

TÜRKİYE’DE PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİNİN FİYAT İSTİKRARINA ETKİSİ: ENFLASYON HEDEFLEMESİ ÖRNEĞİ

Yrd.Doç.Dr. Abdullah TAKIM
Bartın Üniversitesi
İİBF İktisat Bölümü
abdullahtakim@gmail.com

ÖZET

Fiyat istikrarı, fiyatlar genel düzeyinin zaman içinde sabit kalması veya düşük bir oranda artmasını ifade etmektedir. Fiyat istikrarı, para politikasının nihai hedefi olarak belirlendiğinde, bu hedefe ulaşmada hangi yaklaşımın kullanılacağı önem kazanmaktadır. Türkiye’de temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan Merkez Bankası’nın bu amacı gerçekleştirmek üzere farklı dönemlerde farklı yöntem ve araçlar uyguladığı gözlenmektedir. Buna rağmen enflasyonda kalıcı bir iyileşme sağlanamamıştır. Fiyat istikrarını sağlamadaki başarısızlığı nedeniyle parasal ve döviz kuru hedeflemesi gibi mevcut politikalar sorgulanırken, dışsal şokların etkisini azaltacak, yeni bir strateji olan enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasını gerektirmiştir. Bu rejim, alternatiflerine göre daha avantajlı olarak değerlendirilmesine rağmen, aksayan yönleri dikkate alındığında mükemmel olduğunu söylemek mümkün görünmemektedir. Türkiye, geçmiş dönemlerde parasal ve döviz kuru hedeflemesini denemiş, fakat başarılı olamamış; 2002 yılından sonra örtük, 2006 yılından sonra ise açık enflasyon hedeflemesini uygulamıştır.

Anahtar Kelimeler: *Fiyat İstikrarı, Enflasyon, Enflasyon Hedeflemesi, Para Politikası, Türkiye.*

THE EFFECTS OF MONETARY POLICY STRATEGIES ON THE PRICE STABILITY: THE CASE OF INFLATION TARGETING

ABSTRACT

Price stability indicates that price levels’ is being constant in time or increasing by small rates. When the price stability is the final target of the monetary policy, it becomes important that which method will be used. In Turkey, Central Bank, whose main purpose is price stability, imposes different methods and tools in different periods in order to achieve to this purpose. However, there is no permanent recover in inflation. Whereas, this failure in the stabilizing price levels leads to questioning existing policies like monetary and exchange rate targeting, it requires a new inflation targeting strategy which reduces the effects of external shocks. Although, this strategy is evaluated as more useful than others, because of its failures, it cannot be said that it is perfect. Turkey tried to impose monetary and exchange rate targeting policies in previous terms but failed. Turkey applied inflation targeting policy implicitly after 2002 and explicitly after 2006.

Keywords: *Price Stability, Inflation, Inflation Targeting, Monetary Policy, Turkey.*

1. GİRİŞ

1970'lerin başından itibaren yaşanan yüksek enflasyon, işsizlik ve büyüme oranlarında düşme, takdir yetkisine dayalı (ihtiyari) para politikalarının sorgulanmasına yol açmıştır. Anılan tarihten itibaren enflasyonun kalıcılık özelliği taşıması tüm dünyada, para politikasının öncelikli hedefinin fiyat istikrarı olması gerektiği konusunda fikir birliği oluşmuştur (Mishkin ve Posen, 1997:11). 1970'li yıllarda ortaya çıkan petrol krizi İkinci Dünya savaşından sonra işsizliği en yüksek noktaya taşımış, enflasyon küresel ölçekte yükselirken kalıcı da olmuş, fiyat istikrarını sağlamakla görevli para otoritelerini sürdürülebilir büyümeyi destekleyen yeni politika arayışlarına yöneltmiştir. Merkez bankalarının geçmiş dönemlerde fiyat istikrarını koruma konusunda uyguladıkları parasal ve döviz kurunun kontrol edilmesine yönelik rejimler enflasyonu kontrol altında alamamıştır.

Döviz kuru hedeflemesi uygulayan ülkeler bağımsız bir para politikası uygulayamamış, dışsal şokların etkisini azaltacak esnek bir politika geliştirememiştir. Ayrıca döviz kuru hedeflemesi, son yıllarda, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu birçok ülkede geniş ekonomik etkileri olan büyük krizlerle sonuçlanmıştır. Gelişmeler, bu tarz bir para politikası stratejisinin, giderek daha az sayıda ülke tarafından tercih edilmesine neden olmuştur (Mishkin, 2006; Batini ve diğ., 2006). Parasal hedefleme rejiminin uygulanması da benzer etkiler ortaya çıkarmıştır. Bilindiği üzere, parasal büyüklüklerin hedeflenmesinde başarı sağlanması, hedeflenen büyüklüklere olan talep ile enflasyon arasındaki ilişkinin gücüne bağlıdır. Finansal araçların niteliğinde ve hacmindeki hızlı artışlar ve standart bir para tanımı yapılmasının zorluğu bu bağı oldukça zayıflatmış ve parasal büyüklüklere dayalı para politikası rejimlerinin başarılı olma şansı azalmıştır (Mishkin, 2000).

