellerin öngörü gücünü zayıflatmış ve enflasyon tahminlerinin sağlıklı oluşturulmasını güçleştirmiştir.

Yapısal dönüşümün yanı sıra verilerin oluşturulma yöntemindeki değişiklikler de ekonometrik modellerdeki kırılmayı belirginleştirmiştir. Bu konuya ilişkin önemli bir örnek 2004 yılında Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)'nin kapsamının ve hesaplanma yönteminin değiştirilmesidir. Bu yeni sepet kapsam ve yöntem olarak eskisinden farklı olması yapısal bir kırılmaya yol açmış ve enflasyon tahminlerinin etrafındaki belirsizliği artıran bir diğer unsur olmuştur. Serinin yeni olması nedeniyle mevsimsellikten arındırma yapmak mümkün olmadığından, enflasyon üzerindeki geçici ve kalıcı şokları ayırtmak zorlaşmıştır.

Bunların yanında, örtük enflasyon hedeflemesi döneminin ilk yıllarında iktisadi veri tabanının enflasyon hedeflemesinin gereklerini tam olarak karşılayacak nitelikte olmaması ve özellikle beklentilerin ölçümü ile ilgili anketlerin eksikliği, geleceğe yönelik bilgi çıkarımını zorlaştıran bir unsur olmuştur. Zaman içinde Merkez Bankası'nın öncülüğüyle enflasyon beklenti anketi, tüketici güven endeksi ve banka kredileri eğilim anketi gibi verilerin düzenli olarak yayımlanmaya başlamasıyla bu sorun kısmen azalmıştır.

Tüm bu belirsizlikler, örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk yıllarında geleceğe yönelik çıkarım yapılmasını zorlaştıran unsurlar olmuştur. Bu koşullar altında Merkez Bankası'nın sağlıklı bir şekilde orta vadeli enflasyon tahmini üretip bunu kamuoyu ile paylaşması mümkün olmadığından beklenti yönetimi konusunda güçlükler yaşanmıştır. Nitekim 2002 ve 2003 yıllarında, yıl başları itibarıyla enflasyon beklentileri ile enflasyon hedefleri arasında ciddi farklılıklar olduğu, enflasyonun tahmin edilenden hızlı düşmesine paralel olarak beklentilerin ancak yılın ikinci yarısında hedefe yakınsadığı gözlenmektedir (Grafik 5).

Grafik 5. Enflasyon Hedefleri ve Yıl Sonu Enflasyon Beklentileri (2002-2005)



Kaynak: TCMB.

Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Geçiş Süreci

Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde enflasyon hedefleri yıl sonları itibarıyla TÜFE enflasyonu cinsinden oluşturulmuş ve yalnızca 1 yıl sonrası için açıklanmıştır. Bunun yanında Uluslararası Para Fonu (IMF) ile yapılan program gereğince, merkez bankası bilançosundaki çeşitli büyüklüklere kısıt koymak yoluyla, parasal büyüklüklere ilişkin hedefler de ilave nominal çıpa olarak kullanılmıştır. Bu dönemde finansal derinleşme ve enflasyondaki hızlı düşüş nedeniyle para talebini tahmin etmek oldukça güç olduğundan parasal hedefler ile enflasyon hedefleri arasında bir uyumsuzluk olduğunun anlaşılması halinde parasal hedefler güncellenmiştir. Böylece, enflasyon hedefi dışında başka nominal hedefler olmasının yol açacağı sorunların önüne geçilmesi amaçlanmıştır.

Merkez Bankası, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi dönemini açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş dönemi olarak değerlendirmiş ve bu süreçte, iletişim politikaları, şeffaflık ve kurumsal yapının zaman içinde geliştirilmesi amaçlanmıştır. Öncelikle, Merkez Bankası'nın teknik alt yapısının güçlendirilmesine yönelik adımlar atılmıştır. Bu süreçte enflasyon dinamikleri ile aktarım mekanizmasına ilişkin projeler üretilmiştir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer ülkelerle işbirliğine gidilerek karar alma sürecine girdi teşkil edebilecek bir tahmin ve politika analizi

sistemi oluşturulmuştur. Yayımlanan periyodik raporlarda, para politikası aktarım mekanizmasına dair daha fazla bilgi paylaşılmaya başlanmıştır. Buna ilaveten, zaman içinde Merkez Bankası'nın iletişim araçları çeşitlendirilmiştir.

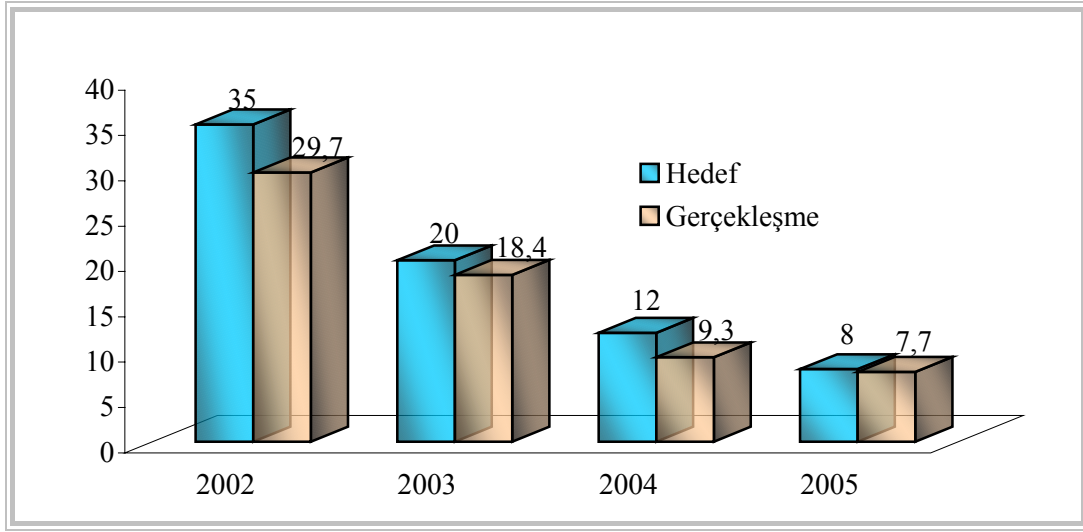
Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk yıllarında para politikası kararları Merkez Bankası Başkanı tarafından alınmış ve kararların zamanlamasına ilişkin olarak kamuoyuna önceden açıklama yapılmamıştır. Ayrıca Merkez Bankası, başlangıçtaki belirsizlikleri göz önüne alarak enflasyon ve para politikasının gelecekteki seyrinin iletişimde açık bir dil kullanmamayı tercih etmiş ve bu dili zaman içinde geliştirme stratejisini benimsemiştir.

Geçiş yılı olarak ilan edilen 2005 yılından itibaren para politikası karar alma mekanizmasının şeffaflaştırılarak öngörülebilir bir yapıya kavuşturulması, iletişim politikasının daha etkin olarak yürütülebilmesine olanak tanımıştır. Buna göre, 2005 yılından itibaren Para Politikası Kurulu'nun önceden ilan edilen takvime uygun olarak toplanmasına ve politika kararlarının gerekçeleri ile birlikte duyurulması uygulamasına başlanmıştır. Para Politikası Kurulunun karar alma sürecindeki rolü giderek güçlendirilerek resmi enflasyon hedeflemesine yumuşak bir geçiş yapılması amaçlanmıştır. Ayrıca, geçiş yılı olan 2005 yılında Türk Lirası'ndan altı sıfır atılarak, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminin kazanımlarının kalıcılığına duyulan güven gösterilmiş ve böylece para politikasının kamuoyu nezdindeki itibarının artmasına katkıda bulunulmuştur. Tüm bu uygulamalar para politikasının kamuoyu ile iletişimini güçlendirerek enflasyon beklentilerini kontrol etme gücünü artırmıştır.

Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemindeki Gelişmeler

Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde ilan edilen enflasyon hedefleri nokta hedeften ziyade bir üst sınır olarak tasarlanmıştır. Enflasyonun çok yüksek düzeylerden aşağı indirilmesinin planlandığı bu dönemde böyle bir stratejinin daha etkin olacağı düşünülmüştür. Bu çerçevede, yıllık TÜFE enflasyonunun 2002, 2003, 2004 ve 2005 yıl sonları için sırasıyla %35, %20, %12 ve %8 seviyelerinin altına çekilmesi hedeflenmiştir. Geçen süre zarfında enflasyon oranları beklentilerin de altında gerçekleşerek 2001 yılındaki yüzde 68 seviyesinden, 2005 yılı sonu itibarıyla yüzde 7,7 seviyesine kadar gerilemiştir (Grafik 6).

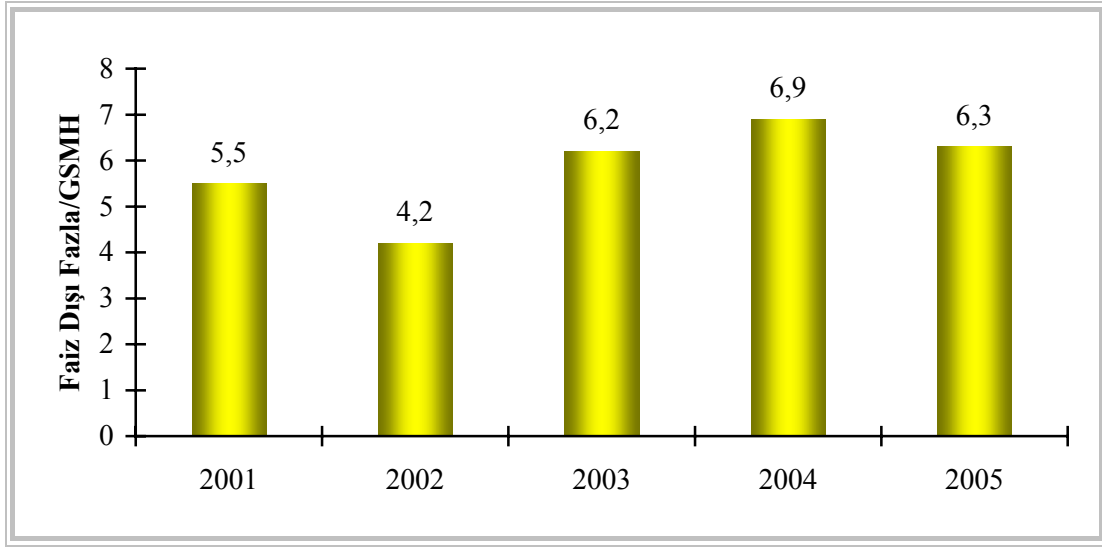
Grafik 6. Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (2002-2005)



Kaynak: TCMB.

