

Esnek Enflasyon Hedeflemesinden Enflasyon Tahmini Hedeflemesi Rejimine Geçiş: Türkiye Deneyimi

Tolga DAĞLAROĞLU*

Geliş Tarihi (Received): 31.12.2019 – Kabul Tarihi (Accepted): 08.01.2020

Öz

Akademik yazında, enflasyon hedeflemesi rejimine ilişkin çok farklı tanımlar yapılsa da enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankalarının fiyat istikrarına ulaşabilmek amacıyla uyguladıkları 2007-2009 Global Finansal Krizinden önce altın çağını yaşadığı küresel kriz ile birlikte biraz tartışmalı hale gelen bir para politikası stratejisidir.

2001 krizi sonrasında Türkiye ilk aşamada örtük enflasyon hedeflemesi (2002-2005 arası dönem), ikinci aşamada ise enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşullarının sağlanması ile açık enflasyon hedeflemesi (2006 ve sonrası) rejimi uygulamıştır. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminde üçüncü aşama ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın 2007-2009 Global Finansal Kriz ile birlikte merkez bankacılığında ve para politikasında meydana gelen değişmeye paralel olarak uygulamaya koyduğu esnek enflasyon hedeflemesi stratejisidir.

Çalışmamızda Global Finansal Kriz sonrasında sanayileşmiş ülke merkez bankalarının izlemiş olduğu aşırı gevşek para politikası sonucunda ortaya çıkan global likiditenin gelişmekte olan piyasa ekonomilerine kısa vadeli portföy yatırımları şeklinde girmesi sonucunda neden olduğu makro-finansal istikrarsızlık ve buna karşı izlenen esnek enflasyon hedeflemesi stratejisi incelenecektir. Daha sonra özellikle negatif arz şokları ile mücadele etmede özellikle son dönemde enflasyon hedeflemesi rejimine alternatif olarak üzerinde durulan esnek enflasyon hedeflemesi rejimi ve bu rejimin özellikleri üzerinde durulacaktır.

Anahtar Kelimeler: *Geleneksel olmayan para politikası, esnek enflasyon hedeflemesi, enflasyon Tahmini Hedeflemesi*

* Arş.Gör.Dr. Tolga Dağlaroğlu, Ankara Hacı Bayram Veli Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, tolga.daglaroglu@hbv.edu.tr

Transition to Flexible Inflation Targeting Regime of Inflation Forecast Targeting: Turkey's Experience

Abstract

Although there are very different definitions of the inflation targeting regime in the academic literature, the inflation targeting strategy is a monetary policy strategy that has become somewhat controversial with the global crisis in which the golden banks experienced their golden age before the 2007-2009 Global Financial Crisis implemented by central banks in order to achieve price stability.

After the 2001 crisis, Turkey implicit inflation targeting in the first phase (2002-2005 period), the second stage, with the provision of explicit inflation targeting prerequisites for inflation targeting regime (2006 and later) has implemented regime. The third stage of the inflation targeting regime in Turkey is the central banking in conjunction with the Global Financial Crisis 2007-2009 Central Bank of Turkey and flexible inflation targeting strategy that was implemented in parallel with the changes occurring in monetary policy.

In this study, macro-financial instability and flexible inflation targeting strategy caused by the introduction of global liquidity in emerging market economies as short-term portfolio investments as a result of the extremely loose monetary policy followed by the industrialized country central banks after the Global Financial Crisis will be examined. Then, especially in the fight against negative supply shocks, the flexible inflation targeting regime and the characteristics of this regime will be emphasized.

Keywords: *Unconventional monetary policy, Explicit inflation targeting, inflation forecast targeting*

Giriş

Global Finansal Kriz (GFK) ile birlikte Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) ve diğer gelişmekte olan ülke merkez bankaları yeni bir para politikası stratejine ihtiyaç duymuşlardır. Bunun nedeni GFK ile birlikte merkez bankacılığında ortaya çıkan değişimdir.

GFK ile birlikte özellikle gelişmiş ülkelerin izlemiş olduğu aşırı gevşek para politikası sonucunda gelişmekte olan ülkelere kısa vadeli sermaye akımlarının hızlandığı görülmüştür. Özellikle 2010-2014 dönemde sermaye akımlarında büyük çaplı oynaklığın görüldüğü bir dönemdir. Bu dönemde merkez bankaları enflasyonla mücadelede kazanmış oldukları kredibiliteleri zarar vermeden para politikasının yürütülmesinde ve uygulamasında finansal sistemdeki olası risklere ve gelişmelere yer vermesinin gerekliliği olduğu görülmüştür.

Çalışmamızın ilk bölümünde özellikle 2010 yılının sonundan itibaren Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) tarafından izlenen fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı da gözetilen esnek enflasyon hedeflemesi stratejisi üzerinde durulacaktır. Takip eden bölümde 2019 yılının Nisan ayında Enflasyon Raporunda altı çizilen enflasyon tahminlerinin ara hedef olarak kullanıldığı enflasyon tahmin hedeflemesi stratejisi incelenecektir.

1. Türkiye’de Küresel Kriz Sonrası Para Politikasının Görünümü: Esnek Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi

GFK, merkez bankalarına finansal istikrarı sağlama konusunda iki açıdan yol gösterici olmuştur. Literatürde büyük resesyon sonrasında para politikasının çerçevesinde meydana gelen değişimleri bu çalışma kapsamında şu başlıklar altında özetleyebiliriz (Blanchard, Dell'Ariccia ve Mauro, 2010; Blanchard, Dell'Ariccia ve Mauro, 2013; BIS, 2019):

1. Tek hedef istikrarlı ve düşük enflasyon
2. Tek araç olarak politika faizi
3. Finansal düzenlemelerin makroekonomi politikasının bir aracı olarak görülmemesinin neden olduğu sorunlar

Küresel krizden önce makroekonomi politikaların yürütülmesinde hâkim bakış açısı tek araç tek amaç vurgusudur. Bir başka ifade ile merkez bankalarının nihai amacı fiyat istikrarı ve bunu sağlayacak tek aracın kısa vadeli politika faiz oranları olduğudur. Zira politika yapıcılarında fiyat istikrarının sağlanması çıktı açığında çok büyük sapma olmayacağı ve böylece finansal

istikrarın kendiliğinden sağlanacağı düşüncesi hakimdi. Çünkü Yeni Keynesyen Modellerde optimal para politikası altında merkez bankası politika faiz oranını arttırması durumunda pozitif talep şokunun üstesinden gelebilecekleri savunuluyordu. Bu tip şoklar çıktı ve merkez bankasının enflasyon hedefi arasında herhangi bir uyumsuzluğa neden olmayacaktır (Benes et al., 2017).

Bu modellerde ilahi bir tesadüf (divine coincidence) söz konusudur. Klasik para politikası aracı olan kısa vadeli politika faiz oranı fiyat istikrarını ve çıktı açığını sıfır olacak şekilde sağladığı gibi aynı zamanda ekonomiyi de istikrara kavuşturmaktadır (Blanchard, Dell'Aricecia ve Mauro, 2010; Blanchard, Dell'Aricecia ve Mauro, 2013; Zineddine, Espinoza ve Ghosh, 2016; BIS, 2019).

Fakat yaşanan kriz merkez bankacılığı açısından şunu göstermiştir. Yalnızca fiyat istikrarı hedefine odaklanılması durumunda milli gelirin potansiyel düzeyine yakınsayacağı bu dengenin kendiliğinden finansal istikrarı sağlayacağı düşüncesinin artık geçerli olmadığını anlaşılmasıdır (Blanchard, Dell'Aricecia ve Mauro, 2010; Blanchard, Dell'Aricecia ve Mauro, 2013).