Para politikası rejiminde değişikliklere yol açan diğer bir neden, 1990'lı yıllarda yaşanan kontrolsüz sermaye girişleridir. Sermaye hareketlerindeki artış döviz kurlarını dış piyasa kaynaklı spekülasyonla ataklardan koruyamamıştır. Sabit döviz kuru sistemi enflasyonu kontrol altına almada başarısız olması nedeniyle, bu politikalara olan güven azalmıştır. Sabit döviz kuru sistemi altında uygulanan döviz kuru hedeflemesinin fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesine yönelik başarısız sonuçlara neden olması, 1990'lı yılların başından itibaren enflasyonla mücadelede daha esnek bir strateji olan enflasyon hedeflemesi rejiminin genel kabul görmesine neden olmuştur. Bağımsız para politikası uygulama olanağından yoksun kalma, ekonomik yapının finansal krizlere karşı son derece duyarlı hale gelmesine neden olmuştur. Bu durum, piyasa sisteminin işleyişine hizmet edeceği düşünülen enflasyon hedeflemesinin, gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulanan bir para politikası rejimi haline getirmiştir. Bu politikanın uygulanmasıyla merkez bankalarına atfedilen görevlerde değişimler yaşanmış, birçok merkez bankasının nihai amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak tanımlanmış ve bunun enflasyona odaklanmış bağımsız bir merkez bankası aracılığıyla sağlanabileceği görüşü yaygınlaşmıştır. Enflasyon hedeflemesinin tasarım ve yürütülmesi makro ekonomik ve kurumsal yapılanmasına göre her ülkede farklılıklar göstermesine rağmen, fiyat istikrarı para politikasının birinci hedefi olarak kabul edilmekte, bu amacın dışında büyüme, döviz kuru, faiz oranı gibi başka hiçbir amaç gözletilmemektedir.

1989 yılında Yeni Zelanda'da uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi rejimi, takip eden yıllarda birçok gelişmiş ülke tarafından uygulanmış, son yıllarda ise gelişmekte olan ülkelerde yaygınlaşmıştır. 2008 yılı itibarıyla, 8 gelişmiş, 19 gelişmekte olan ülke olmak üzere 27 ülke enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaktadır (Kara ve Orak, 2008).

Bu çalışmanın amacı başlıca para politikası stratejilerinden parasal ve döviz kuru hedeflemesini tanıtmak, daha sonra dalgalı kur sistemi ile birlikte 2002 yılından itibaren Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin işleyişini ve sonuçlarını tartışmaktır.

2. FİYAT İSTİKRARI

İstikrar, dinamik bir kavram olup, bir sistemin geçici dalgalanmalar sonrasında hedeflenen bir dengeye geri döndürme yeteneği anlamına gelir. Fiyat istikrarı ise, para politikalarının büyüme ve istihdam gibi uzun dönemli temel amaçlarına yönelik olarak ekonomik birimlerin karar alma süreçlerinde etkili olmayacak ölçüde düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını ifade etmektedir. Gelişmiş ülkelerde, ekonomik dengeleri bozmayacak, yıllık yüzde 2 ile yüzde 2,5 düzeyindeki kalıcı bir enflasyon fiyat istikrarı olarak kabul edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde ise bunun birkaç puan üzerindeki bir enflasyonun fiyat istikrarı ile uyumlu olabileceği düşünülmektedir (Başçı, 2009:2).

Para politikalarının temel amaçlarından birisi ekonomide fiyat istikrarını sağlamaktır. Fiyatlardaki istikrarsızlık enflasyon ve deflasyon şeklinde ortaya çıksa da, fiyatların düşmesi sık görülen bir durum olmadığından, fiyat istikrarsızlığından genellikle karar birimleri üzerinde daha geniş etkiye sahip olan enflasyon olgusu anlaşılmaktadır.

Fiyat istikrarı kendiliğinden gerçekleşen bir durum değildir. Fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyonla mücadelede kazanım sağlanması politik baskılardan uzak, kısa vadeli diğer hedefler yerine, uzun vadeli bir hedef olan düşük enflasyon hedefinden vazgeçmeyecek tavizsiz iktisat politikaların uygulanmasını gerektirmektedir. Bunun için de ekonomi yazınında yapılan çalışmalar, fiyat istikrarını sağlamada merkez bankasının bağımsızlığına vurgu yaparlar. Merkez bankalarının bağımsızlığı ise, ulaşmak istediği hedefleri belirlerken serbest hareket etmesi gerektiğini ifade eden amaç bağımsızlığı ile politika uygulamalarında etkinliğini ifade eden araç bağımsızlığının gerçekleşmesiyle mümkün olmaktadır.

Gelişmiş ülkelerde fiyat istikrarının sağlanması, para politikasının giderek önem kazanan bir hedefi haline gelirken, gelişmekte olan ülkelerde henüz bu konuda bir görüş birliği oluşmamıştır. Çünkü bu ülkelerde büyüme ve istihdam yaratma, uluslararası ticarete rekabet edebilme gücü ve mali piyasalarda istikrarın sağlanması gibi çeşitli hedef ve koşulların gerçekleştirilmesi gerekmektedir. Bu durum devletin ve merkez bankalarının fiyat istikrarını, para politikasının tek amacı olarak belirlenmesi yönünde ortak bir karara ulaşmalarını güçleştirmektedir (Yiğit, 2009:33).