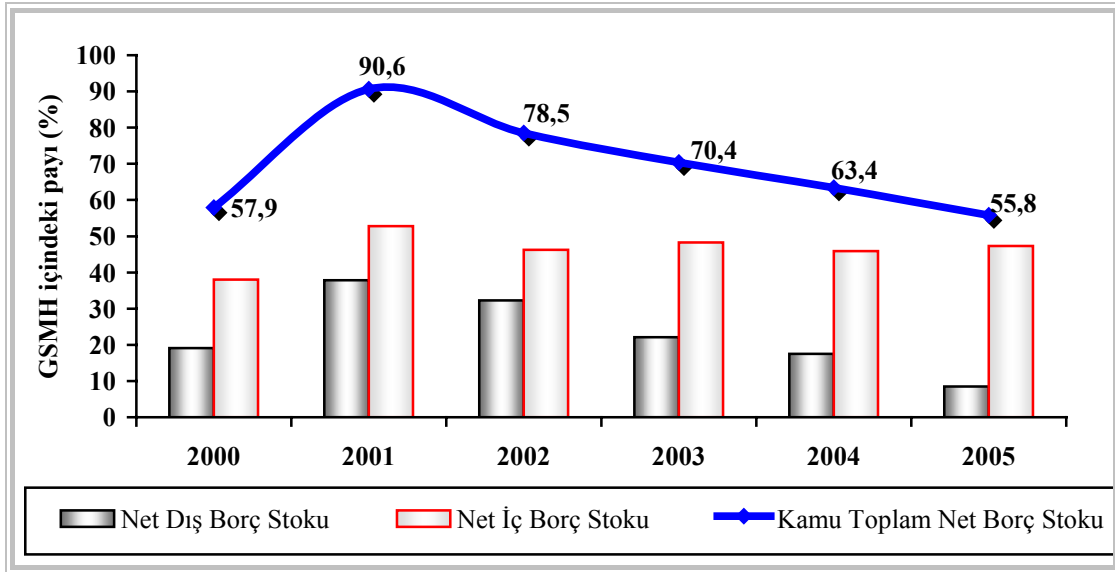
Bu dönemde para politikasının başarısında sağlanan mali disiplinin katkısı büyük olmuştur. Merkez Bankası mali disiplinin enflasyon beklentilerinin kontrol etme, ekonomik istikrarı yakalama ve fiyat istikrarını sağlama yolundaki önemini sıkça vurgulayarak sağlanan mali disiplinin önemini gündemde tutmuştur. Hedeflerin Hükümet ile birlikte belirlenmiş olması, para politikası ve maliye politikalarının koordinasyon içinde çalışmalarına olanak sağlamıştır. Sonuç olarak, uluslararası standartlara göre oldukça yüksek kabul edilen faiz dışı fazla hedefleri tutturulmuş, kamu borç stoku zamanla makul seviyelere inmiş ve dolayısıyla borç yükünün çevrilebilirliğine ilişkin kaygılar büyük ölçüde hafiflemiştir (Grafik 7 ve 8). Böylece, uzun yıllar para politikasının etkinliği önündeki en önemli engellerden birisi olarak görülen mali baskınlığın Türkiye gündemindeki önemi gittikçe azalmıştır. Bu da resmi enflasyon hedeflemesine geçiş için daha elverişli bir ortam hazırlamıştır.

Grafik 7. Kamu Sektörü Faiz Dışı Fazla Gelişmeleri (2002-2005)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

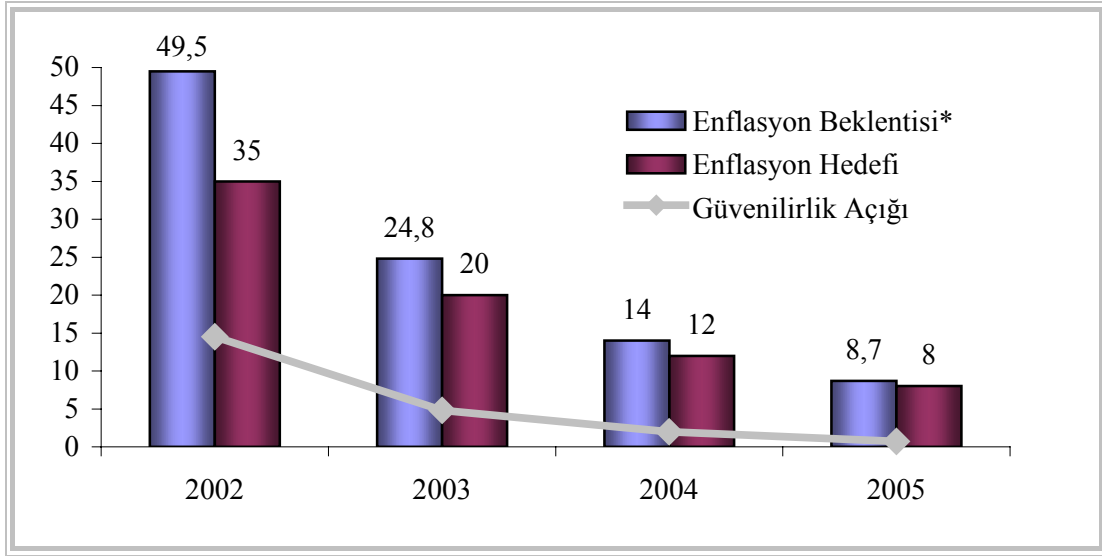
Grafik 8. Kamu Sektörü Toplam Borç Stoku Gelişmeleri (2002-2005)



Kaynak: Hazine Müsteşarlığı.

Enflasyon hedeflerine ulaşılması ve mali disiplinin sağlanması, kamuoyunun iktisat politikalarına olan güvenini artırarak para politikasının hızla itibar kazanmasını sağlamıştır. Bu durum, (kimi zaman “güvenilirlik açığı” olarak da tabir edilen) enflasyon beklentileri ile hedefler arasındaki farkın ciddi ölçüde kapanmasında kendisini göstermiştir (Grafik 9).

Grafik 9. Enflasyon Beklentilerinin Gelişimi ve Güvenilirlik Açığı

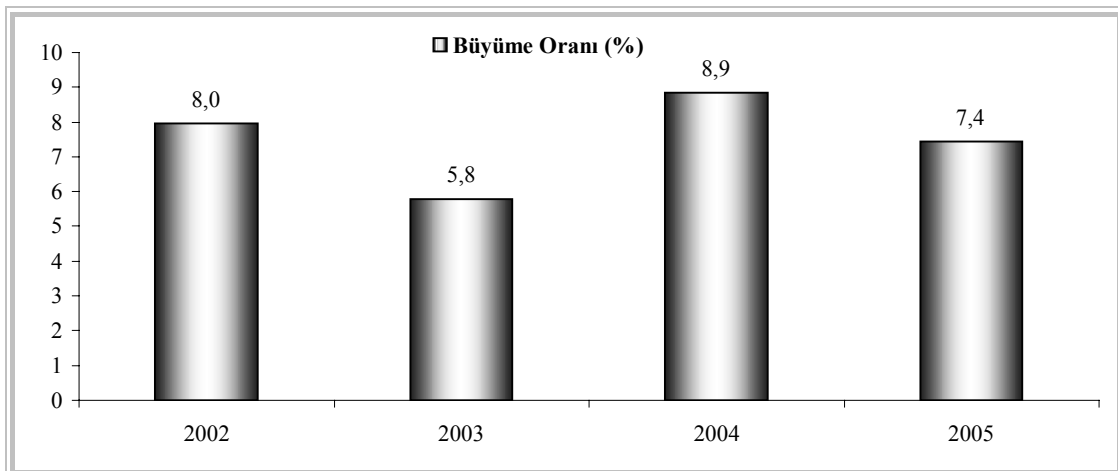


Kaynak: TCMB ve TÜİK.

(*)Merkez Bankası Beklenti Anketine göre yıl başında 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi.

Bunun yanında, 2002-2005 döneminde, Türkiye ekonomisi yıllık ortalama yüzde 7 civarında büyümüş ve üretim oynaklığı önemli ölçüde azalmıştır (Grafik 10). 2001 yılından itibaren yaşanan süreçte, ayrıca, döviz kurları ve finansal piyasalardaki oynaklık azalmış ve risk priminde düşüş gözlemlenmiştir. Buna ilaveten, yapılan çalışmalar bu dönemde ekonominin dalgalı döviz kuru rejimine uyumunun arttığını ve döviz kurundan fiyatlara geçişkenliğin 2001 yılı öncesi döneme göre azaldığını ortaya koymuştur (Grafik 11). Bunun sonucu olarak, enflasyondaki dalgalanmanın azalmasının da etkisiyle, nominal ve reel faiz oranları da belirgin olarak gerilemiş ve borçlanma vadeleri uzamıştır.