GFK, ile beraber uygulanan para politikalarının çerçevesinde, yürütülmesinde ve merkez bankacılığında meydana gelen değişimlerden bir diğeri ise, kısa vadeli nominal faiz oranlarının ve mikro ihtiyati düzenlemelerin finansal istikrarı tek başına sağlamada yetersiz olduğunun görülmesidir. Bir başka ifade ile; finansal sisteme yönelik düzenlemelerin ekonomi politikasının bir aracı olarak görülmemesinin yarattığı sorundur. Krizden önce literatürde ana görüş; merkez bankasının sadece para politikasının yürütülmesinden sorumlu olması ve finansal sisteme yönelik politikalar ve politika araçlarının artık tüm finansal sistemi kapsayacak biçimde yürütülmesidir. Finansal sistemin bütünü kapsayan basiretli politikaların finansal kurumların aşırı risk almasının önüne geçerek finansal istikrara önemli katkıda bulunacağıdır. Kısacası merkez bankaları tarafından savunulan hakim görüş para politikası ve finansal istikrara yönelik politikalar arasındaki dikotomidir (Eichengreen et al., 2011; Hahm et al., 2012; Jiménez et al., 2014; Dell'Aricecia, Laeven ve Suarez, 2017).

Bu noktada iktisat yazınında ortaya çıkan temel tartışma konusu hem gelişmiş ülke merkez bankalarının hem de gelişmekte olan ülke merkez bankalarının finansal istikrarı sağlamak amacıyla varlık piyasalarda oluşan balonlara nasıl tepki vermesi gerektiğidir. (IMF, 2010).

Çünkü, varlık fiyatları para politikasının aktarım mekanizması kanalı içerisinde çok önemli bir role sahiptir. Optimal bir para politikası uygulaması çerçevesinde merkez bankasının varlık

balonlarının oluşmasına tepki vermesi çıktı, enflasyon ve finansal istikrarın sağlanması açısından önemlidir (IMF, 2010).

İktisat yazınında, merkez bankalarının varlık balonlarının oluşmasına nasıl tepki vermesi gerektiği ile ilgili görüşler iki grupta toplanmaktadır. Bir başka ifade ile para politikasının yürütülmesinde varlık balonları ile ilgili temel tartışma, merkez bankası para politikası ile varlık fiyatlarında meydana gelen balonun patlaması halinde ekonomiye olan etkilerini sınırlayabilmek için balonu oluşmadan ortadan kaldırmalı mı (patlatmalı mı) yoksa balon patladıktan sonra merkez bankaları “ortalığı” temizlemeli mi?

Aslında yaşanan bu kriz “ilahi ilişkinin” aslında olmadığı görülmesi açısından son derece güzel bir örnek olmuştur. Ağustos 2008 yılında Amerika Birleşik Devletlerindeki konut kredileri piyasalarında ortaya çıkan kriz, ABD ekonomisinin finansal piyasalarının oldukça küçük bir kısmını oluşturmasına rağmen yaşanan kriz çıktının % 7 azalmasına ve her bir Amerikan vatandaşının yaşam boyu gelirinde meydana getirdiği kaybın bugüne indirgenmiş değerinin 70,000 ABD doları olduğu tahmin edilen ir hasara yol açmıştır. (Barnichon, Matthes, ve Ziegenbein, 2018:4). Sonuç olarak yaşanan kriz politikalar arasındaki eş güdümün anlaşılması açısından yol gösterici olmuştur. Çünkü finansal sistemde yaşanan şokların reel ekonomiye etkisi düşünülenenden daha fazla olduğu görüldüğü gibi finansal krizler sonrasında ortaya çıkan maliyetin de düşünülenenden daha fazla olduğu ortaya çıkmıştır.

Yaşanan bu krizden merkez bankaları, sistemik olarak finansal piyasalarda istikrarı sağlama konusunda iki önemli ders çıkarttıkları görülmektedir (IMF, 2010). İlki, fiyat istikrarının ve milli gelirin istikrarlı olmasının ekonomiler açısından önemli olduğu, fakat bunun tek başına makro- finansal istikrarı sağlama konusunda başarısız olduğudur. Bu nedenle merkez bankalarının para politikası uygularken makro basiretli politikalar ile finansal istikrarı da gözetmek durumunda olduklarıdır. (Unsal, 2011).

GFK sonrasında gelişmiş ülke merkez bankalarının izlediği geleneksel olmayan para politikaları sonucunda özellikle 2010-2014 arası dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında sermaye akımlarının oynaklığının önemli ölçüde arttığı ve bunun sonucunda politika yapıcıların işini zorlaştıran ekonomik bir yapı oluşmuştur. Söz konusu bu döneme baktığımızda net sermaye akımlarda meydana gelen oynaklığın gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde gelişmiş ülkelere kıyasla daha fazla olduğu görülmektedir. 2007-09 Global Finansal Krizi sürecinde

gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik kısa vadeli net sermaye akımlarının önemli ölçüde düştüğü buna karşılık Fed tarafından uygulanan niceliksel gevşeme daha sonra keskin bir biçimde arttığı görülmüştür. 2010 yılının ilk üç çeyreğinde gelişen piyasa ekonomilerine yönelik portföy akımlarının 2004-07 ortalamasının çok üzerinde gerçekleştiği bir dönem olarak karşımıza çıkmaktadır (IMF, 2011: 138).

Bu dönemde TCMB aşağıda değineceğimiz makro-finansal risklerin oluşmasına engel olacak şekilde finansal istikrarı gözettiği esnek enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir.

Gelişmiş ülke merkez bankalarının uygulamış oldukları geleneksel olmayan para politikası sonucunda portföy yatırımı şeklinde artan sermaye akımlarının Türkiye ekonomisine yansması esas olarak yurtiçi kredi genişlemesi ve döviz kurunda dalgalanma şeklinde kendini göstermiştir. Türkiye gibi gelişen piyasa ekonomileri ve gelişmiş ülke ekonomileri arasında oluşan kısa vadeli faiz farklılıkları ülkeye yönelik carry-trade türünden kısa vadeli portföy yatırımları şeklindeki sermaye akımlarını hızlanmasına neden olmuştur. Bu türden sermaye akımlarını belirleyen en önemli faktör döviz cinsinden ve yerel para birimi cinsinden borçlanmanın maliyeti arasındaki farktır (Frank ve Shen, 2016; Acharya ve Vij, 2017; Huang, Panizza ve Portes, 2018).

Faiz farklılıkları gelişmekte olan ülkelerde finansal döngünün şiddetini büyüten ve ani duruş olasılığını arttıran bir faktör olmaktadır. Şöyle ki, finansal olmayan şirketler kesimi yerel paraya kıyasla faizi daha düşük olan döviz ile borçlanmakta ve sahip olduğu yerel para birimi cinsinden varlıklarını bu yolla finanse etmektedir. Yerli para birimi ile yabancı para birimi arasındaki borçlanma maliyetleri arasındaki fark arttıkça firmalar ABD doları cinsinden tahvil - bono ihraçlarını arttırmakta ve böylece nakit pozisyonlarını kuvvetlendirmektedirler fakat özellikle yerli paranın değer kaybettiği dönemlerde bu durum firmaların kısa vadeli döviz açık pozisyonların arttırmaktadır (Bruno ve Shin, 2018).