Fiyat istikrarı, düşük enflasyon oranına ulaşmayı ve bu oranın uzun süre sürdürülmesini kapsamına rağmen, düşük enflasyon oranının belirli bir süre sürdürüldüğü dönemlerde, fiyat istikrarının sağlandığı anlamına gelmektedir. Fiyat istikrarı, ekonomik ve sosyal istikrarın olmazsa olmaz koşuludur. Fiyat istikrarı

sağlanamadığında bir ülkenin ekonomisi, siyasi ve sosyal yapısı önemli ölçüde zarar görmektedir. Fiyat istikrarının sağlanmadığı durumlarda ortaya çıkan muhtemel sorunlar şu şekilde sıralanmaktadır (TCMB, 2002; Yükseler, 2005).

- Fiyat istikrarı sağlanamadığında, ekonomideki karar birimleri, yatırım ve tüketim kararlarını verirken görece fiyat değişimlerini kolaylıkla ayırt edememekte ve sağlıklı kararlar alınması için yeterli bilgiye sahip olamamaktadırlar. Yüksek enflasyon hanehalkı ve firmaların fiyat algılamalarını bulanıklaştırmaktadır.
- Enflasyon dönemlerinde piyasa aktörlerinin geleceği öngörememeleri nedeniyle, finansal piyasaların aracılık işlevlerinin sağlıklı bir biçimde yerine getirmesini engellemektedir.
- Yüksek enflasyon dönemlerinde yatırımcılar, özellikle uzun vadeli yatırımlarda riskten korunmak amacıyla getiri oranlarına ek olarak enflasyon ortamının yarattığı belirsizlik nedeniyle risk primi talep etmeleri, reel faiz oranlarını yükseltmektedir.
- Fiyat istikrarının sağlanmadığı dönemlerde, uygulanan politikalara güvensizlik artmakta ve hükümetlerin uzun vadeli ekonomik programlar uygulayamamasına neden olmaktadır.
- Enflasyon, uluslararası piyasalarda ekonominin rekabet gücünü azaltmakta, kalkınmasını dış kaynaklarla finanse etmek isteyen ülkelere gelen yabancı sermaye akımları reel sektöre yönelmek yerine, kısa vadeli, spekülasyon yatırımlara yönelmektedir.
- Yüksek enflasyon, işgücü piyasalarının etkin çalışmasını engellediği gibi, gelir düzeyi düşük gelirli aleyhine değişerek, adil gelir dağılımını bozmaktadır.
- Yüksek enflasyon, bireylerin karar almada geleceği dikkate almak yerine geçmişe bakarak karar vermelerine yol açmaktadır. Bu yüzden yüksek fiyat beklentisi kendi kendini besleyen bir mekanizma oluşturmaktadır.

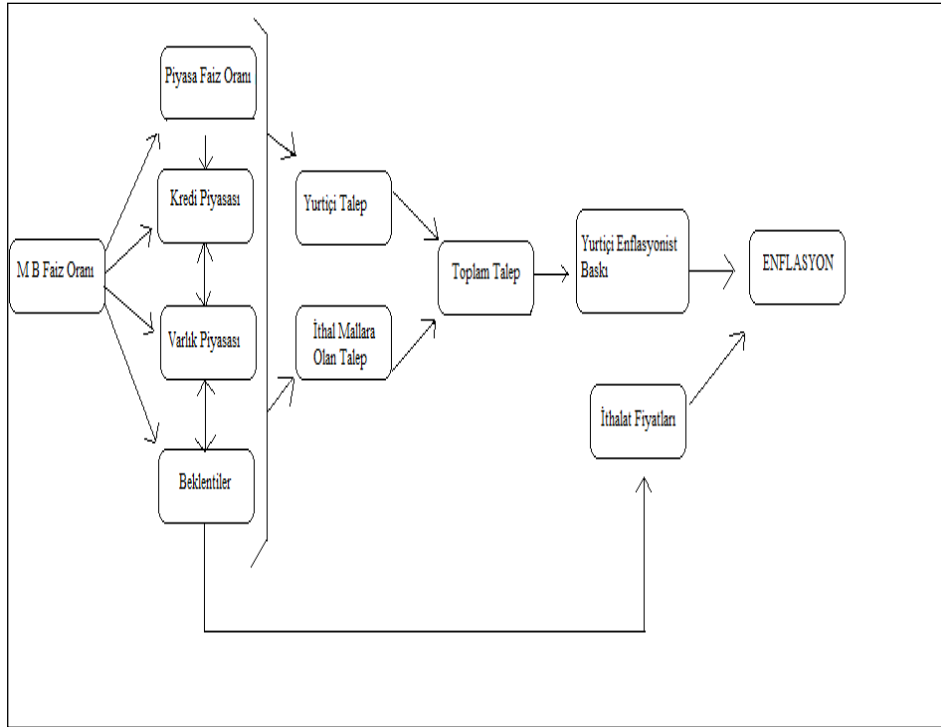
Enflasyonu en düşük maliyetle düşürmenin yolu, toplumun enflasyonist beklentilerinin kırılmasına bağlıdır. Sürekli ve yüksek enflasyonla yaşayan ülkelerin, enflasyonla mücadelede yaşadıkları en büyük sorunlardan biri, geçmiş dönem enflasyonun, gelecekteki enflasyonu belirlemesidir. Enflasyondan korunmak amacıyla yapılan, geçmiş enflasyona endeksli her türlü sözleşme enflasyonunun aşağı çekilmesinde bir katkı yaratmaktadır (Yıldırım, 2003).