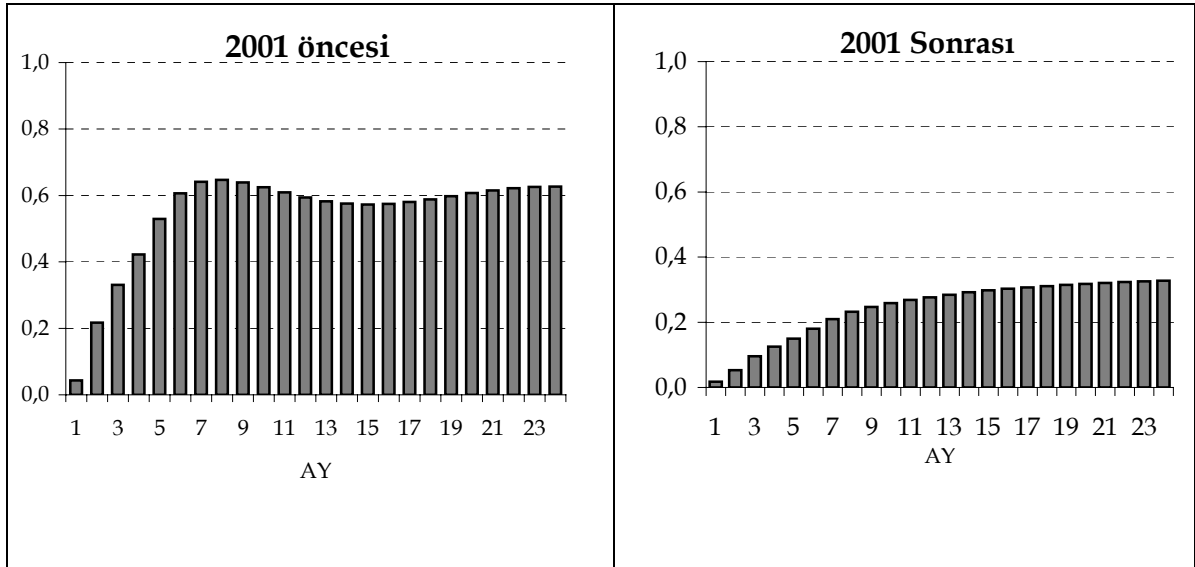
Grafik 10. 2002-2005 Döneminde Büyüme Oranları



Kaynak: DPT.

Ayrıca, ekonomide sağlanan göreceli istikrar ortamına bağlı olarak, Türk lirasına olan güven artmış ve dolarizasyon oranında azalma süreci başlamıştır (Grafik 4). Son olarak, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde fiyatlama davranışları değişmiş ve döviz kuruna endeksleme oranı düşmüştür (Kara ve diğ., 2007-a).¹⁵

Grafik 11. Döviz Kuru Geçişkenliğindeki Değişim



Kaynak: Kara ve Ögünç (2008)

B. Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi (2006 ve sonrası)

Para Politikası: Genel Çerçeve

Merkez Bankası, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde elde edilen çarpıcı başarıdan aldığı cesaretle, açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için gerekli ön koşullarda önemli iyileşme sağlandığını da göz önüne alarak, 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. Uygulamaya konulan rejimin operasyonel çerçevesi tasarlanırken, gelişmekte olan ülkelere özgü olan ve ikinci bölümde ayrıntılı olarak bahsedilen sorunlar göz önünde bulundurulmuştur. Böylece enflasyon hedeflemesi rejimine başlanırken, gerek modern merkez bankacılığı ilkeleri gerekse enflasyon hedeflemesi rejimine ilişkin akademik yazınla uyumlu ve gelişmiş bir operasyonel yapı ile yola çıkılmıştır. Rejimin genel çerçevesi şu şekilde oluşturulmuştur:

¹⁵ Türkiyede değişen enflasyon dinamikleri ve döviz kuru enflasyon ilişkisi konusundaki bulgular Kara ve Ögünç (2008) ve Kara ve diğ (2007-a) çalışmalarında kapsamlı olarak ele alınmaktadır.

(i)Hedefler ve Belirsizlik Aralığı

Türkiye’de açık enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde, enflasyon hedefleri, yıllık TÜFE enflasyonu üzerinden ve nokta hedef olarak tanımlanmaktadır. Hedeflerin nokta hedef olarak tanımlanması, nokta hedeflerin kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilir ve iletişim açısından avantajlı olmasından kaynaklanmaktadır. Diğer taraftan, hedeflenen gösterge olarak TÜFE’nin tercih edilmesinin nedeni ise, bu endeksin toplumun her kesimi tarafından kolaylıkla takip edilebiliyor ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçebiliyor olmasıdır. Ayrıca, enflasyon hedefleri, Hükümet ile birlikte, üç yıllık bir hedef ufku için belirlenmektedir. Böylece, enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığının ve diğer makroekonomik projeksiyonlarla uyumunun güçlendirilmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede, açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçişte, Merkez Bankası, enflasyon hedeflerini 2006 yılı için yüzde 5, 2007 ve 2008 yılları içinse yüzde 4 olarak açıklamıştır.

Enflasyonun, TÜFE gibi kapsamlı bir gösterge ile ölçülüyor olması, enflasyonda para politikasının kontrolü dışındaki unsurlardan kaynaklanan oynaklıklar gözlemlenmesine neden olabilmektedir. Özellikle, TÜFE içindeki gıda kaleminin ağırlığının yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon; petrol fiyatlarındaki gelişmeler, uluslararası likidite koşulları ile küresel risk algılamasındaki değişimler, dolaylı vergi ve kamu fiyat ayarlamaları, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülemeyen hareketler gibi unsurlardan önemli ölçüde etkilenerek hedeflerden sapabilmektedir. Türkiye’de tüm bu unsurlara ekonomideki veri ve model belirsizliğinin de eklenmesi, nokta hedef etrafında tanımlanan belirsizlik aralığının geniş tutulmasını gerektirmiştir. Bu çerçevede, açık enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk üç yılında belirsizlik aralığı, hedef etrafında 2 yüzdelerlik puan olarak tanımlanmış ve yıl sonu hedefi ile tutarlı üçer aylık enflasyon patikası ile birlikte açıklanmıştır.

Merkez Bankası Kanunu gereğince, enflasyon gerçekleşmelerinin hedeften aşırı sapma göstermesi halinde, Banka’nın hedeften sapmanın nedenlerini ve hedefe tekrar yakınsanması için alınması gereken tedbirleri yazılı olarak Hükümet’e bildirmesi ve bunu kamuoyu ile de paylaşması gerekmektedir. Bu noktada, nokta hedef etrafında her iki yönde simetrik olarak tanımlanan bir belirsizlik aralığı oluşturularak, hedeflerden aşırı sapmanın eşikleri belirlenmektedir. Buna ilaveten, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminin aksine, Merkez Bankası, belirlenen nokta hedefe

mümkün olduğunca yakın olmaya çalışmakta ve hedeften yukarı ve aşağı yönlü sapmaları eşit ölçülerde değerlendirmektedir.

Belirsizlik aralığı ve açıklanan hedefle uyumlu patika, aynı zamanda IMF ile yapılan ve 2008 yılı Nisan ayı itibarıyla sona eren program çerçevesinde, üçer aylık gözden geçirmelerde kullanılan performans kriterlerine de baz oluşturmuştur. Bu dönem içinde Merkez Bankası, enflasyon gerçekleştirmelerinin belirsizlik aralığının dışına çıkması durumunda, hedeften sapmanın nedenlerini ve alınması gereken önlemleri Hükümet'e bir "açık mektup" ile bildirerek kamuoyuna açıklamış ve aynı mektubu program şartlılığının bir gereği olarak IMF'ye de iletmiştir. Buna ilaveten, açık enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk iki yılında, program çerçevesinde belirlenen performans kriterlerinin bir diğerini ise, Net Uluslararası Rezervler kalemine ilişkin alt sınırlar oluşturmuştur.

(ii) Tahmin Ufku

Açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilen 2006 yılında, enflasyon tahminleri, bir buçuk yıllık bir süreyi kapsayacak şekilde açıklanmıştır. Tahmin ufku, enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan diğer ülkelerde bir yıl ila dört yıl arasında değişiklik göstermekle birlikte, genel olarak ülkelerin büyük bir kısmında iki yıl olarak belirlenmiştir. 2007 yılından itibaren, Merkez Bankası da, tahminlerin iki yıl için verilmesini kararlaştırmıştır. Bu yenilikle beraber, ekonomik birimlerin önlerini daha iyi görebilmelerine katkıda bulunulması amaçlanmıştır. Ayrıca, Beklenti Anketi sonuçları ile kıyaslanabilir bir tahmin ufku oluşturulması, enflasyon tahminlerinin daha kolay incelenip değerlendirilmesine olanak tanımıştır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin tahminlerinin sunumuna ilişkin farklılıklara birinci bölümde değinilmişti. Bazı ülkeler yalnızca enflasyon tahminlerini sunarken, bazı ülkeler ise büyüme, çıktı açığı, çeşitli çekirdek enflasyon göstergeleri gibi ilave değişkenlere ilişkin tahminlerini açıklamaktadır. Bunun yanı sıra, az sayıda ülke, enflasyon tahminlerini ve bu tahminlerin oluşturulmasında kullanılan, gelecek dönem faiz patikasını rakamsal olarak sunmaktadır. Diğer taraftan, ülkelerin büyük bir kısmı ise, gelecek dönem faiz patikasının seyrine ilişkin öngörülen sözlü olarak

açıklamaktadır.¹⁶ Türkiye’de Merkez Bankası, hem enflasyon hem çıktı açığına ilişkin tahminlerini grafiksel ve rakamsal olarak, bu tahminlere baz oluşturan faiz patikasını ise niteliksel olarak açıklamaktadır. Bunun nedeni, bir çok gelişmekte olan ülkede olduğu gibi, Türkiye’de de finansal piyasaların yeterince derinleşmemiş olması ve dolayısıyla, faiz patikasının öngörülememesi ve sık sık güncellenmesidir.

(iii) Temel Politika Aracı

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde Merkez Bankası’nın temel para politikası aracı Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Repo-Ters Repo Pazarında uygulanmakta olan gecelik faiz oranlarıdır. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin büyük bölümü temel politika aracı olarak borç verme faiz oranlarını kullanırken, Türkiye’de uzun süre borç alma faiz oranı etkili olmuştur. Bunun temel nedeni, 2001 krizi sonrasında bazı bankaların bilançolarını iyileştirmek amacıyla bu bankalara ait Devlet İç Borçlanma Senetlerinin Merkez Bankası tarafından satın alınması ile yaşanan likidite fazlasıdır. Böyle bir ortamda, Merkez Bankası piyasadaki net borçlanıcı konumunda olduğundan piyasalar açısından borç alma faiz oranı referans oluşturmakta ve dolayısıyla, piyasa faizleri merkez bankasının borç alma faizlerine yakınsamaktadır. Piyasadaki likidite fazlasının ortadan kalkmasıyla birlikte Merkez Bankası borç verme faizleri referans faiz oranı olacaktır.