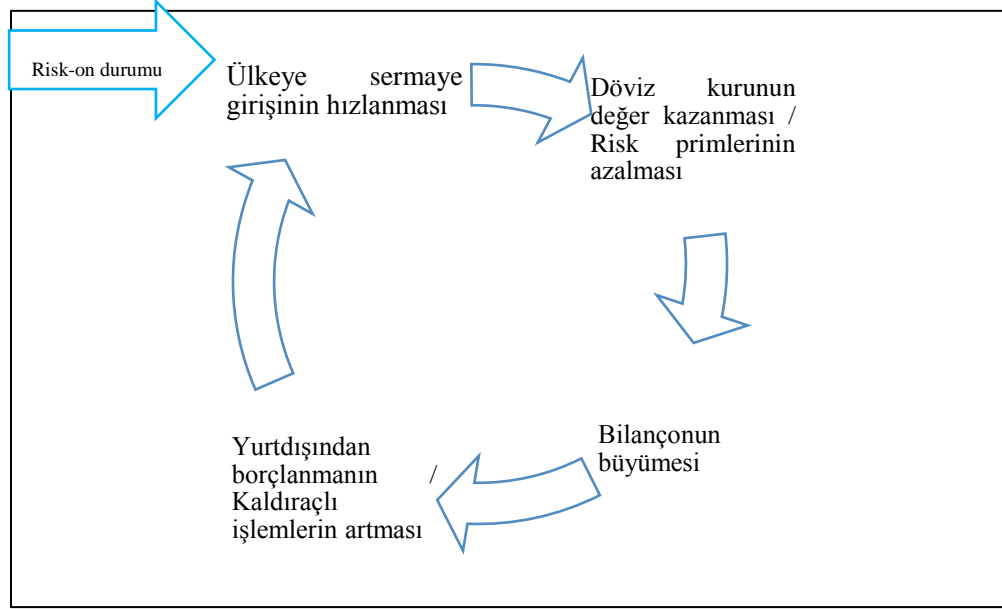
Özellikle reel döviz kurunun değer kaybettiği durumda dış borcu çevirmenin maliyetinin yükselmesi ülkenin borçluluk seviyesini arttırmaktadır. Bu durum da merkez bankası dış borç servisinin maliyetini azaltabilmek için reel döviz kurundaki hareketlere daha fazla önem vermesine neden olmakta böylece merkez bankası ekonomik durgunluğu ve düzeltme sürecini geciktirmek için politika faiz oranını arttırma konusunda merkez bankasını sınırlamaktadır. İktisat yazımında bu soruna 1990'larda başta Türkiye olmak üzere gelişmekte olan ülkelerde yüksek borç stokunun

para politikasının etkinliğini azaltan mali baskınlık sorunun dışı açık versiyonu olan finansal baskınlık problemi denilmektedir (Aizenman, 2019).

Açık ekonomide diğerk bir sorunda getiri arayan kısa vadeli portföy akımlarının (sıcak para) finansal sektöre kullandığı kredilerde neden olduğu artışa sonucunda bankaların bu kaynakları reel sektöre plase etmeleri sonucunda reel sektörde finansal kaldıraç oranlarının artması sonucunda ortaya çıkan finansal istikrarsızlık durumudur. Ülkeler arasındaki faiz farklılıkları ülkeye yönelik kısa vadeli portföy şeklinde akımlarının hızlanmasına ve bunun sonucunda yerli paranın değer kazanmasına büyümenin ise potansiyel düzeyinin üzerine çıkmasına neden olmaktadır. Bu duruma gelişmekte olan ülkelerde merkez bankaları politika faiz oranlarını arttırarak tepki vermiştir. Fakat bu tepki tam tersin ülkeler arasında faiz farklılıklarının artmasına neden olarak tekrar kısa vadeli sermaye girişlerinin hızlanmasına neden olmuştur (IMF, 2013: 25-26).

Şekil 1 görüldüğü gibi finansal piyasalarda oynaklığın az olduğu bir başka ifade ile yatırımcıların riske açık (risk-on) olduğu dönemlerde (bu dönemler S&P 500 oynaklığını gösteren VIX endeksinin 20'nin altında olduğu ve DXY olarak adlandırılan ABD Dolar endeksinin düştüğü dönemler) gelişmekte olan piyasa ekonomilerine yönelik portföy girişleri şeklinde yatırımlar hızlanmaktadır. Bu durum gelişen piyasa ekonomilerinde sistemik riski büyütecek döngüsel hareketlerin (pro-cyclicalıty) oluşmasına yol açarak yapısal makro- finansal kırılmalıklıkların ortaya çıkmasına neden olmaktadır (IMF, 2013: 25-26 ve Bruno ve Shin, 2018).

Şekil 1. Global Piyasalarda Risk Alma İştihanın Artması ve Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomilerinde Makro-Finansal Risklerin Ortaya Çıkması



Kaynak: Kara (2016:14)

Yukarıda da değinmeye çalıştığımız üzere 2010 yılının sonlarında özellikle sanayileşmiş ekonomilerde izlenen ultra gevşek para politikası sonucunda gelişen piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımlarının hızlanması sonucunda yerel para değer kazanmış, hızlı bir kredi genişlemesi görülmüş ve artan cari işlemler açığının kısa vadeli sermaye akımlarıyla finanse edilmesi merkez bankasının acil bir politika uygulamasını gerekli kılmıştır. Tablo.1’de de görüleceği üzere tarihsel olarak ani duruş problemi (sudden stop) çıktıda önemli kayıplara neden olmaktadır. Bu nedenle TCMB para politikasında açık bir biçimde finansal istikrarı gözeten makro bir yaklaşım benimsemiş ve enflasyon hedeflemesi rejiminin fiyat istikrarı temel hedefine finansal istikrarı dahil eden bir politika izlemiş ve bu yaklaşımı da esnek enflasyon hedeflemesi stratejisi olarak değerlendirmiştir.

Tablo 1

Türkiye Ekonomisinde Ani Duruş Problemi

Kriz Yılı	Çıktıda Yaşanan Birikimli Kayıp
1994	% 14.3
2001	% 12.3
2008-09	% 15.1

Kaynak: Kara (2016: 22)

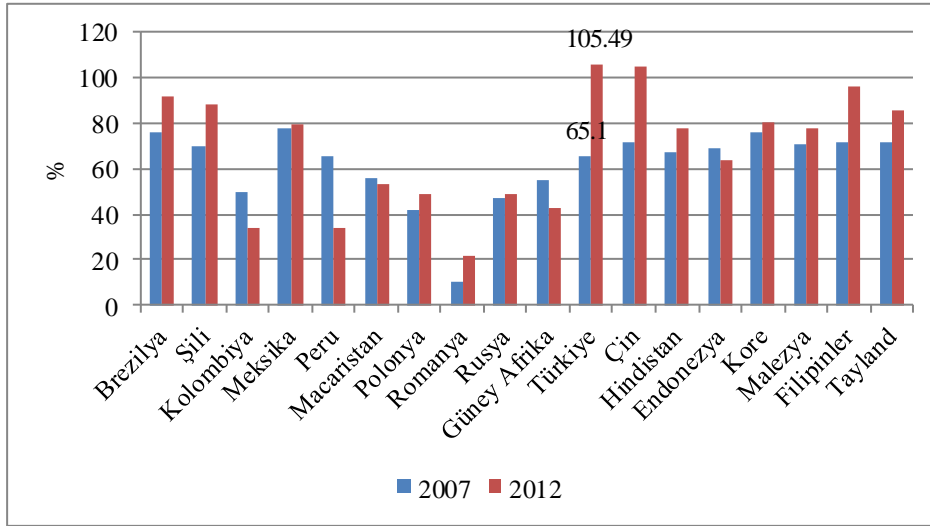
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na göre fiyat istikrarı hedefine ek olarak finansal istikrarı da gözetilecek yeni bir para politikası stratejisine ihtiyaç duymasının üç nedeni bulunmaktadır. İlki yukarıda değindiğimiz gibi GFK sonrasında Dünya'da merkez bankacılığında ve para politikasında değişen anlayıştır. İkinci neden ise konjonktürel nedenlerden kaynaklanmaktadır. Konjonktürel etkilerden kastedilen, özellikle başta ABD merkez bankası olmak üzere sanayileşmiş ülke merkez bankalarının uyguladığı aşırı gevşek para politikası sonucunda getiri arayan sermaye akımlarının finansal piyasalarda yaratmış olduğu oynaklıktır (Kara, 2012a; Kara, 2012b).