Merkez bankaları genellikle, fiyat istikrarını sağlamada nominal fiyatların aşağı yönde esnek olmamasından dolayı, faiz oranlarını temel araç olarak kullanmaktadırlar. Özellikle gelişmiş ülkeler için yapılan çalışmalarda merkez bankalarının kısa dönem nominal faiz oranlarını kullanarak bu ülkelerin düşük enflasyon hedeflerine önemli ölçüde katkıda bulunduğunu göstermektedir (Taylor, 1993; Clarida ve diğ. 1997).

Faiz oranlarındaki değişim beraberinde bir dizi etkiyi ortaya çıkarmaktadır. Örneğin; Merkez bankasının faiz oranlarını değiştirmesi diğer banka ve finans kuruluşlarının varlık fiyatlarını etkilemektedir. Ayrıca faiz oranlarındaki değişimin diğer bir etkisi ise sermaye hareketleri üzerinedir. Yurtiçi faiz oranları ile yurtdışı faiz oranları arasındaki fark arbitraj olanaklarına fırsat vererek yabancı sermaye hareketleri

üzerinde etkileri söz konusudur. Nihayetinde faiz oranları, beklentilerin şekillenmesine de katkı yapmaktadır.

Şekil 1: Parasal Aktarım Mekanizması



Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Bülteni, Sayı:6, Haziran 2007 (<http://www.tcmb.gov.tr/> E.T: 08.06.2010).

Şekil 1’de merkez bankalarının faiz oranlarını değiştirmesi halinde aktarım mekanizması yoluyla, diğer kanalları nasıl etkilediği gösterilmektedir. Gerek teoride gerekse uygulamada oldukça karışık olan parasal aktarım mekanizması genel olarak iki adımda açıklanabilir. Birinci adım, para politikası uygulamalarındaki değişimlerin piyasa faiz oranları, varlık fiyatları ve döviz kuru gibi finansal piyasa koşullarına aktarımını belirler. İkinci adım ise finansal piyasa koşullarındaki değişimlerin üretim seviyesi ve enflasyonu nasıl değiştirdiğini göstermektedir (Çiçek, 2005).

2.1. Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik Para Politikası Stratejileri

Para politikası ile ilgili tartışmaların geçmişi çok eskilere dayanmasına rağmen, 1980’li yıllar bu politikaların yoğun bir biçimde tartışıldığı yıllardır. Bu tarihe kadarki tartışmalar Keynesyen, Parasalcı ve Yeni Klasik düşüncelerin odak noktasını oluşturmaktaydı.

Keynesyen düşüncede aktivist politika olarak bilinen durum, işsizlik oranının tam istihdam seviyesini aşması halinde genişletici para politikaları uygulanarak işsizlik oranının düşürülebileceğini iddia etmektedir. Bu iddia iki temel argümana dayanır.

Birincisi, Phillips (1958) tarafından ortaya konan, Samuelson ve Solow (1960) tarafından popüler hale getirilen Phillips Eğrisi'ne uygun olarak işsizlik ve enflasyon arasındaki ilişkidir. Bilindiği gibi Phillips, İngiltere için 1861-1957 tarihlerini kapsayan çalışmasında parasal ücretlerle enflasyon arasındaki ilişkiyi incelemiş, iki değişken arasında ters yönlü ilişki bulmuştur. Yine Samuelson ve Solow'da ABD ekonomisi için benzer sonuçlara ulaşmışlardır. Phillips eğrisine göre işsizlik oranını azaltmak için genişletici para politikalarının uygulanması gerekmektedir. Aktivist politikanın ikinci argümanı ise, makroekonomik modellerle para ve maliye politikalarındaki değişikliklerin genel ekonomi üzerindeki etkilerini görebilmenin mümkün olmasıdır (Müslümov, Hasanov ve Özyıldırım, 2002).

Para politikasının yürütülmesinde öncelikli hedefin fiyat istikrarına verilmesi farklı para politikası stratejilerini gündeme getirmiştir. Fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik başlıca para politikası stratejileri; döviz kuru, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesidir. Merkez bankalarının temel amacının fiyat istikrarını sağlamaları konusunda fikir birliği oluşmasına rağmen, bu amaca ulaşmak için uygulanması gereken stratejinin ne olacağı hakkında kesin bir görüş birliği oluşmamıştır. Geçmiş dönemlerde fiyat istikrarına ulaşma konusunda merkez bankaları birçok alternatif rejimi uygulamıştır. Bu rejimler içinde tarihsel süreçte en yaygın olanları, parasal büyüklüklerin hedeflenmesi ve döviz kurunun kontrol edilmesine yönelik rejimlerdir. Bu hedeflemeler aynı zamanda para politikası için nominal çapa sağlamaktadır. Nominal çapanın taşınması gereken özellikler ise; seçilen hedefin kolaylıkla kontrol edilebilmesi, kamuoyunun anlayabileceği şeffaflıkta olması, fiyat istikrarı ile güçlü bir ilişkisinin olması ve kısa aralıklarla gözlemlenebilir olmasıdır (Cukierman, 1999:5; TCMB, 2008:3).