(iv) Karar Alma Mekanizması

2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte, Merkez Bankası’nın karar alma mekanizması kurumsallaşma ve şeffaflaşma yönünde ciddi ilerleme kaydetmiştir. Bu çerçevede, Para Politikası Kurulu,¹⁷ para politikası kararlarında tavsiye veren konumundan, karar alıcı konumuna geçmiştir. Kurul, kararlarını, yıllık olarak önceden duyurulmuş bir takvim çerçevesinde yaptığı aylık toplantılarda oylama yöntemiyle almaktadır. Kurul toplantılarında faiz oranlarına ilişkin olarak alınan kararlar, kararın gerekçesini özetleyen kısa bir metin aracılığıyla kamuoyuna duyurulmaktadır. Bunun yanı sıra, Para Politikası Kurulunun değerlendirmelerini ve enflasyon görünümüne yönelik duruşunu özetleyen metin ise,

¹⁶ Bazı ülkelerde ise içsel bir faiz patikası açıklanmamakta, oluşturulan tahminler sabit faiz varsayımı altında ya da piyasa beklentilerine uygun olarak oluşturulmaktadır.

¹⁷ Para Politikası Kurulu, Başkanın başkanlığı altında, dört Başkan Yardımcısı, bir Banka Meclisi Üyesi, ve Başkanın önerisi üzerine müşterek kararlar atanacak bir üyeden oluşmaktadır.

Para Politikası Kurulu Toplantı Özeti adıyla, toplantı tarihinden sonra 8 iş günü içinde yayımlanmaktadır.¹⁸

Para Politikası Kurulu, faiz kararlarını alırken, orta vadeli bir bakış açısıyla, gelecek dönemdeki enflasyon görünümüne odaklanmaktadır. Buna paralel olarak, dışsal şokların enflasyon üzerindeki geçici etkilerine anında tepki verilmemesi ve orta vadeli hedeflere vurgu yapılarak politika tepkisinin zamana yayılması prensibi benimsenmektedir. Kurul, faiz kararı alırken, toplam arz-talep dengesi, maliye politikasına ilişkin göstergeler, parasal göstergeler ve kredi büyüklükleri, ücret-istihdam-birim maliyet-verimlilik gelişmeleri, kamu ve özel sektör fiyatlama davranışları, enflasyon beklentileri, döviz kurları ve bunları etkileyebilecek gelişmeler, olası dışsal şokların analizi ve Banka içinde üretilen ekonomik tahmin sisteminden elde edilen projeksiyonları içeren geniş bir bilgi kümesinden yararlanmaktadır.

(v) Temel İletişim Araçları

Enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde para politikasının temel iletişim aracı yılda dört kez yayımlanmakta olan Enflasyon Raporudur. Enflasyon Raporunda, enflasyonun seyri ile makroekonomik ve finansal gelişmelere ilişkin kapsamlı analizlerin yanı sıra, Merkez Bankası'nın enflasyon tahminleri, para politikasının gelecekteki seyrine ilişkin risk faktörleri, söz konusu risklerin gerçekleşmesi halinde Merkez Bankası'nın ortaya koyabileceği olası politika tepkileri ve gelecekte uygulanabilecek faiz patikasına ilişkin sinyaller yer almaktadır. Bunun yanı sıra, son dönemlerde, Enflasyon Raporu, enflasyonun hedeflerden sapmasının nedenleri ile enflasyonu hedeflere yakın tutmak için gerekli görülen tedbirleri de içermekte ve böylece, temel iletişim aracı olma işlevinin yanı sıra, hesap verebilirlik mekanizması açısından da önemli bir rol üstlenerek açık mektupların tamamlayıcı unsuru olmaktadır.

İletişim politikalarının bir diğer önemli aracı ise, 2006 yılı Temmuz ayından itibaren fiyat endekslerinin açıklanmasını takip eden iki iş günü içinde yayımlanmaya

¹⁸ 2006 yılında, para politikası kurulu toplantıları değerlendirme özetleri 5 iş günü içinde açıklanmaktaydı. İletişim politikalarının güçlendirilmesi amacıyla anılan metnin İngilizce tercümesi ile aynı anda yayımlanması uygulamasına geçildiği 2007 yılından itibaren bu süre 8 iş gününe çıkarılmıştır.

başlanan ve aylık enflasyon verilerinin doğru anlaşılmasına katkıda bulunmayı amaçlayan Aylık Fiyat Gelişmeler Raporudur. Bütün bunlara ek olarak, Merkez Bankası yetkililerinin yurt içi ve yurt dışı toplantılarda yaptığı sunum ve konuşmalar iletişim politikasının önemli bir ayağını oluşturmaktadır. Ayrıca, Banka bünyesinde yayımlanan araştırma tebliğleri, kitapçıklar ve teknik notlar ile düzenlenen konferans ve çalıştaylar da iletişim politikasının etkin bir unsuru olarak kullanılmaktadır.

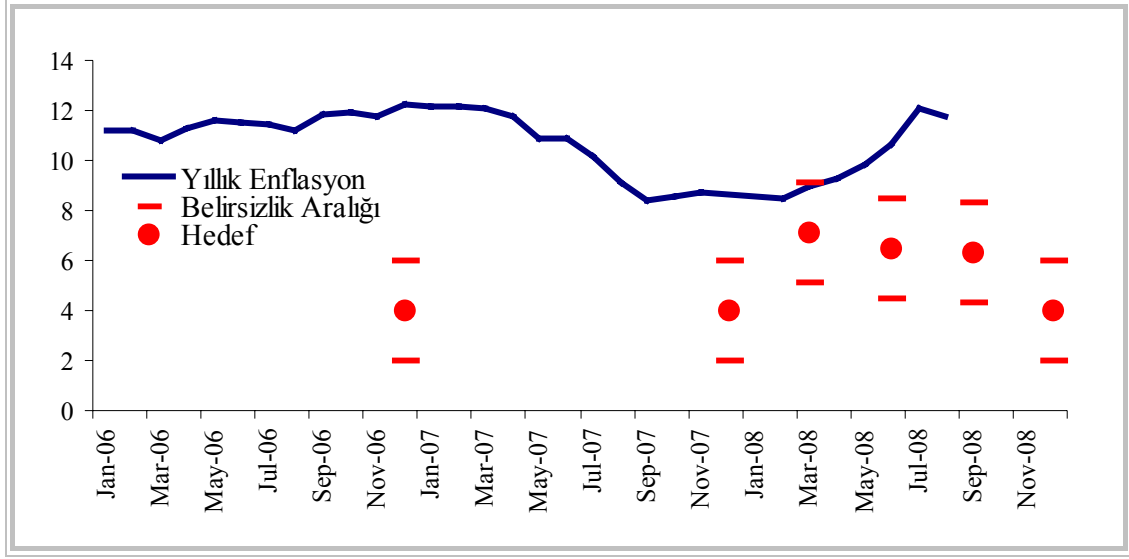
(vi) Döviz Kuru Politikası

Döviz kuru rejimi Hükümet ile birlikte belirlenmiş olmasına rağmen, kur politikasının uygulanması Merkez Bankası'nın sorumluluğundadır. Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesine geçerken uygulanan dalgalı kur rejiminin ana ilkelerine ilişkin ayrıntılı bilgiler sunmuştur. Buna göre, döviz kurları piyasadaki arz ve talep koşulları tarafından belirlenmekte ve Merkez Bankası'nın herhangi bir kur hedefi bulunmamaktadır. Döviz kurlarında aşırı oynaklık görülmesi ya da aşırı oynaklığa neden olabilecek gelişmelerin yaşanması durumunda Merkez Bankası, döviz piyasalarına doğrudan alım ya da satım müdahaleleri yapabilme hakkını saklı tutmaktadır. Bunun yanı sıra, Merkez Bankası, rezerv biriktirme amaçlı döviz alım ihaleleri düzenleyebilmektedir. Merkez Bankası döviz piyasasındaki arz ve talep koşullarını mümkün olduğunca düşük düzeyde etkilemek için, 2005 yılından itibaren döviz alım ihalelerini önceden açıklanan programa uygun olarak ve yine önceden ilan edilmiş limitler dahilinde gerçekleştirmeye başlamıştır. Ancak, döviz arzına ilişkin öngörülerin dışında önemli gelişmeler olması durumunda, ihale programlarında önceden duyurularak değişiklikler yapılabilmektedir.

B. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi Gelişmeleri (2006 ve sonrası)

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiği dönemden itibaren Türkiye ekonomisi bir dizi dışsal şoka maruz kalmıştır. Büyük ölçüde para politikasının kontrolü dışında gerçekleşen ve bir çoğu uzun süre kalıcı olan bu şoklar, bu dönemde enflasyon hedeflerinin belirgin olarak aşılmasının temel nedeni olmuştur (Grafik 12).

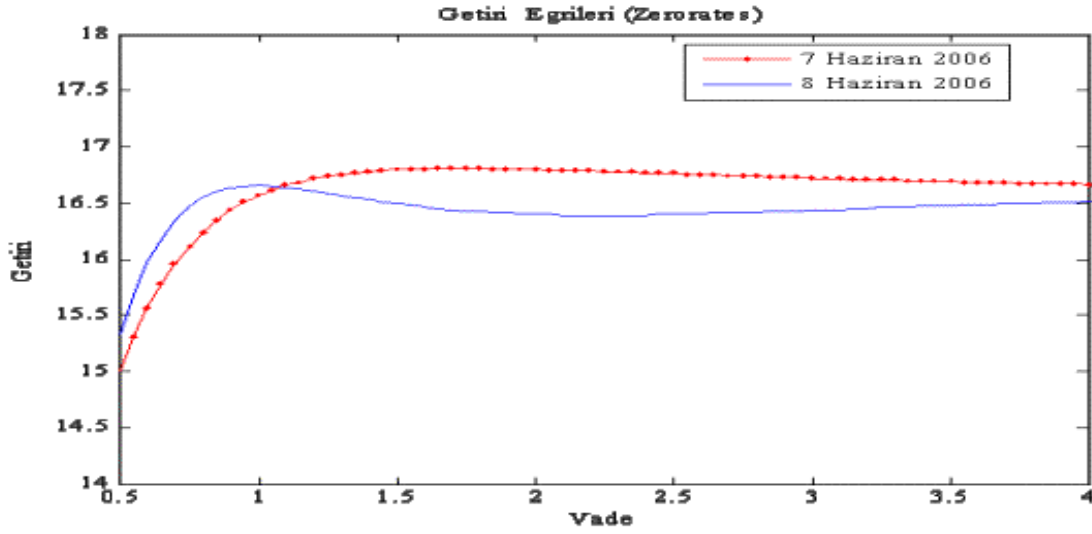
Grafik 12. 2006-2008 Dönemi Enflasyon Hedef ve Gerçekleşmeleri



Kaynak: TCMB ve TÜİK.