Gelişen piyasa ekonomilerine yönelik sermaye akımlarında görülen bu artış bu ekonomilerde çıktı açığının azaldığı, cari işlemler açığının arttığı ve sonucunda hem fiyat istikrarının hem de finansal istikrarın sağlanamadığı dönemler olarak karşımıza çıkmaktadır. Getiri arayan kısa vadeli sermaye akımlarında bu dönemde görülen artış artık merkez bankalarının sıkı para politikası yoluyla yurtiçi talebin kontrol etme kabiliyetini oldukça azaltmıştır. Tam tersine sıkı para politikası sonucunda artan yurtiçi faizler ülkeye yönelik sermaye akımlarını artırıcı bir unsur olmaktadır. Yurtiçi makro ekonomik dengelerde ortaya çıkan bozulma ise finansal istikrarsızlığa neden olmaktadır. Büyük çaplı sermaye akımlarını absorbe etmeye yönelik yurtiçi tahvil – bono ihraçları ve halka arzlar varlık fiyatlarında balon oluşma riskini azaltsa da ekonomide

özellikle de finansal olmayana reel sektörde borç /öz kaynak yapısını bozarak ülkenin net dış yükümlülüklerinin artmasına neden olmaktadır. (Şekil 4 ve 5).

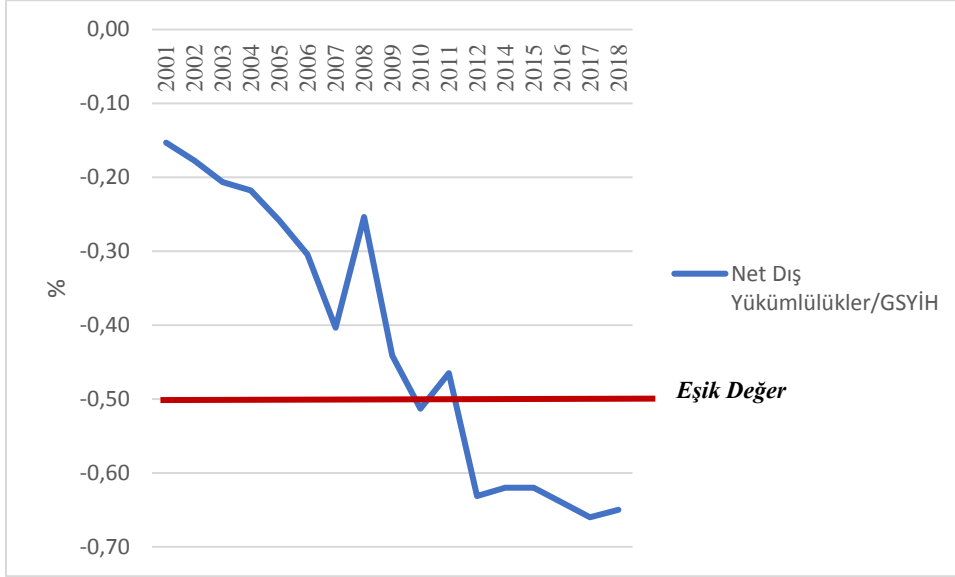
Catão ve Milesi-Ferretti (2013), 1970-2011 arası dönemde gelişen piyasa ekonomilerinde yaşanan krizleri incelemişlerdir. Yazarlara göre bu dönemde yaşanan 61 krizi tahmin etmede en yüksek temsil gücü olan değişken olarak net dış yükümlülüklerin / GSYİH'ya oranının bulmuşlardır. Bu büyüklük eşik değeri olan %50 sınırını aştığında ülkenin finansal kriz yaşama olasılığının arttığı sonucuna ulaşmışlardır.

Şekil 2. Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Finansal Olmayan Şirketler Kesiminin Borç / Öz kaynak (yüzde)



Kaynak: IMF

Şekil 3. Türkiye'nin Net Dış Yükümlülüklerinin Gelişimi (2001-2018)



Kaynak: TCMB'nin Uluslararası Yatırım Pozisyonu verilerinden hareketle elde edilmiştir.

Not: Net dış yükümlülükler TCMB'nin Uluslararası Yatırım Pozisyonu verilerinden hareketle Lane ve Milesi-Ferreti (2006: 5-12)'nin çalışmasındaki yöntem kullanılarak hesaplanmıştır.

GFK ile birlikte yeni bir politika çerçevesine ihtiyaç duyulmasının son nedeni ülkeye özgü yapısal sorunlardır. Bu problemler, rekabetçiliği ve verimliliğin düşük olması, yurtiçi tasarrufların yetersiz olması, demografik unsurlar, enerji açığı ve yurtiçi girdi tedarikinde yaşanan sorunlardan dolayı cari işlemler açığının yüksek seviyelerde seyretmesi olarak sıralanabilir (Kara, 2012a; 2012b).

Yukarıda sayılan nedenlerden dolayı merkez bankasının 2010 yılının Eylül ayından itibaren fiyat istikrarı yanında finansal istikrarı gözeten yeni bir para politikası stratejisini hayata geçirmesine neden olmuştur. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi stratejisini yeniden oluşturarak finansal istikrarı da gözeten ek politika setini hayata geçirmiştir. (TCMB, 2009; Kara, 2012a; Kara, 2012b).

Bu kapsamda politika faizine ek olarak özellikle artan cari işlemler açığını, yurtiçi kredi artışını ve ani duruş probleminde kaynaklanabilecek kırılmalıklara karşı ekonominin dayanıklılığını artıracak çok amaçlı, çok araçlı ve esnek bir para politikası stratejisini hayata geçirmiştir (Kara, 2012a; Kara, 2012b).

Bu amaç doğrultusunda merkez bankası, politika faizine ek para politikasının etkinliğini artırmak ve dengesizlikleri ortadan kaldırmak amacıyla, zorunlu karşılıklar ve likidite yönetimi gibi ek politika araçları da aktif olarak kullanmaya başlamıştır (Kara 2012a; Kara, 2012b).