Para politikaları ülkenin sosyo-ekonomik durumu ve merkez bankasının konumuna göre ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Uygulanacak politikaların günü birlik gereksinimleri karşılama yerine önceden belirtilmiş bir strateji çerçevesinde para arzı, döviz kuru ve enflasyon gibi belirli bir değişkene göre yürütmek merkez bankalarının sıkça başvurdukları bir yöntemdir (Malatyalı, 1998).

2.1.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Fiyat istikrarının sağlanabilmesi için geleneksel para politikası stratejisi olan döviz kuru hedeflemesi, önceleri altın standardı sisteminde ülke paralarının altına sabitlenmesi şeklinde ortaya çıkmış, sonraları ise ülke parası ABD doları ve Alman markı gibi düşük enflasyona sahip ülkelerin paralarına veya bu ülkelerin paralarından oluşan bir sepete endekslenmiştir. Döviz kuru hedeflemesi, son yıllarda birçok gelişmekte olan ülke tarafından fiyat istikrarını sağlamak için ara hedef olarak uygulanan bir para politikası stratejisidir. Bu rejim, ilgili ülkenin yeterli döviz rezervine sahip olması koşuluyla, gelişmelerin günlük olarak izlenmesine olanak veren, enflasyon ile döviz kuru arasında yakın korelasyonun olduğu ülkelerde açık, anlaşılabilir ve kolay uygulanan bir yöntemdir (Yay, 2006:6). Geçmiş dönemlerde özellikle paranın dolaşım hızının öngörülmesinde güçlükler ortaya çıktığında veya dış ticaret hacimlerinin yüksek olduğu ülkelerde parasal büyüklüklerin yerine döviz kuru, ara hedef olarak tercih edildiği gözlenmektedir.

Döviz kuru hedeflemesine yöneltilen temel eleştiri, bu rejimi uygulayan ülkelerin bağımsız bir para politikası izleyememeleridir. Dış finansal liberalleşmenin sağlandığı ülkelerde yurt içi faiz oranları ile yurt dışı faiz oranları arasındaki etkileşimin yüksek olması, faiz oranlarını politika aracı olarak kullanmayı sınırlandırmakta, merkez bankaları reel sektördeki değişikliğe uyum sağlamamakta ve döviz kuru hedeflediği zaman sermaye hareketlerinin doğal sonucu olarak para arzı kontrol edilememektedir. Döviz kuru hedeflemesinin diğer bir dezavantajı da ülke ekonomilerinin spekülative saldırılara açık hale gelmesidir. Çapa olarak hangi para birimi tercih edilmiş ise o ülkede meydana gelen şoklar, referans alan ülkenin ekonomisini olumsuz etkilemektedir. Böyle bir durumda spekülative döviz kurunu sorgulamakta, yüksek enflasyon ortamında ulusal parayı bırakıp yabancı paraya yönelmektedirler. Sonuçta döviz kuru baskı altına alınarak, para biriminin değer kaybetmesine neden olmaktadır (Obstfeld ve Rogoff, 1995).

Döviz kuru hedeflemesini uygulayan bir kısım ülkeler, enflasyonu düşürebilmelerine rağmen diğer bir kısım ülkelerde başarısız sonuçlar elde edilmiştir. Örneğin geçmiş dönemlerde Meksika (1988-1994) ve İsrail (1985-1990), tarafından bu strateji kullanılmış ve fiyat istikrarını sağlamada başarılı olmuşlardır.

Yüksek cari açık ve kamu açığına çözüm bulmak amacıyla, döviz kuruna dayalı istikrar politikasının Türkiye ekonomisindeki ilk uygulaması 5 Nisan 1994'de uygulanan fiyat ve ücret kontrollerinden oluşan yarı heteredoks istikrar programıdır. Bu programla yüksek oranlı bir devalüasyondan sonra kur artışı, fiyat artışının altında kalacak şekilde kontrol edilmeye çalışılmıştır. Bu nedenle, 5 Nisan Kararları kura dayalı istikrar programına benzer özellikler taşıdığı söylenebilir (Yıldırım, 2003). 5 Nisan kararlarında kur, temel çapa olarak seçilmiş, kur artışının enflasyon artışı altında kalacak şekilde kontrol edilmesiyle, takip eden ilk aylarda döviz piyasalarında istikrar sağlanmıştır. Kurun istikrara kavuşması, enflasyonu düşürmek açısından önemli olmasına rağmen kriz sonrası dönemde enflasyon düşürülemediği. Bu durum, enflasyona yol açan başka faktörlerin varlığını göstermektedir.

Döviz kuruna dayalı ikinci uygulamada Türkiye, 2000 yılı ekonomik programı çerçevesinde döviz sepeti kurunun enflasyon hedefi ile orantılı olarak aylık bazda yılsonuna kadar hangi oranda artış göstereceği belirlenmiş ve ilan edilmiştir. Program, öne çıkardığı öncelikler ve kullanılan politika araçları bakımından döviz kuruna dayalı bir istikrar programıdır (DPT, 2001:8). Uygulama sonuçlarına bakıldığında programın belirli bir süre hedeflerle uyumlu seyretmesi istikrar programına olan güvenin artmasına neden olmuştur. Çünkü döviz kuru hedeflemesi ile ucuzlayan ithalat iç fiyatlar üzerinde ciddi bir baskı oluşturmuş, bir süre sonra fiyatların düşmesini sağlamıştır. Bu olumlu tablo, döviz çapası uygulamasına piyasa aktörlerinin olumlu tepki vermelerini sağlamıştır. Ancak uygulanan program iç piyasa üzerinde bir kısım olumsuzluklara da neden olmuştur. Şöyle ki, ucuzlayan döviz ihracatı azaltmış, zaman içerisinde gerçekleşen enflasyon oranının, hedeflenen döviz kuru artışlarının çok üzerinde seyretmesiyle ihracatçıların dış pazarları kaybetmesine neden olmuştur. Öte yandan düşük kur ithalatı artırarak yabancı malları ucuzlatmasıyla yerli sanayinin dış piyasa rekabetinden olumsuz etkilenmesine neden olmuştur (Türkkan, 2002:152).