Yeni rejim ilk olarak, 2006 yılının Mayıs-Haziran döneminde küresel likidite koşullarının gelişmiş ülkeler lehine değişmesinin sonucunda gelişmekte olan ülkelerin mali varlıklarına olan talebin düşmesi ve sermayenin bu ülkelere çıkmaya başlaması ile test edilmiştir. Uluslararası piyasalarda yaşanan bu finansal türbülans, bir çok gelişmekte olan ülke gibi Türkiye ekonomisini de önemli ölçüde etkileyerek, enflasyonun ve enflasyon beklentilerinin kontrolden çıkmasına neden olmuştur. Bu dönemde Yeni Türk Lirası'nın bir ay içinde yaklaşık yüzde 30 civarında değer kaybetmesi, döviz kuru geçişkenliğinin geçmiş dönemlere kıyasla daha düşük seviyede olmasına rağmen, enflasyondaki artışa katkıda bulunan bir unsur olarak ortaya çıkmıştır. Bu gelişmeler sonucunda Enflasyon beklentilerindeki bozulma hızlanmıştır. Merkez Bankası, bu bozulmanın fiyatlama davranışları üzerinde kalıcı etkiler oluşturmaması amacıyla parasal sıkılaştırmaya gitmiştir. Haziran 2006'da politika faiz oranlarının 175 baz puan artırılmasının hemen ardından getiri eğrisinin orta ve uzun vadeli kısımları aşağı kaymıştır (Grafik 13). Bu gözlem, aynı zamanda mali baskınlığın büyük ölçüde ortadan kalkmış olduğunu teyit etmesi bakımından büyük önem taşımaktadır.

Grafik 13. Getiri Eğrileri*



*Akıncı ve diğ. (2007)'de kullanılan yöntemle elde edilmiştir.

Sonuç olarak, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaya başlanıldığından beri ilk kez, üstelik de ciddi boyutta, faiz artırımına gidilmiş ve krizin ikincil etkilerinin derinleşmesini büyük ölçüde engellenmiştir. Alınan politika önlemleri sonrasında döviz kurlarındaki oynaklık azalmış, enflasyon beklentilerindeki bozulma durmuştur. 2006 Haziran ayındaki parasal sıkılaştırma, 2007 yılının ikinci yarısından itibaren iktisadi faaliyetler üzerindeki etkisini göstermeye başlamış ve ekonomi yavaşlamıştır. Böylece, politika faizlerindeki değişikliğin toplam talep ve özellikle ticarete konu olmayan malların enflasyonu üzerinde etkili olduğu teyit edilmiştir.

Merkez Bankası sert politika tepkisiyle enflasyonu yeniden kontrol altına almayı başarmış olsa da, yaşanan bu dalgalanmanın özellikle fiyatlandırma davranışı, enflasyon beklentileri ve para politikasının itibarı açısından önemli maliyetleri olmuştur.

Açık enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde enflasyondaki düşüşü engelleyen en önemli unsur, 2006 yılından bu yana enerji ve gıda fiyatlarında gerçekleşen yüksek oranlı artışlar ve yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamalarından kaynaklanan arz şokları olmuştur. II. bölümde de değinildiği gibi, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde tüketicilerin harcama sepetinde gıdanın ağırlığının yüksek olması, bu kaleme büyük bir şok geldiğinde enflasyon beklentilerinin yönetimi konusunda ciddi zorluklar doğurmaktadır. 2006 ve 2007 yıllarında enflasyonun sırasıyla yüzde 5 ve 4 olarak hedeflendiği ve sadece gıda fiyatlarındaki gelişmelerin bu yıllarda enflasyona

doğrudan katkısının 3,1 ve 3,4 puana ulaştığı göz önüne alındığında bu durumun yarattığı zorluklar daha net görülmektedir.¹⁹

Enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonun hedeflerin belirgin olarak üzerinde kalması beklenti yönetimini daha da önemli hale getirmiştir. Özellikle 2007 yılının ortalarından itibaren enflasyonun yükselişe geçmesi aktif bir iletişim politikası izlenmesini gerektirmiştir. Merkez Bankası'nın bu dönemde ortaya çıkan şoklara karşı izlediği iletişim stratejisi iki aşamada özetlenebilir:

Birinci aşama: Temel Enflasyon Göstergelerine Vurgu

Arz şoklarının belirginleşmeye başladığı 2007 yılından itibaren Merkez Bankası enerji ve gıda fiyatlarını dışlayan temel (çekirdek) enflasyon göstergelerine sıkça atıfta bulunmuştur. Ortalama enflasyondaki yükselişe rağmen temel enflasyon göstergeleri üzerinde bir baskı görülmediği ifade edilmiş ve arz şoklarından doğrudan etkilenmeyen fiyatların makul seviyelerde seyrettiğine dikkat çekilmiştir. Dolayısıyla, enerji ve gıda fiyatlarındaki yükselişin geçici olacağı varsayımı altında enflasyonun bir süre sonra tekrar düşüş eğilimine gireceği öngörülmüş ve iktisadi birimlerin orta vadeye odaklanmalarının sağlanması amaçlanmıştır. Bu yaklaşım başlangıçta enflasyon beklentilerini kontrol altına almakta başarılı olmuştur. Bununla birlikte, şokların beklenenden daha kalıcı olması, zaman içinde gıda ve enerji fiyatlarındaki yükselişin ekonominin genelindeki fiyatlara yansımaya başlamasına neden olmuş ve temel enflasyon göstergelerinde yükseliş gözlenmiştir. 2007 yılın yaz aylarından itibaren küresel piyasalarda gözlenen çalkantıya 2008 yılının başında yurt içi siyasi belirsizlikler de eklenince Türk lirasında belirgin bir değer kaybı gözlenmiş ve enflasyon beklentilerini kontrol etmek daha da zorlaşmıştır. Bu doğrultuda Merkez Bankası iletişim stratejisinde ikinci aşamaya geçmiştir.

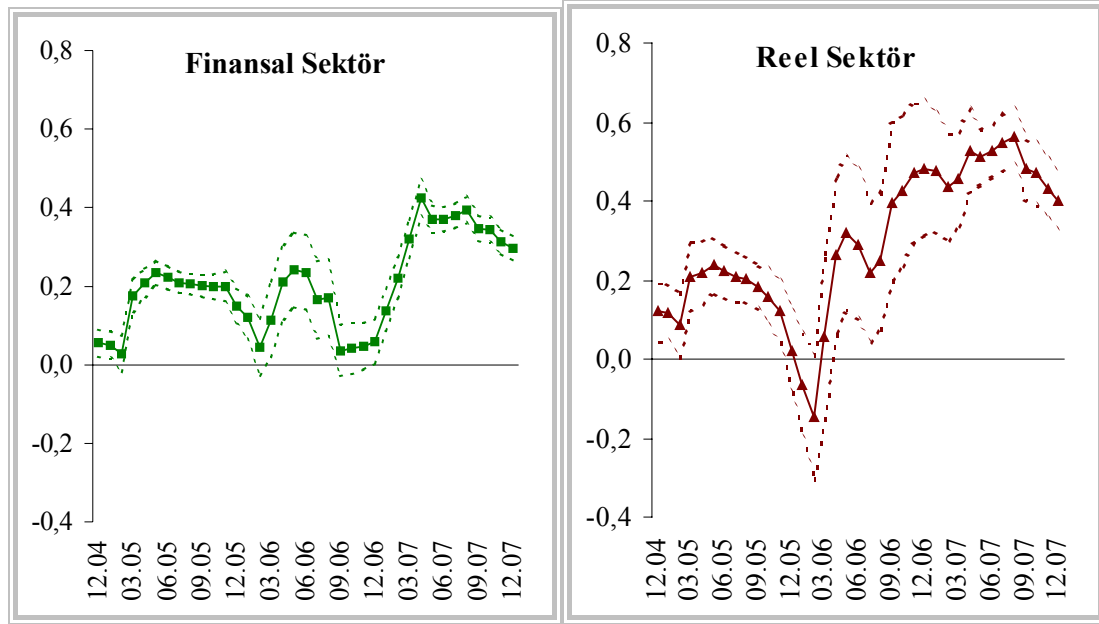
İkinci aşama: Hedef Değişikliği

Enflasyon hedeflemesi dönemi boyunca enflasyonun hedeflerin belirgin olarak üzerinde seyretmesi, iktisadi birimlerin beklenti oluşturma biçimini olumsuz yönde etkilemiştir. Başkaya, Kara ve Mutluer (2008), enflasyonda hızlı bir düşüşün yaşandığı 2002-2005 yılları arasında iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini

¹⁹ Bu rakamlar, TÜFE enflasyonunun 2006 yılı için yüzde 32'sini ve 2007 yılı için ise yüzde 41'ini oluşturmaktadır.

oluştururken büyük ölçüde enflasyon hedeflerine bağlı kaldığını; ancak 2006 yılının ortalarına doğru, gerek arz şoklarının belirginleşmesi gerekse yaşanan portföy şoku sonrasında enflasyonun yıl sonu hedefinden uzaklaşması nedeniyle, beklenti oluşumundaki bu yapının değiştiğini bulgulamıştır. Buna göre, enflasyon beklentileri oluştururken giderek artan oranda geçmiş dönem enflasyonuna ağırlık verildiği ve enflasyon beklentilerinin döviz kuru, risk primi gibi değişkenlere duyarlılığının arttığı gözlemlenmektedir (Grafik 14).