Özetle TCMB tarafından izlenen bu yeni politikada reel efektif döviz kuru ve yurtiçi kredi artış hızı merkez bankasının nihai amaçları ile para politikası araçları arasında köprü görevi gören önemli değişkenler olmuştur. Takip eden bölümde özellikle fiyat istikrarının bir türlü sağlayamayan ülkelerin ve arz şoklarının enflasyonun temel belirleyicisi olduğu ekonomiler için öne sürülen para politikası stratejisi olan enflasyon tahmini hedeflemesi stratejisi üzerinde durulacaktır. †

Türkiye’de son yıllarda yaşanan enflasyonun en önemli nedeni yerli paranın değer kaybetmesi sonucunda enflasyonist beklentilerin hızlı bir biçimde bozulması hem beklentiler yoluyla fiyatlandırma davranışlarının olumsuz etkilemesi hem de ithal girdi kullanımının yüksek olması sonucu girdi fiyatlarının artması sonucu yaşanan şoklardır. Ülke örneklerinden hareketle bu tip şoklara tepki vermede enflasyon tahmini hedeflemesinin daha etkili bir strateji olduğunu ortaya koymaktadır.

2. Enflasyon Tahminlerinin Ara Hedef Olarak Kullanılması: Enflasyon Tahmini Hedeflemesi

TCMB 25 Nisan yapılan Para Politikası Kurulu (PPK) açıklamasında “parasal duruşun, enflasyonun hedeflenen patika seyrine bakılarak güncelleneceği” vurgusunun, yapısal bir değişimi işaret ettiğinin vurgulamış ve bu ifade değişikliğinin “kısa vadeli bir yön sinyalinin ziyade, yapısal bir yaklaşımı yansıttığı” altını çizmiş ve enflasyon projeksiyonlarının, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarı hedefine ulaşmada hem ara hedef, hem de para politikası duruşunun anlaşılması açısından, iletişim aracı olarak kullanılacağını vurgulamıştır.

† Bu makalede enflasyon hedeflemesi ve enflasyon tahmini hedeflemesi arasındaki ayırım Clinton et al (2015:4), çalışmasında da belirtildiği gibi ele alınmaktadır. Enflasyon Hedeflemesi rejimi 990'ların başında ortaya çıkan ve çok sayıda merkez bankası tarafından kullanılan para politikası stratejisidir. Enflasyon tahmini hedeflemesi esnek enflasyon hedeflemesini benimseyen birden fazla nihai amacı olan (çıktı ve enflasyon arasında değiş tokuşun bulunması) merkez bankaları tarafından izlenen bir stratejidir. Bu rejimde merkez bankalarının odaklandığı nokta gelecek enflasyonun tahmin edilmesi negatif bir şok durumunda eğer enflasyon hedeften saparsa tekrar gelecek enflasyonu hedefe getirmeye yönelik politika izlemesidir.

İktisat yazınında enflasyon tahminlerinin merkez bankasının nihai amacı olan fiyat istikrarı hedefine ulaşmada ara hedef olarak kullanılmasına enflasyon tahmini hedeflemesi (Inflation-Forecast Targeting) denilmektedir.

Svensson (1997b) merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefine ulaşabilmek için enflasyon tahminlerini ara hedef olarak kullanması i gerektiğinin altını çizmiştir. Çünkü enflasyon tam olarak merkez bankalarının kontrol edebildiği bir büyüklük değildir. Bu problemin üstesinden ise merkez bankaları enflasyona ilişkin tahminleri ara hedef olarak kullanması ve bu tahminlere dayalı bir para politikası izlenmesi durumunda gelebilmektedir (Svensson, 1997a; 1997b: 4 ve 2010).

Enflasyon tahmininin optimal bir ara hedef olmasının nedeni, politika yapıcıların enflasyonun hedeften sapma ile potansiyel çıktı arasındaki değış-tokuşa ilişkin tercihleri hakkında tercihte bulunabilmeleri sağlayacak mevcut tüm bilgileri içermesidir (Clinton et al.,2015).

Bu stratejinin en önemli özelliğı politika faizin merkez bankası açısından içsel bir değışken olmasıdır. Böylece faiz oranları gerçekleşen enflasyonun merkez bankasının hedefinden sapması durumuna tepki vererek sapmanın oluşmasını engeller. Parasal modelde merkez bankasının politika reaksiyon fonksiyonundan veya kayıp fonksiyonunu minimize eden süreçten hareketle faiz tepkisi elde edilmektedir. Merkez bankası açısından bu süreç kısa dönemde çıktı ve enflasyon arasındaki değış tokuşun yönetilmesi açısından önemlidir (Clinton et al.,2017).

Merkez bankalarının enflasyon hedeflerini ara hedef olarak kullanması, para politikasını herkes tarafından kolayca izlenebilmesine ve para politikasını anlaşılabilir olmasına neden olmaktadır. Bir diğ er avantajı ise merkez bankasının enflasyona ilişkin tahminleri ile enflasyon arasındaki güçlü ilişkinin varlığıdır. Buna avantaja ek olarak enflasyon tahminlerinin merkez bankaları tarafından kolayca gözlenmesi ve kontrol edilmesi oldukça önemlidir. Bu durum ara hedefi oldukça şeffaf hale getirmekte kamu oyu ile iletişimin daha sağlıklı olmasına neden olarak uygulanan para politikasına güveni arttırmaktadır (Svensson, 1997a : 1113-1114). Dinçer ve Eichengreen (2014), 120 ülkeyi kapsayan çalışmalarında enflasyon tahmininin hedefleyen merkez bankalarının dünyada en şeffaf merkez bankaları statüsünde yer aldığını göstermesi açısından önemlidir.

GFK ve sonrasında global finansal sistemde yaşanan gelişmeler özellikle gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde döviz kurlarında oynaklığa neden olmuştur. Bu dönemde başta Türkiye olmak üzere gelişmekte olan ülke merkez bankaları enflasyon korkusu olarak adlandırılan sorun

ile karşıya kalmışlardır. Özellikle bu sorun ara malı ithalatının sanayi üretimine olan payının yüksek olduğu ekonomilerde döviz kurundan enflasyona geçişkenlik arttırarak arz şoku kaynaklı enflasyona dönüşmesi riskidir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde yerli parada %10 ve %20'nin üzerinde gerçekleşen değer kayıpları değer yitiminden yaklaşık bir ay sonra enflasyona geçişkenliği %40 kadar çıkabilmektedir (Caselli ve Roitman, 2016: 19)

Enflasyon tahmini hedeflemesi stratejisini, enflasyon hedeflemesi rejiminden temel olarak ayıran noktalar aşağıdaki gibidir (Clinton et al.,2017: 7)

[1] Para politikasının; uzun dönemde fiyat istikrarını esas alan, düşük enflasyon hedefine yönelik olarak, orta vadeli tahmin patikasını temel almasıdır. Kısaca; iyi tanımlanmış, orta vadeli enflasyon tahminleri önemli olmaktadır.

[2] Kısa vadeli politika faizinin ve döviz kurunun izleyeceği seyir; para politikasının tepki fonksiyonunda, uzun dönemde fiyat istikrarı hedefine ulaşmak ve çıktı açığını azaltmak için içsel değişkeni olmaktadır.

[3] Oluşturulan tahminler; PPK kararlarında anahtar bir öneme sahiptir fakat PPK üyelerinin bu tahminler üzerinde ortak bir uzlaşıda bulunmalarına gerek yoktur. Ancak, kurul üyeleri kendi görüşlerini açıklarken bu tahminleri temel alırlar. Kurul kararı sonrasında, başta enflasyon olmak üzere; temel makro ekonomik değişkenlerin izleyeceği seyir açıklanmaktadır.