2.1.2. Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme stratejisi istikrarlı bir para talebi fonksiyonunda, uzun dönemde enflasyonun para arzındaki büyümeye bağlı olarak geliştiği varsayımıyla ortaya çıkmıştır. Böyle bir durumda para talebinin para politikasından bağımsız bir şekilde hareket ettiği de kabul edilmiş olmaktadır. Bu varsayımlar altında merkez bankaları nominal para arzını kontrol ederek enflasyondaki değişimleri içselleştirecek ve bunun sonucu olarak da nihai hedef olan fiyat istikrarına ulaşabileceklerdir (Cabos ve diğerleri, 1999).

Ekonomik konjonktüre bağlı olarak para arzını azaltmak veya artırmak, doğrudan merkez bankalarının kontrolü altında olup, para politikası araçlarıyla yönlendirilen bir ekonomik değişkendir. Bu özellikleri nedeniyle 1980'li yıllara kadar çok sayıda merkez bankası para arzı hedefini amaç değişkeni olarak kullanmışlardır. Parasal büyüklüklerin hedeflenmesine ilişkin politikalarda parasal tabandan başlayarak, merkez bankası parası, rezerv para ve M2Y gibi enflasyonla ilişkili değişik para tanımları kullanılarak para arzının artırılmayacağı konusunda ekonomik birimler ikna edilmeye çalışılmaktadır (Yiğit, 2009:3).

Fiyat istikrarına yönelik olarak enflasyonu kontrol altına almada kullanılan para politikası stratejilerinden parasal hedefleme stratejisinde, parasal büyüklüklerde kısa dönemde yaşanan istikrarsızlıklar giderilmekte, para arzını kontrol ederek enflasyonunun kontrol altına alınması amaçlanmaktadır. Parasal hedeflemede merkez bankası, parasal taban, geniş para ya da kredi büyüklüklerinin büyüme oranını hedeflemektedir (Cukierman, 1999:3-5). Öte yandan parasal hedeflemede merkez bankası, para kavramlarından hangisini kontrol etmesinin uygun olacağına karar vermek durumundadır. Merkez bankası bu amaçla iki temel kritere göre hareket etmektedir (Keyder, 2002:240).

Birincisi, söz konusu büyüklüğün ekonomik faaliyet üzerinde etkili olabilecek para arzı ile ilişkili olması,

İkincisi ise seçilecek olan büyüklüğün merkez bankasının para politikasını yürütebilmek için kullanabileceği tüm araçları içeriyor olmasıdır.

Para arzı değişkeninin başarısı büyük ölçüde para talebinin istikrarına veya tahmin edilebilirliğine bağlıdır. Paranın dolaşım hızı sabit bir seyir izliyor ya da tahmin edilebiliyor ise parasal büyüklüğün artış oranı şeklindeki hedef, nominal gelirin istikrarlı bir büyüme oranı seyri içinde kalmasını sağlayabilmektedir. Bu durum uzun dönemde fiyat istikrarını beraberinde getirmektedir. Böyle bir durumda bir kısım parasal büyüklüklerin merkez bankaları tarafından belirlenmesi ve parasal büyüklüklerin performansı kısa sürede ölçülebildiğinden parasal büyüklüğün nominal çapa olarak kullanılmasının avantajları beklenebilir (Şıklar, 1999).

1970'li yıllarda pek çok ülke tarafından uygulanan parasal hedefleme stratejisi, 1980'li yıllardan sonra para talebindeki değişimler ve öngörülemezlik nedeniyle bu strateji, enflasyonu kontrol altına almada olumlu performans gösterememiştir. Reel sektörle birlikte finansal sektördeki yapısal değişiklik ile finansal piyasaların liberalizasyonu birçok ülkede paranın dolaşım hızında istikrarın kaybolmasına, finansal varlıklarda çeşitliliği artırarak yeni finansal ürünlerin ortaya

çıkmasına neden olmuştur. Bu durum, para talebindeki istikrarı bozarak, parasal büyüklüklerin ara hedef olarak seçilmesini caydırmıştır (Oktar, 1998). Mishkin'e göre (1999, 2001) ABD, Kanada ve İngiltere'de bu stratejinin başarısız olmasının nedeni, stratejinin ciddi bir biçimde sürdürülmediği ve parasal büyüklükler ile enflasyon, büyüme gibi değişkenler arasında ilişkinin istikrarsızlaşmasıdır.