Grafik 14. Enflasyon Beklentilerinde Geçmiş Dönem Enflasyonun Ağırlığı

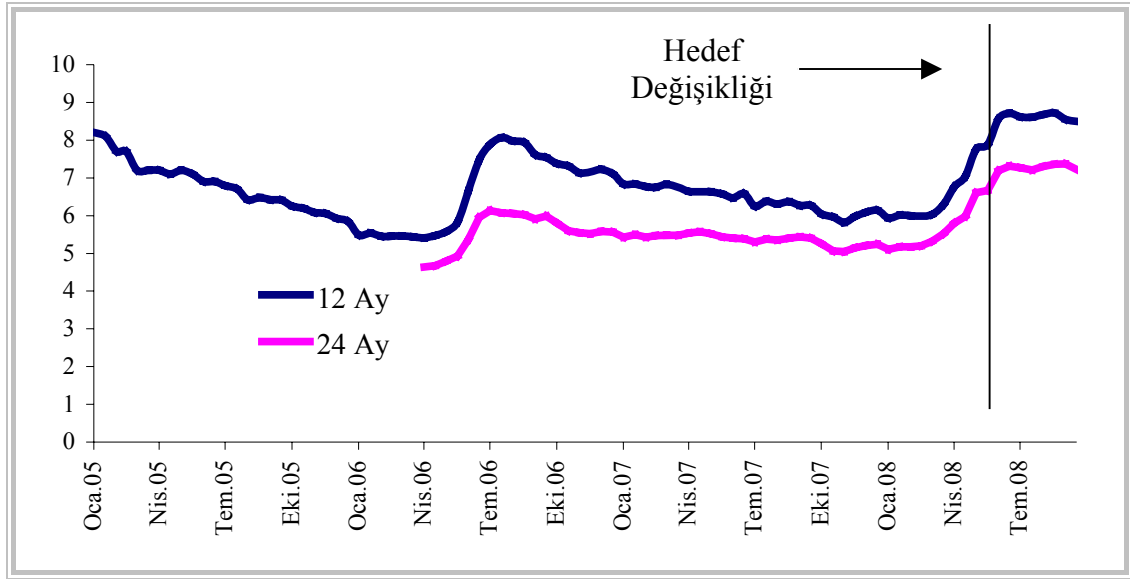


Kaynak: Başkaya, Kara ve Mutluer (2008)

Sonuç olarak, hedeflerin iki yıl üst üste belirgin olarak aşılması ve üçüncü yılda da aşılmasının beklenmesi, enflasyon hedeflerinin beklentiler için referans teşkil etme fonksiyonunun zayıflamasına neden olmuştur. Bu durumun kalıcı olması halinde enflasyonla mücadelenin maliyetinin daha da yükseleceğini öngören Merkez Bankası, enflasyon beklentilerini tekrar kontrol altına almak ve uygulanan rejime güvenilirliği yeniden tesis etmek amacıyla, Haziran 2008'de Hükümete hitaben yazılan bir açık mektupla orta vade için yeni hedefler belirlenmesini önermiştir. Merkez Bankası'nın bu önerisi Hükümet tarafından da benimsenmiş ve buna göre enflasyon hedefleri 2009-2011 yılları için sırasıyla yüzde 7,5, 6,5 ve 5,5 olarak belirlenmiştir. Böylece, iktisadi birimlerin beklentilerini oluştururken referans alabilecekleri daha gerçekçi enflasyon oranları belirlenerek, enflasyon beklentilerinin kontrol edilmesi

amaçlanmıştır. Diğer yandan, Merkez Bankası hedefleri değiştirmenin enflasyon beklentilerini kısa vadede bozma potansiyelini göz önüne alarak hedef değişikliğini parasal sıkılaştırmayla birlikte uygulamıştır. Nitekim, hedef değişikliğinin duyurulduğu dönemde orta vadeli enflasyon beklentilerinde bir miktar bozulma olmuş ancak sonrasında siyasi belirsizliğin azalması ve parasal sıkılaştırmanın da etkisiyle enflasyon beklentileri tekrar kontrol altına girmiştir (Grafik 15).

Grafik 15. 12 ve 24 Ay Sonrasına İlişkin Enflasyon Beklentileri



Kaynak: TCMB.

Bu önlemlere ilaveten, Merkez Bankası, emtia fiyatlarındaki belirsizliği göz önüne alarak, 2008 yılı Nisan ayından itibaren, enflasyon tahminlerini temel senaryonun yanında gıda ve enerji fiyatlarına ilişkin alternatif senaryolara göre de sunmaya başlamıştır. Ayrıca hedef değişikliğinin uzun vadeli beklentileri bozmasını engellemek amacıyla enflasyon raporunda tahmin ufku üç yıla uzatılmıştır.

2006-2008 yılını kapsayan enflasyon hedeflemesi döneminde, Merkez Bankası hedeflerden sapmaları ve politika tedbirlerini açıklayan açık mektuplar yazmış ve hesap verebilirlik ilkesini kesintisiz olarak uygulamıştır.

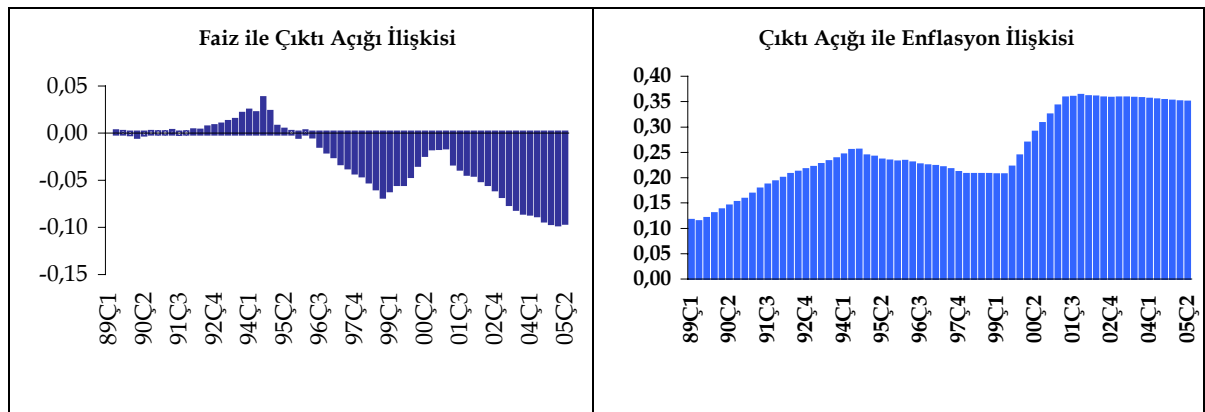
Türkiye’de Para Politikasının Enflasyon Üzerindeki Etkisine İlişkin Bulgular:

Geleneksel para politikası aktarım mekanizmasının temel olarak üç ayağı bulunmaktadır. Bunlardan birincisi kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki

ilişkidir. Aktaş ve diğ. (2008), örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin son döneminde ve açık enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde para politikası kararlarının beklenmeyen kısmının, uzun vadeli piyasa faiz oranları üzerinde etkili olduğunu ortaya koymaktadır. İktisadi birimlerin harcama, tasarruf ve yatırım kararlarını alırken piyasa faiz oranlarına odaklandığı düşünüldüğünde, bu durum, Merkez Bankası'nın politika faiz kararlarının hane halkının ve firmaların karşılaştığı uzun dönemli faiz oranlarını etkileyebildiğini göstermektedir. Bir diğer ifadeyle, bu çalışma, aktarım mekanizmasının faiz kanalının ilk ayağının etkili olarak işlediğini ortaya koymaktadır (Gürkaynak ve diğ., 2005).

Para politikası aktarım mekanizmasının ikinci ayağı piyasa faizleri ile iktisadi faaliyet arasındaki ilişkidir. Kara ve diğ. (2007-b), zaman içinde değişen parametreler metoduyla yaptıkları tahminlerde, piyasa (reel) faizleri ile toplam talep arasındaki ilişkinin örtük enflasyon hedeflemesine geçiş döneminden sonra belirgin olarak değiştiğini göstermektedir. Buna göre, 2001 yılı öncesinde reel faizler ile çıktı açığı arasındaki ilişki genelde negatifken, enflasyon hedeflemesine geçiş döneminden sonra geleneksel aktarım mekanizmasında olması gerektiği gibi bu ilişki pozitif olmuştur. Diğer bir ifadeyle, 2001 sonrasında reel faizin arttığı dönemlerde iktisadi faaliyetin yavaşladığı görülmektedir (Grafik 16).

Grafik 16. Zaman İçinde Değişen Makroekonomik Dinamikler



Kaynak: Kara, Ögünç, Özlale ve Sarıkaya (2007)

Geleneksel aktarım mekanizmasının üçüncü ayağı, toplam talep ile enflasyon arasındaki ilişkidir. Kara ve diğ. (2007-b) çalışması, Türkiye'de toplam talepteki

yavaşlamanın enflasyonu düşürdüğünü göstermekte, daha da önemlisi bu ilişkinin 2001 yılından sonra belirgin olarak güçlendiğine işaret etmektedir (Grafik 16).

Başçı, Özel ve Sarıkaya (2007) ise Türkiye’de yüksek yükümlülük dolarizasyonunun halen para politikasının etkinliğini sınırlayan bir unsur olduğunu ifade etmekle birlikte, son yıllarda mali baskınlığın etkisini yitirmesi, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisinin azalması ve iktisadi temellerdeki iyileşme gibi unsurların parasal aktarım mekanizmasının belirgin olarak güçlendirdiğini belirtmektedir.

Sonuç olarak, yapılan çalışmalar Türkiye’de enflasyon hedeflemesi döneminde kısa vadeli faizlerdeki değişimin toplam talep kanalıyla enflasyon üzerinde etkili olduğuna işaret etmektedir. 2006 yılının ortalarından itibaren uygulanan parasal sıkılaştırmadan yaklaşık bir yıl sonra temel enflasyon göstergelerinde belirgin bir iyileşme gözlenmiş olması bu saptamayı doğrulamaktadır. Bununla birlikte tüketici fiyat endeksini yaklaşık yarıya yakın bölümünün gıda, enerji ve yönetilen/yönlendirilen fiyatlar gibi para politikasının etki alanı dışındaki kalemlerden oluşması, Merkez Bankası’nın enflasyon üzerindeki kontrolünü sınırlayan bir unsur olmaya devam etmektedir.

IV. Sonuç ve Genel Değerlendirme

Bu çalışmada enflasyon hedeflemesi rejimi ana hatlarıyla tanıtılmış, gelişmekte olan ülkelere özgü uygulama sorunlarına değinilmiş ve bu çerçevede temel alınarak Türkiye’nin 2001 krizi sonrası enflasyon hedeflemesi tecrübesinin genel bir değerlendirmesi yapılmıştır.