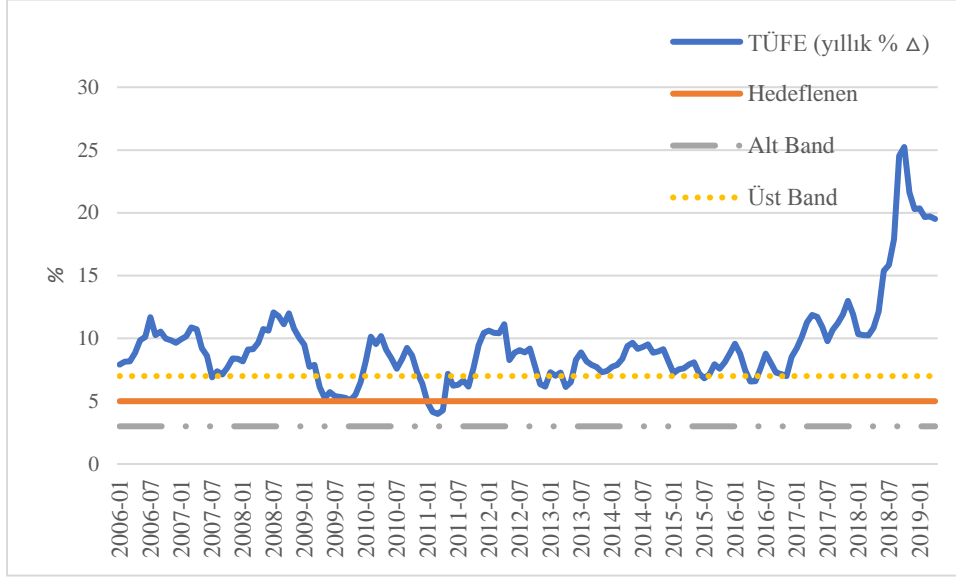
[4] Alınan politika kararlarının gerekçeleri; belirli aralıklarla, örneğin üç ayda bir yayımlanan enflasyon raporun gibi, TCMB'nin temel iletişim aracı olarak kullandığı raporlar aracılığı açıklanır. Kurul, belirli ekonomik varsayımlara dayalı olarak kısa vadeli politika faizinin izleyeceği seyri veya oluşacağı değeri açık bir biçimde kamuoyuna açıklar.

[5] Merkez bankası; değerlendirmelerine ilişkin riskleri sözlü ya da güven aralığı vererek açıklar.

Türkiye açısından değerlendirdiğimizde şekil 4'de görüldüğü gibi manşet enflasyonun çoğu zaman, merkez bankasının %5'lik hedefinin +/- %2'lik alt ve üst bantlar arasında kalan belirsizlik aralığının üzerinde seyrettiği ve merkez bankasının enflasyon beklentileri çapalayamadığı görülmektedir. Çünkü merkez bankasının yıl sonu enflasyon hedefinden daha yüksek bir enflasyona ile karşılaşması iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerinde de bozulmaya

neden olmakta bu enflasyonun artması sonucunda izlenen para politikasında kredibilite kaybına neden olmaktadır (Mishkin, 2007a: 5-6).

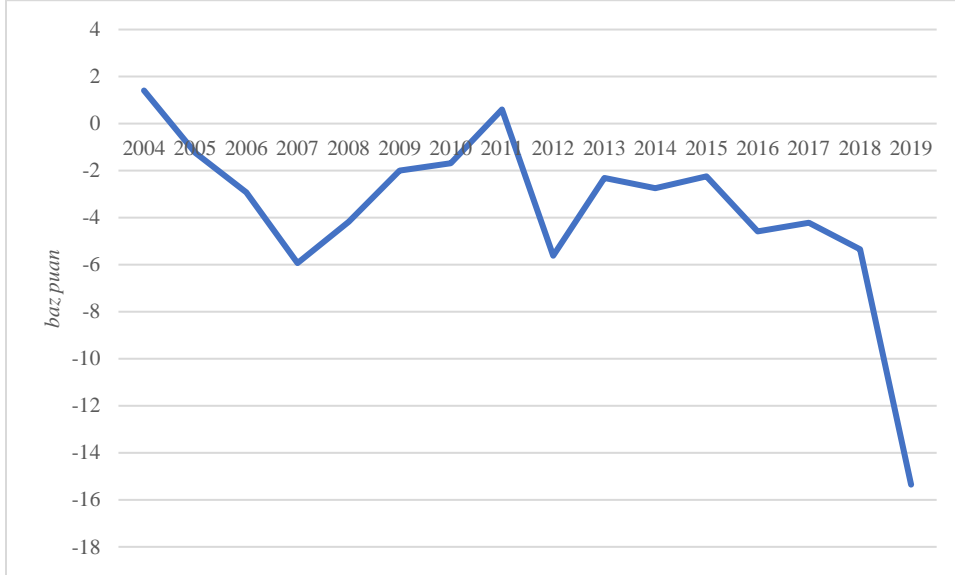
Şekil 4. Manşet Enflasyon Gelişmeleri



Kaynak: EVDS

Şekil 5, bu bağlamda TCMB'nin enflasyon beklentileri çapalama konusunda kredibilitesinin düşük olduğu görülmektedir. Ülke örneklerinden hareketle; kredibilitesi yüksek olan bir merkez bankasının, kısa vadede hem enflasyonda hem de çıktıda görülen oynaklığı azaltmada oldukça başarılı olduğu görülmektedir. Merkez bankalarının kredibilitesi; kredibilite açığı adını verdiğimiz kavram ile ölçülmektedir. Şekil 5'de; merkez bankası tarafından kamuoyuna açıklan yıl sonu enflasyon hedefi ile yılın ilk beklenti anketinde oluşan, yıl sonu yıllık TÜFE beklentisinin medyan değeri arasındaki fark olarak para politikasına olan güven yani kredibilite açığı gösterilmektedir.

Şekil 5. Kredibilite Açığı



Kaynak: TCMB ve kendi hesaplamalarımız.

Sonuç olarak, değinmeye çalıştığımız gibi; enflasyonist beklentilerin çapalanmasında, merkez bankasının kredibilitesi önemli olmaktadır. Bir başka ifade ile kısa - uzun vadeli enflasyon ve faiz oranlarının gelecekteki seyrine ilişkin beklentilerin çapalanmasında, merkez bankasının iletişim stratejileri ve şeffaflık, enflasyon tahmini stratejisinin iki temel prensibi olmaktadır (Benes, 2017:17-19).

Enflasyon beklentilerinin iyi çapalanmadığı bir ekonomide yaşanan şoklar, enflasyonun iki kanal aracılığı ile hedeften sapmasına neden olacaktır. Bu kanallardan ilki; fiyatlama ve ücret belirleme davranışlarıdır. Ücret ve fiyatlama davranışlarında ortaya çıkan bozulma, enflasyon beklentilerinin artmasına yol açarak daha yüksek bir enflasyon olarak karşımıza çıkmaktadır. Mevcut enflasyonun gelecekteki fiyatlar ve ücretler üzerindeki etkisi; fiyat ve ücret endekslemesinin bulunduğu Türkiye gibi ekonomilerde büyük olur. Endeksleme sorunu, otomatik olarak enflasyonist ataletin artmasına yol açarak, bizzat kendisi kredibilite sorununun kaynağı olmaktadır (Benes, 2017:17-19). IMF'nin Türkiye raporuna göre enflasyonun 0.3'lük kısmı enflasyonist ataletten etkilenirken 0.10'lük kısmı enflasyonist bekleyişlerden etkilenmektedir. Benzer şekilde enflasyonist beklentilerin şekillenmesinde döviz kurunun enflasyona geçişkenliği 0.9 gibi yüksek bir düzeyde olmaktadır (IMF, 2019:27-28).