2.1.3. Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi rejimi, merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığı içinde tutmayı ve bunu para politikası araçlarını kullanarak gerçekleştirmeyi taahhüt ettiği bir para politikası rejimidir (Ongun, 2001; Alparslan, ve Erdönmez, 2001; TCMB, 2001; Alıcı, 1999; Oktar, 1999; Bernanke ve Mishkin, 1997).

1990'lı yıllara kadar uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi gibi para politikası stratejilerinin fiyat istikrarını sağlamadaki başarısızlığı yeni stratejilerin geliştirilip uygulanmasını gerektirmiştir. IMF'nin dalgalı kur ile birlikte uygulanmasını tavsiye ettiği enflasyon hedeflemesi rejiminde genel ekonomi politikalarını desteklemek üzere siyasi irade ile merkez bankası arasında hedeflenen bir enflasyon oranı tespit edilmektedir. Daha sonra ekonomideki ücret artışları, döviz kurları, enerji ve emtia fiyatları gibi değişkenleri dikkate alarak, merkez bankaları tarafından belirli bir dönem için kabul edilebilir bir enflasyon oranının belirlenmesi ve para politikalarını, bu oranı gerçekleştirecek şekilde dizayn edilmesi ve uygulanmasıdır. Uygulanan politikalar sonucunda gerçekleşen enflasyon oranı ile öngörülen oran arasında bir fark ortaya çıkmış ise merkez bankalarının başarı ya da başarısızlığının test edilmesi söz konusudur.

Enflasyon hedeflemesi ilk olarak, 1989 yılında Yeni Zelanda Merkez Bankası tarafından uygulanmıştır. Daha sonra Kanada, Şili, İngiltere ve İsrail Merkez Bankaları bu rejimi uygulamaya başlamıştır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin bu ülkelerdeki fiyat istikrarını sağlama yönündeki başarısı ve 1990'lı yılların sonlarında yaşanan finansal krizlerle birlikte birçok gelişmekte olan ülkede, fiyat istikrarının çökmesi, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejiminin yayılma hızı artmıştır. Nitekim 1998 yılında Çek Cumhuriyeti, Kore ve Polonya, 1999'da Brezilya, Kolombiya ve Meksika, 2000 yılında Tayland, 2001 yılında Macaristan, Filipinler ve Güney Afrika enflasyon hedeflemesi rejimine katılmışlardır (Akyazı ve Ekinci, 2009; Neumann ve Von Hagen, 2002). Bu rejimin 1990'lı yıllarda popüler olmasının en önemli nedeni, merkez bankaları tarafından ara hedef olarak kullanılan parasal büyüklükler ile reel değişkenler arasındaki nedensellik ilişkisinin on yıl öncesinde görülmemesidir (TÜSİAD, 2002).

Enflasyon hedeflemesi rejimi, parasal büyüklüklerin veya döviz kurunun hedeflendiği katı rejimlere oranla her ülkenin kendi ekonomik şartlara uyarlanabilmesiyle önemli avantajlar sunmaktadır. Gerek para politikasının nihai hedefinin fiyat istikrarı olduğunun açıkça ilan edilmesi, gerekse daha fazla şeffaflık ve operasyonel esnekliğin söz konusu olması nedeniyle, merkez bankalarının güvenilirliğini 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 sağlamaktadır (Mishkin, 2000). Para politikasının enflasyonu etkileme derecesine ilişkin belirsizlikler ve öngörülemeyen nedenlerden dolayı planlanan ile gerçekleşen enflasyon oranı arasındaki farkın yüksek seviyede olmaması şartıyla olağan bir durum olarak değerlendirilmektedir. Bu farkın disipline edilmesi amacıyla hedef etrafında bir bant oluşturulmakta veya enflasyon hedefi doğrudan bir aralık olarak belirlenmektedir. Bir kısım ülkeler enflasyon hedefini nokta hedef olarak belirlerken, diğer ülkeler bant hedef uygulamasını tercih etmişlerdir. Bazı ülkeler ise enflasyon oranının alabileceği üst sınırı hedef olarak belirlemişlerdir (TCMB, 2008). Para politikasının kontrolünde olmayan dışsal faktörler nokta hedefe ulaşmanın olanaksız olduğunu göstermiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi yeni bir para politikası stratejisi olup, ülke deneyimleri sınırlı olduğu için, bu rejimin makroekonomik performansa etkisi konusunda yapılmış çok fazla ampirik çalışma bulunmamaktadır. 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) tarafından yapılan enflasyon hedeflemesi rejiminin performansına ilişkin çalışmaların çoğu bu para politikası stratejisinin hem gelişmiş, hem de gelişmekte olan ülkeler açısından olumlu sonuçlar doğurduğunu ortaya koymaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerde enflasyonun, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesinden önceki dönemlere kıyasla düştüğü gözlenmektedir. Bunun yanı sıra, enflasyon hedeflemesi rejimi, özellikle enflasyon beklentilerinin yönetilmesinde ve dolayısıyla ekonomik istikrarın sağlanmasına önemli katkıları olduğu savunulmaktadır (Levin ve diğ., 2004).