Enflasyon hedeflemesi, parasal büyüklüklerin veya döviz kurunun hedeflendiği rejimlere kıyasla önemli avantajlar getirmesine karşın, bu rejimin de kendine has zorlukları bulunmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde gerek kurumsal gerekse iktisadi ve mali yapının yeterince olgunlaşmamış olması, başlangıçta gelişmiş ülkeler için tasarlanmış bu rejimin, gelişmekte olan ülkeler için de uygulanması konusunda bazı tartışmaları gündeme getirmiştir.

İktisadi yazında, gelişmekte olan ÷lkelerde enflasyon hedeflemesinin başarıyla uygulanabilmesi için bir çok n koşulun sağlanması gerektiğini vurgulayan çalışmalar bulunmaktadır. Bununla birlikte, ÷lke tecrübeleri, bahsi geçen bu koşulların enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmeden önce kesin olarak sağlanması gereken kurallar olarak düşün÷lmemesi gerektiğine işaret etmektedir. Bu erevede, T÷rkiye’de dahil bir çok ÷lke, enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya bu ön koşulların bir kısmından yoksun olarak başlamış ve şartların bir bl÷m÷n÷ zaman içinde iyileştirmiştir. Nitekim, dile getirilen b÷t÷n zorluklara rağmen, enflasyon hedeflemesi rejiminin gelişmekte olan ÷lkelerde makroekonomik performansı iyileştirdiği gr÷lmektedir (Fraga ve diğ. (2002), Batini ve Laxton (2006)).

Pratikte gözlemlenen bir çok avantajına rağmen, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısını değerlendirirken dikkatli olunması gereken önemli bir husus bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlayan ÷lkeler, genel olarak bu rejimle birlikte bir dizi yapısal ve politika reformlarını g÷ndeme getirmiş ve maliye politikalarında da önemli iyileşmeler kaydetmiştir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ÷lkelerin makroekonomik performansında alternatif rejimleri uygulayan ÷lkelere kıyasla gr÷len iyileşmenin, yalnızca uygulanan para politikası rejiminin farklılığından kaynaklandığı çıkarımını yapmak mmk÷n değildir.

Öte yandan, hen÷z enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaya başlamamış bir çok gelişmekte olan ÷lke de geniş perspektifli reformları hayata geçirmiş, ancak enflasyon performansı açısından enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ÷lkelerin gerisinde kalmıştır. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ÷lkelerdeki göreli başarının yalnızca yapısal reformlardan kaynaklandığını ne s÷rmek de mmk÷n değildir.

Enflasyon hedeflemesi uygulayan hiç bir ÷lke bu rejimi bırakıp başka bir para politikası rejimine geçmemiştir. Tek başına bu saptama dahi, enflasyon hedeflemesinin alternatif stratejilere kıyasla avantajlarının azımsanamayacak derecede fazla olduğunu dş÷nd÷rmektedir. Ancak, enflasyon hedeflemesi rejiminin görece yeni bir rejim olması bu saptamalar konusunda temkinli olmayı gerektirmektedir. Bu rejimin yaygınlaştığı 1990’lı yılların sonlarından itibaren, k÷resel ölçekte b÷y÷k şoklarla karşılaşılmamıştır. Son yıllarda emtia fiyatlarındaki y÷ksek artışlar ve

gelişmiş ülkelerin finans piyasalarında ortaya çıkan sorunların olası yansımaları, enflasyon hedeflemesi rejiminin küresel ölçekte sınanmasına neden olacak bir gelişme olarak değerlendirilmektedir. Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk dönemindeki olumlu performansına rağmen, bu stratejinin başarısı konusunda kesin bir yargıya varmak için bu aşamada henüz erken olduğu düşünülmektedir.

Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi deneyiminden çıkarılacak önemli dersler bulunmaktadır. Türkiye'nin 2002-2005 yıllarını kapsayan örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonu düşürmekte gösterdiği etkileyici başarı, kapsamlı bir istikrar programının ve mali reformların hayata geçirilmesinin enflasyonla mücadeledeki önemini net bir şekilde ortaya koymaktadır. Bu sayede mali baskınlığın önüne geçilmesi ve dolayısıyla para politikasının temel aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının etkinliğini koruyabilmesi mümkün olmaktadır. Bu çerçevede, kamu bütçesinin şeffaflaştırılması, merkez bankasının kamuyu finanse etmesinin önlenmesi, bütçe kuralları netleştirilerek bütçe açıklarının kontrolden çıkmasının engellenmesi gibi önlemler önem taşımaktadır. Bunun yanı sıra, enflasyon hedeflemesi rejimi sürecine hükümetlerin de dahil edilmesi ile hedeflerin hükümet tarafından sahiplenilmesi ve böylece maliye politikalarının para politikalarını mümkün olduğunca desteklemesi sağlanmalıdır. Böylece, hükümetin maliye politikalarında reformlar gerçekleştirme konusunda daha istekli olma olasılığı artmaktadır. Burada önemli olan husus, maliye ve para politikalarının birbirlerinden tamamen bağımsız olarak değil, birbirlerini tamamlayacak ve güçlendirecek şekilde tasarlanmasıdır.

Türkiye'nin 2006 sonrası yaşadığı deneyim enflasyon hedeflemesi rejimine geçişte zamanlamanın büyük önem taşıdığını ortaya koymuştur. Özellikle yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş sürecinde olan ve iktisat politikaları konusunda henüz yeterince itibar birikimi sağlamamış ülkelerde, enflasyon hedeflemesine geçişin ilk yıllarında olumsuz dışsal gelişmelerle karşılaşılması rejimin güvenilirliğinin tesis edilmesini geciktirebilmektedir.

Türkiye'de enflasyon hedeflemesi rejimine geçişin hemen ardından ard arda gelen küresel şoklar ve dünya genelinde enflasyonda yaşanan yükselme eğilimi, enflasyon hedeflemesinin ilk yıllarında hedeflerin tutturulamamasına yol açmış ve henüz başlangıç sayılabilecek bir evrede hedeflerin değiştirilmesi gündeme gelmiştir. Her ne

kadar şoklara verilen tepkiler o günün koşullarında yerinde tedbirler olarak değerlendirilse de sonuç itibarıyla hedef değişikliği Merkez Bankası'nın beklenti yönetimi konusunda ek bir çaba göstermesini gerektirmiş ve itibar birikiminin uzun süreye yayılmasına neden olmuştur.

Karşılaşılan bütün bu güçlüklerle rağmen, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi deneyimi, bu rejimin oldukça esnek ve koşullara çabuk uyum sağlayabilen bir para politikası stratejisi olduğunu teyit etmiştir. Çalışmanın ilk bölümünde de sıkça değinildiği gibi, bütün ülkeler için "ideal" olarak nitelendirilebilecek bir enflasyon hedeflemesi rejimi bulunmamaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimi, katı kurallar yerine, ülkelere özgü koşullarla şekillenmektedir. Türkiye'de de enflasyon hedeflemesi rejiminin çerçevesi sürekli olarak gelişmiş ve yeri geldiğinde ihtiyaca yönelik olarak değişiklikler göstererek politika yapıcılara gerekli önlemleri almada esneklik sağlamıştır.

Türkiye'de enflasyon hedeflemesi rejiminin henüz yeni olması nedeniyle, rejimin başarısı konusunda sağlıklı bir değerlendirme yapmak ancak zaman içinde mümkün olacaktır. Bununla birlikte, enflasyon hedeflemesinin ilk üç yılında orta vadeli enflasyon beklentilerinin seyri incelendiğinde, enflasyonun uzun süre hedeflerin belirgin olarak üzerinde kalmasına rağmen beklentilerin kontrolden çıkmadığı ve orta vadede enflasyonda düşüş beklentisinin sürekli hakim olduğu dikkat çekmektedir. Türkiye gibi son otuz yılını yüksek enflasyon altında geçiren bir ülke için beklentilerin bu şekilde kontrol altında tutulabilmiş olması, her şeye rağmen önemli kazanım olarak değerlendirilmektedir.

KAYNAKÇA:

Aghion, P., Bacchetta, P. ve Bannerjee, A. (2000-a). “A Simple Model of Monetary Policy and Currency Crises”. *European Economic Review*, 44.

Aghion, P., Bacchetta, P. ve Bannerjee, A. (2000-b). “Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints”. *CEPR Discussion Paper No. 2529*.

Akıncı, Ö., Gürçihan, B., Gürkaynak, R. ve Özel, Ö. (2007). “Devlet İç Borçlanma Senetleri İçin Getiri Eğrisi Tahmini”. *İktisat İşletme ve Finans*, 252, 5-25.

Akıncı, Ö., Özer, Y. B., Usta, B. (2006). “Dolarizasyon Endeksleri: Türkiye’deki Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler”. *TCMB Çalışma Tebliği No. 05/17*.

Aktaş, Z., Alp, H., Gürkaynak, R., Kesriyeli, M. ve Orak, M. (2008). “Türkiye’de Para Politikasının Aktarımı: Para Politikasının Mali Piyasalara Etkisi”. *TCMB Çalışma Tebliği*.

Aktaş, Z., Kaya, N. ve Özlale, Ü. (2005). “The Price Puzzle for Emerging Markets: Evidence from the Turkish Economy Using ‘Model Based’ Risk Premium Derived from Domestic Fundamentals”. *TCMB Çalışma Tebliği No. 05/02*.

Amato, J. D. ve Gerlach, S. (2002). “Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade”. *European Economic Review*, 46 (4-5), 781-190.

Ball, L. (1999). “Policy Rules for Open Economies”. *Monetary Policy Rules (J. B. Taylor)*. Chicago: University of Chicago Press.

Ball, R. ve Sheridan N. (2003). “Does Inflation Targeting Matter?”. *IMF Working Paper No. 129*.

Barro, R. J. ve Gordon, D. B. (1983). “A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model”. *Journal of Political Economy*, 91 (4), 589.

Başkaya, S., Kara, A. H. ve Mutluer, D. (2008). “Expectations, Communication and Monetary Policy in Turkey”. *TCMB Çalışma Tebliği No. 08/01*.

Batini, N., Breuer, P., Kochhar, K. ve Roger, S. (2006). “Inflation Targeting and the IMF”. *IMF Board Paper SM/06/33, Washington D.C.*

Batini, N. ve Laxton, D. (2006). “Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets”. *Central Bank of Chile Working Papers No. 406*.