İkinci kanal ise; beklenen reel faiz, döviz kurları ve varlık fiyatlarıdır. Enflasyon beklentileri, şokların dalga boyutunu arttıran ya da emen bir değişken görevi görmektedir. Bu durum, özellikle merkez bankasının kredibilitesine bağlı olarak değişebilmektedir. Para politikasının yürütülmesinde kredibilitesi olan bir merkez bankası; negatif arz şoku nedeniyle enflasyonun hedeflenen düzeyden sapması durumunda, enflasyonu geri hedeflenen seviyeye döndürmek için politika faiz oranlarının yükseltmek durumundadır. Bu durum ülke para biriminin değerlenmesine neden olmaktadır. Bu da ihracatı azaltarak negatif arz şokunun talep üzerindeki etkisinin ortadan kalkmasına yardımcı olmaktadır. Tam tersine, eğer merkez bankası politikalarının ve merkez bankasının kredibilitesi düşük ise; negatif enflasyon şoku durumunda, merkez bankasının para politikası ile merkez bankasının pasif ve etkisiz olduğu yönünde bir algı var olduğundan, politika faizindeki artışa rağmen enflasyonist beklentilerin artması, şokun etkisini arttıracaktır (Benes, 2017:17-19)

Sonuç

Özellikle gelişmiş ülkelerde Global Finansal Krizden sonra özellikle global anlamda enflasyonun ve enflasyonist beklentilerinin uzunca süre düşük tutulan politika faizden olumsuz etkilendiği bu durumun ekonomilerde deflasyon riskini arttırdığı görülmüştür. Gelişmekte olan ülkelerde finansal piyasalarda oynaklığın arttığı dönemlerde özellikle geçişkenlik katsayısının yerli paradaki değer kaybına bağlı olarak arttığı dönemlerde enflasyona geçişkenlik ve oradan ikinci tur etki olarak adlandırabileceğimiz enflasyon beklentilerin kontrol edilmesi açısından oldukça önemlidir. Enflasyon tahmini hedeflemesi bu anlamda etkili bir strateji sunmaktadır. Birincisi, güvenilir uzun vadeli enflasyon hedefi beklentisi bir çapa görevi görmektedir. İkincisi, merkez bankası, bu süreçte tüm içsel gecikmeleri dikkate alarak enflasyonun hedefe geri dönmesini sağlayacak orta vadeli tahminleri yayınlarak para politikasının çapa görevi görme fonksiyonu güçlendirir.

Kaynakça

Acharya, Viral V. ve Vij, Siddharth. (2017). Foreign Currency Borrowing of Corporations As Carry Trades: Evidence From India. in Moody's/NYU Stern Salomon Center/ICRA Conference

Aizenman, Joshua. (2019). Macroeconomics Challenges and Resilience of Emerging Market Economies. NBER Working Paper No. 26361, October 2019 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)

Avdjiev, Stefan - Bruno, Valentina - Koch, Catherine ve Shin, Hyun Song. (2018). The Dollar Exchange Rate As A Global Risk Factor: Evidence From Investment. BIS Working Paper No.695, January 2018 (Basel: Bank for International Settlements).

Bank for International Settlements. (2019). Unconventional Monetary Policy Tools: A Cross-Country Analysis, Committee on the Global Financial System, CGFS Papers No 63, October 2019 (Basel: Bank for International Settlements).

Barnichon Regis- Matthes, Christian ve Ziegenbein, Alexander. (2018). The Financial Crisis at 10: Will We Ever Recover?. FRBSF Economic Letter 2018-19 | August 13, 2018. Federal Reserve Bank of San Francisco

Benes, Jaromir - Clinton, Kevin - George, Asish - John, Joice - Kamenik, Ondra - Laxton, Douglas - Mitra, Pratik- Nadhanael, G.V.-Wang, Hou ve Zhang, Fan. (2017). Inflation-Forecast Targeting for India: An Outline of the Analytical Framework. IMF working Paper 17/32, February 2017 (Washington DC: International Monetary Fund).

Benes, Jaromir - Clinton, Kevin - George, Asish - John, Joice - Kamenik, Ondra - Laxton, Douglas - Mitra, Pratik- Nadhanael, G.V.-Wang, Hou ve Zhang, Fan. (2017). Inflation-Forecast Targeting for India: An Outline of the Analytical Framework, IMF working Paper 17/32, February 2017 (Washington DC: International Monetary Fund).

Bernanke, S. Ben. (2004). "The Great Moderation" remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC February 20, 2004.

Bernanke, S. Ben., Mark Gertler.(1999). Monetary Policy and Asset Price Volatility. In *New Challenges for Monetary Policy: Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole, 1999* (Kansas City: Federal Reserve Bank).

Bernanke, S. Ben., Mark Gertler., (2001), "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?", *American Economic Review*, 91 (May), pp. 253-57.

Blanchard, Olivier – Ariccia, Giovanni Dell' ve Mauro, Paolo. (2013). *Rethinking Macro Policy II: Getting Granular*, IMF Staff Discussion Note. 13/03, April 15, 2013 (Washington DC: International Monetary Fund).

Blanchard, Olivier–Ariccia, Giovanni Dell' ve Mauro, Paolon.(2010). *Rethinking Macroeconomic Policy*, IMF Staff Position Note. 10/03, February 12, 2010.(Washington DC: International Monetary Fund).

Blanchard, Olivier, (2000). "Bubbles, Liquidity Traps, and Monetary Policy," in: *Japan's Financial Crisis and its Parallels to the US Experience*. Ryoichi Mikitani and Adam Posen (eds.), Institute for International Economics Special Report 13 (Washington DC: Peterson Institute for International Economics)

Blanchard, Olivier., John Simon., (2001). *The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility*. *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2001, No. 1. (2001), pp. 135-164.

Borio, Claudio,, William White. (2003). "Whither Monetary and Financial Stability? The Implications of Evolving Policy Regimes." in *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy: Proceedings of Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium at Jackson Hole, 2003* (Kansas City: Federal Reserve Bank).

Bruno, Valentina- Kim, Se-Jik ve Shin, Hyun Song. (2018). *Exchange Rates and The Working Capital Channel of Trade Fluctuations*, BIS Working Paper No.694, January 2018 (Basel: Bank for International Settlements).

Calvo A. Guillermo., Alejandro Izquierdo ve Luis-Fernando Mejia. (2004). On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects. NBER Working Paper No.10520, May 2004 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Caselli, G. Francesca., Roitman, Agustin. (2016). Non-Linear Exchange Rate Pass-Through In Emerging Markets. IMF Working Paper. No. 16/1, January, 2016 (Washington DC: International Monetary Fund).

Claessens, Stijn., M. Ayhan Kose. (2013). Financial Crises: Explanations, Types, and Implications” IMF Working Paper, WP/13/28, January , 2013 (Washington DC: International Monetary Fund, January 2013).

Clinton, Kevin., Hlédik, Tibor., Holub, Tomáš., Laxton, Douglas., Wang, Hou. (2017). Czech Magic: Implementing Inflation-Forecast Targeting at the CNB. IMF Working Paper No.17/21, January 2017 (Washington: International Monetary December 26, 2019)

Dell'ariccia, Giovanni- Laeven, Luc ve Suarez, Gustavo A. (2017). Bank Leverage and Monetary Policy's Risk-Taking Channel: Evidence from the United States. Journal of Finance, Vol. 72, Issue 2, 613-654

Dincer, N. N., B. Eichengreen, (2014). Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures. International Journal of Central Banking, Vol. 10, No. 1: 189-259, March.