Başçı, E., Özel Ö. ve Sarıkaya Ç. (2007). “The Monetary Transmission Mechanism in Turkey: New Developments”. *TCMB Çalışma Tebliği No. 07/04*.

Benigno, G. ve Benigno, P. (2003). “Price Stability in Open Economies”. *Review of Economic Studies*, 70 (4), 743-764.

Bernanke, B. S., Laubach, T., Mishkin, F. S. ve Posen, A. S. (1999). “Inflation Targeting: Lessons from the International Experience”. *Princeton, N. J.: Princeton University Press*.

Blanchard, O. (2003). “Comment on ‘Inflation Targeting in Transition Economies: Experience and Prospects’ by Jiri Jonas and Frederic Mishkin”. *NBER Conference on Inflation Targeting, Florida*.

Blanchard, O. (2004). “Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lessons From Brazil”. *NBER Working Paper No. 10389*.

Blinder, A. S. (1998). “Central Banking in Theory and Practice”. *Cambridge, MA: MIT Press*.

Braggion, F., Christiano, L. J. ve Roldos, J. (2007). “Optimal Monetary Policy in a ‘Sudden Stop’”. *NBER Working Paper No. 13254*.

Caballero, R. J. ve Krishnamurthy, A. (2003-a). “Excessive Dollar Debt: Financial Development and Underinsurance”. *Journal of Finance*, 58, 867.

Caballero, R. J. ve Krishnamurthy, A. (2003-b). “Inflation Targeting and Sudden Stops”. *NBER Working Paper No. 9599*.

Caballero, R. J. ve Krishnamurthy, A. (2005). “Exchange Rate Volatility and the Credit Channel in Emerging Markets: A Vertical Perspective”. *International Journal of Central Banking Number 1 (1)*, 207-245.

Carare, A., Schaechter, A., Stone, M. ve Zelmer, M. (2002). “Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting”. *IMF Working Paper No:02/102*.

Calvo, G. A. ve Reinhart, C. M. (2002). “Fear of Floating”. *Quarterly Journal of Economics*, 117 (2), 379-408.

Calvo, G. ve Mishkin, F. S. (2003). “The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries.” *Journal of Economic Perspectives*, 17 (4).

Céspedes, L. F., Chang, R. ve Velasco, A. (2004). “Balance Sheets and Exchange Rate Policy”. *American Economic Review*, 94 (4).

Chang, R. ve Velasco, A. (2000). “Exchange Rate Policy for Developing Countries”. *American Economic Review*, 90.

Christiano, L. J., Gust, C. ve Roldos, J. (2004). “Monetary Policy in a Financial Crisis”. *Journal of Economic Theory*.

Corbo, V., Landerrretche, M. O. ve Schmidt-Hebbel, K. (2002). “Does Inflation Targeting Make a Difference?”. *Central Bank of Chile, Santiago*.

Corsetti, G. ve Pesenti, P. (2005). “International Dimensions of Optimal Monetary Policy”. *Journal of Monetary Economics*, 52, 281-305.

Debelle, G. ve Fischer, S. (1994). "How independent should a central bank be?". *Working Papers in Applied Economic Theory 94-05, Federal Reserve Bank of San Francisco*.

Edwards, S. (2002). “The Great Exchange Rate Debate After Argentina”. *North American Journal of Economics and Finance* 13, 237-252.

Edwards, S. (2006). “The Relationship between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited”. *NBER Working Paper No. 12163*.

Eichengreen, B., Masson, P., Savastano, M. ve Sharma, S. (1999). “Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility”. *Essays in International Finance, 213, Princeton University*.

Emir, O. E., Özatay, F. ve Şahinbeyoğlu, G. (2007). “Effects of US Interest Rates and News on the Daily Interest Rates of a Highly Indebted Emerging Country: Evidence from Turkey”. *Applied Economics*, 39 (3), 329-342.

Erhart, S. ve Vasquez-Paz, J. L. (2007). “Optimal Monetary Policy Committee Size: Theory and Cross Country Evidence”. *Workshop on Monetary Policy Committees, Norges Bank*.

Ferrero, A., Gertler, M. ve Svensson, L. E. O. (2008). “Current Account Dynamics and Monetary Policy”. *NBER Working Paper No. 13906*.

Fraga, A., Goldfajn, I. ve Minella, A. (2003). “Inflation Targeting in Emerging Market Economies”. *NBER Working Paper No. 10019*.

Gali, J. ve Gertler, M. (2007). “Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation”. *Journal of Economic Perspectives*, 21 (4); 25-45.

Gali, J. ve Monacelli, T. (2005). “Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy”. *Review of Economic Studies*, 72; 707-734.

Gertler, M., Gilchrist, S. ve Natalucci, F. (2003). “External Constraints on Monetary Policy and the Financial Accelerator”. *NBER Working Paper No. 10128*.

Goldfajn, I. ve Gupta, P. (1999). “Does Monetary Policy Stabilize the Exchange Rate Following a Currency Crisis?”. *IMF Working Paper No.42*.

Greenspan, A. (2001). “Opening Remarks”. *Achieving Price Stability: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*. Toronto, Canada: Books for Business.

Gürkaynak, R., Sack, B., Swanson, E. P. (2005). “The Sensitivity of Long-Term Interest Rates to Economic News: Evidence and Implications for Macroeconomic Models”. *American Economic Review*, 95, 425-36.

Heenan, G., Peter, M. ve Roger, S. (2006). “Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications”. *IMF Working Paper No. 278*.

Kara, A. H. (2006). “Turkish Experience with Implicit Inflation Targeting”. *TCMB Çalışma Tebliği No. 06/03*.

Kara, A. H. ve Küçük-Tuğer, H. (2005). “Some Evidence on the (Ir)rationality of Inflation Expectations in Turkey. *TCMB Çalışma Tebliği No. 05/12*.

Kara, A. H., Küçük Tuğer, H., Özlale, Ü., Tuğer, B. ve Yücel, E. M. (2007-a). “Exchange Rate Regimes and Pass-Through. Evidence from the Turkish Economy”. *Contemporary Economic Policy*, 25 (2), 206-225.

Kara, H. ve Ögünç, F. (2008). "Inflation Targeting and Exchange Rate Pass-Through: the Turkish Experience", *Emerging Markets Finance and Trade (Yayın aşamasında)*, 44 (6), 5-20.

Kara, A. H., Ögünç, F., Özlale, Ü. ve Sarıkaya, Ç. (2007-b). “Estimating Output Gap in a Changing Economy”. *Southern Economic Journal*, 74 (1); 269-289.

Knight, M. D. (2007). “Inflation Targeting in Emerging Market Economies”. *High Level Regional Seminar on Inflation Targeting by IMF and Bank Al-Maghrib, Rabat, Morocco*.

Krugman, P. (1999). “Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crises”. *Journal of International Tax and Finance*, 6.

Kydland, F. E. ve Prescott E. C. (1977). “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans”. *Journal of Political Economy*, 85 (3), 473.

Levin, A. T., Natalucci, M. F. ve Piger, J. M. (2004). “The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting”. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86 (4), 51-80.

Levy-Yeyati, E. (2006). “Financial Dollarisation: Evaluating the Consequences”. *Economic Policy*, 21 (45), 61-118.

Masson, P. R., Savastano, M. A. ve Sharma, S. (1997). “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries”. *IMF Working Paper No. 130*.

Mishkin, F. S. (2000). “Inflation Targeting in Emerging-Market Countries”. *The American Economic Review*, 90 (2), 105-109.

Mishkin, F. S. (2002). “Structural Issues for Successful Inflation Targeting in Transition Countries”. *Annual International Conference, Monetary Policy in the Environment of Structural Change, Varşova*.

Mishkin, F. S. (2003). “Comments on Fraga, Goldfajn, and Minella, Inflation Targeting in Emerging Market Economies”. *NBER Macro Annual, 2003, 403-413.*

Mishkin, F. S. (2004). “Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?”. *NBER Working Paper No. 10646.*

Mishkin, F. S. (2006). “Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here?”. *National Bureau of Economic Research Working Paper 12515.*

Mishkin, F. S. ve Schmidt-Hebbel, K. (2001). “One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?”. *NBER Working Paper Series No. 8397.*

Mishkin, F. S. ve Schmidt-Hebbel, K. (2007). “Monetary Policy under Inflation Targeting: An Introduction”. *Central Bank of Chile.*

Obstfeld, M. ve Rogoff, K. (1995). “The Mirage of Fixed Exchange Rates”. *Journal of Economics Perspectives, 14 (1), 121-144.*

Portugal, M. (2007). “Perspectives and Lessons from Country Experiences with Inflation Targeting”. *Remarks at a Panel on Inflation Targeting.*

Ranchhod, S. (2003). “The Relationship between Inflation Expectations Survey Data and Inflation”. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin, 4.*

Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. ve Savastano, M. A. (2003). “Addicted to Dollars”. *NBER Working Paper No. 10015.*

Schaechter, A., Stone, M. R. ve Zelmer, M. (2000). “Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries”. *IMF Occasional Paper, No. 202.*

Sims, C. A. (2003). “Limits to Inflation Targeting”. *Princeton University.*

Svensson, L. E. O. (2000). “Open Economy Inflation Targeting”. *Journal of International Economics, 50, 117-153.*

Svensson, L. E. O. (2007). “Inflation Targeting”. *The New Plaggrave Dictionary of Economics, 2. baskı.*

Taylor, J. (2001). “The Rules of Exchange Rates in Monetary Policy Rules”. *American Economic Review, 91 (2), 263-267.*

TCMB. “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası”.

TCMB. “2007 Yılında Para ve Kur Politikası”.

TCMB. “2008 Yılında Para ve Kur Politikası”.

TCMB. “Banka Kanununun 4. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Enflasyon Hedefleri ile İlgili Mektup”.

TCMB. “Banka Kanununun 42. Maddesi Uyarınca Hükümete Gönderilen Açık Mektuplar”.

Tuladhar, A. (2005). “Governance Structures and Decision Making Roles in Inflation Targeting Central Banks”. *IMF Working Paper No. 183*.

Woodford, M. (2001). “Fiscal Requirements for Price Stability”. *NBER Working Paper No. 8072*.

Woodford, M. (2003). “Interest and Prices”. *Princeton University Press, Chapter 1, The Return of Monetary Policy Rules, 1-58*.