Eichengreen, Barry- El-Erian, Mohamed- Fraga, Arminio - Ito, Takatoshi - Pisani-Ferry, Jean - Prasad, Eswar - Rajan, Raghuram - Ramos, Maria - Reinhart, Carmen - Rey, Hélène - Rodrik, Dani - Rogoff, Kenneth - Shin, Hyun Song - Velasco, Andrés - Weder di Mauro, Beatrice ve Yu, Yongding. (2011). Rethinking Central Banking. Committee on International Economic Policy and Reform Brookings Institution

Eichengreen, Barry. ve Ricardo Hausmann. (1999). Exchange Rates and Financial Fragility” in New Challenges for Monetary Policy. Federal Reserve Bank of Kansas City, 329-368, Kansas City ve aynı zamanda NBER Working Paper No.7418 November 1999 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)

Favero, A. Carlo. ve Giavazzi, Francesco. (2004). Inflation Targeting and Debt: Lessons from Brazil. NBER Working Paper No.10390 March 2004 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)

Favero,A. Carlo. ve Giavazzi, Francesco. (2003). Targeting Inflation When Debt and Risk Premia Are High: Lessons From Brazil. Università di Bologna Department of Economics Seminars May 25, 2003 <http://www2.dse.unibo.it/seminari/giavazzi.pdf> (19 Haziran 2013)

Fendođlu, Salih- Gülşen, Eda ve Peydro, Josè-Luis. (2019). Global Liquidity and the Impairment of Local Monetary Policy Transmission. Central Bank of Turkey Research Department Working Paper No. 19/13, May, 2019 (Ankara: Central Bank of Turkey)

Fouejieu Armand A.,Scott Roger.,(2013). Inflation Targeting and Country Risk: an Empirical Investigation. IMF working Paper 13/21, January 2013 (Washington DC: International Monetary Fund).

Frank, Murray Z., ve Shen, Tao (2016). U.S. Dollar Debt Issuance by Chinese Firms. (September 30, 2016). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2847061> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2847061>

Freedman, Charles. ve Douglas Laxton.(2009a). Why Inflation Targeting?. IMF Working Paper No. 09/86, April, 2009 (Washington DC: International Monetary Fund)

Galati, Gabriele ve Moessner, Richhild (2018). What Do We Know About The Effectiveness of Macroprudential Policy. *Economica*, Vol. 85, Issue 340, 735-770.

Goldfajn, Ilan., Gupta, Poonam. (2001). Overshootings and Reversals: The Role of Monetary Policy. Central Bank of Chile Working Paper No.126, (Santiago: Central Bank of Chile).

Hahm, Joon - Ho- S. Mishkin, Frederic - Shin, Hyun Song ve Shin, Kwanho (2012) Macroprudential Policies in Open Emerging Economies, NBER Working Paper No. 17780, January 2012 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)

Huang, Yi - Panizza, Ugo ve Portes, Richard. (2018). Corporate Foreign Bond Issuance and Interfirm Loans in China. NBER Working Paper No. 24513, April 2018 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)

International Monetary Fund .(2010). Central Banking Lessons from the Crisis. Prepared by the Monetary and Capital Markets Department, May 27, 2010 (Washington DC: International Monetary Fund)

International Monetary Fund .(2019). Turkey : 2019 Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Turkey. Country Report No. 19/135 (Washington DC: International Monetary Fund)

International Monetary Fund, (2011). World Economic and Financial Surveys World Economic Outlook: Tensions from the Two-Speed Recovery: Unemployment, Commodities, and Capital Flows in Chapter 4. International Capital Flows: Reliable or Fickle?. April 2011, pp.125-163(Washington: International Monetary Fund, April 2011)

International Monetary Fund,(2013). The Interaction of Monetary and Macprudential Policies. January 29, 2013 (Washington DC: International Monetary Fund, January 2013)

International Monetary Fund,(2013b). World Economic and Financial Surveys :Global Financial Stability Report: Old Risks, New Challenges. (Washington DC: International Monetary Fund, April 2013)

Jiménez, Gabriel- Ongena, Steven – Peydró, José-Luis ve Saurina, Jesús. (2014). Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking?, *Econometrica* 82 (2): 463–505.

Kara A. Hakan. (2012a). Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, TCMB Çalışma Tebliği No. 12 / 17 Haziran 2012 (Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası)

Kara A. Hakan. (2012b). Para Politikasını Anlamak, BETAM Paneli 26 Aralık 2012, İstanbul <https://betam.bahcesehir.edu.tr/wp-content/uploads/2012/12/Para-politikas%23U0131n%23U0131-anlamak.pdf>

Kara A. Hakan. ve Musa Orak. (2008). Enflasyon Hedeflemesi. Ekonomik Tartışmalar Konferansı, İstanbul http://www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/kara_orak.pdf

Kara, Hakan. (2016). Capital Flows, Monetary Policy, And Macroprudential Policy: Reflections From The Turkish Experience. South African Reserve Bank Biennial Conference October 27-28, 2016 Pretoria, South Africa [https://staging.resbank.co.za/Research/Documents/Kara - Capital flows monetary policy and macroprudential policy.pdf](https://staging.resbank.co.za/Research/Documents/Kara_-_Capital_flows_monetary_policy_and_macroprudential_policy.pdf) Erişim:20.7.2019

Lane, R. Philip. ve Gian Maria, Milesi-Ferretti. (2006). The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Asset and Liabilities. 1970–2004. IMF Working Paper No.06/69 March, 2006 (Washington DC: International Monetary Fund)

Lin, Shu., Haichun, Ye. (2009). Does Inflation Targeting Make a Difference in Developing Countries?. Journal of Development Economics, 89:118-123

Mishkin S. Frederic., (2010). Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. Prepared for the ECB Central Banking Conference, “Monetary Policy Revisited: Lessons from the Crisis,” Frankfurt, November 18-19, 2010

Özatay, Fatih. (2005). High Public Debt, Multiple Equilibria and Inflation Targeting in Turkey. Globalisation and Monetary Policy in Emerging Markets BIS Papers No 23 May 2005 (Basel: Bank for International Settlements, May 2005).

Svensson, E. O. Lars. (1997a). Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets. European Economic Review, 41 (1997), 1111-1146

Svensson, E. O. Lars. (1997b). Inflation Targeting in an Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting ?. Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper No.97-8, November 18, 1997 (Wellington: New Zealand)

Svensson, E. O. Lars. (1999). Inflation Targeting As a Monetary Policy Rule?. Journal of Monetary Economics, June 1999, 43(3), pp. 607-54.

TCMB. (2009) 2010 Yılında Para ve Kur Politikası, 10 Aralık 2009 (Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası)

TCMB. (2012). 2013 Yılı Para ve Kur Politikası, 25 Aralık 2012 (Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası)

TCMB. (2013). Yıllık Rapor 2012, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 9 Nisan 2009 (Ankara: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası)

Unsal, D. Filiz (2011). Capital Flows and Financial Stability: Monetary Policy and Macroprudential Responses. IMF Reserach Bulletin, Vol. 12, Number 3, September 2011 (Washington DC: International Monetary Fund)

Walsh, Carl E. (2009). Inflation Targeting: What Have We Learned?. International Finance Volume 12, Issue 2

Zineddine, Alla - A Espinoza, Raphael ve Ghosh, Atish R. (2016). Unconventional Policy Instruments in the New Keynesian Model. IMF Working Paper 16/58, March 2016 (Washington DC: International Monetary Fund).