Literatürde 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 yapıcılarına çok az takdir yetkisi bıraktığını ve para politikasının muhtemel şoklara 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 zorlaştıracağını 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 belirtmektedirler. 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. 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 sorunları gündeme getirmektedir (TCMB;

2008). Ayrıca çok katı ve tavizsiz olarak uygulanması, kısa dönemde ekonomik büyümeyi sınırlandırması, maliye politikalarının para politikalarına göre üstünlük sağlamasını engelleyememektedir (Alparslan ve Erdönmez, 2000:9).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin diğer rejimlerden farkı aşağıdaki şekilde açıklanmaktadır (TCMB, 2005:3; Mishkin, 2000; Svensson, 2007).

Birincisi, enflasyon hedeflemesini uygulayan merkez bankaları bir ya da daha fazla dönem için enflasyon hedefini belirlerken, hedeflediği enflasyon oranlarını rakamsal olarak açıklamakta, bu hedefi gerçekleştirmeyi taahhüt etmekte ve bu hedeflere ulaşılmaması durumunda piyasalarla şeffaf iletişim kurarak kamuoyuna hesap verme mükellefiyeti söz konusudur. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı merkez bankalarına kamuoyu nezdinde inandırıcılık kazandırıp, ekonomik birimlerin kararlarını geçmiş dönem enflasyon verileri yerine para politikasının hedefleri doğrultusunda şekillendirmelerini sağlayabilme yeteneğine bağlıdır.

İkincisi ise, para politikası kararlarının ekonomiyi etkileme gücü belirli bir süre sonra ortaya çıktığından, aslında merkez bankaları cari enflasyonu değil, gelecekteki enflasyonu kontrol etmektedirler. Bunun için belirli zaman aralıklarıyla enflasyon tahminleri oluşturmakta ve bu tahminleri kamuoyu ile paylaşmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi için aşağıda sayacağımız koşulların gerçekleşmiş olması gerekmektedir (Malatyalı,1998; Jeffrey, 1995; Alparslan ve Erdönmez, 2000; Karasoy ve diğerleri, 1996;Yükseler, 2005).

a) Büyüme ve istihdam gibi diğer hedefler bir tarafa bırakılarak, para politikasının fiyat istikrarı hedefine odaklanması gerekmektedir. Para otoritesinin temel işlevi, hedeflediği enflasyonu gerçekleştirmek, enflasyonla doğrudan veya dolaylı olarak etkileşim içerisinde olsalar bile büyüme, istihdam ve döviz kuru gibi değişkenleri dışarıda bırakmaktır. Örneğin enflasyon hedeflemesini politika stratejisi olarak belirleyen para otoriteleri esnek döviz kuru sistemini tercih etmeleri gerekmektedir. Nitekim İsrail hariç, enflasyon hedefleme rejimini uygulayan bütün ülkeler esnek kur sistemini uygulamışlardır.

b) Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi için hem kurumsal hem de operasyonel anlamda merkez bankası bağımsız olmalıdır. Fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak merkez bankasının önce araç bağımsızlığına sahip olması gerekir. Siyasi müdahalelerden uzak, yasal ve yönetsel özerkliğe sahip, uygulanan parasal rejim ve araçları belirleme yetkisine sahip olması anlamına gelen merkez bankalarının bağımsız olması da enflasyon hedeflemesi rejiminin koşuludur. Günümüzde para politikası uygulamalarının etkinliği merkez bankalarının bağımsızlığı ile doğrudan ilişkilidir. Bağımsız bir merkez bankası fiyat istikrarının önemli araçlarından biridir. Gelişmiş ülkelerin ekonomik yapısı incelendiğinde temelde bağımsız işleyen Merkez Bankalarının olduğu görülmektedir. Buna rağmen enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin çoğunda hedefleri belirlemede hükümetlerin de söz sahibi olduğu gözlenmiştir.

c) Enflasyon hedeflemesini gerçekleştirmenin bir diğer koşulu ise, politika uygulamalarına tepki verecek derecede gelişmiş olan, mali derinliğe ve genişliğe sahip para ve sermaye piyasalarının varlığıdır. Yapılan ampirik çalışmalar, merkez bankasının

bağımsızlığı ile enflasyon arasında ters yönlü bir ilişki olduğunu göstermiştir. Fakat bu ilişkinin varlığı ancak sağlam bir bankacılık sistemi, gelişmiş para ve sermaye piyasalarına sahip piyasalarda söz konusu olduğu vurgulanmaktadır (Berument ve Neyaptı, 1999:12).

d) Özellikle temel gösterge olarak, Net Kamu Borcu/GSMH ile ifade edilen mali baskınlığın yüksek olduğu gelişmekte olan ülkelerde, parasal aktarım mekanizmasının beklenen yönde çalışmaması ve döviz kurundaki volatilitenin enflasyon üzerinde önemli etkileri nedeniyle mali baskınlığın olmaması gerekmektedir. İstikrarlı bir maliye politikasının varlığı enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanması için gerekli zemini hazırlaması bakımından önemlidir. Kamu harcamalarının sürekli artmasına rağmen bunları finanse edecek kamu gelirlerinin yetersiz olduğu gelişmekte olan ülkelerde bu harcamalar nasıl finanse edilirse edilsin enflasyonist etkiye sahiptir. Bilindiği gibi, yüksek bütçe açıklarının iç borçla finanse edilmesi, kamu borç stokunun milli gelire oranını ve reel faizleri yükseltmekte; reel faiz oranları ekonominin reel büyüme hızını aşmaya başlamaktadır. Bu koşullar altında, başlangıçta monetizasyon olmasa da, iç borçla finanse edilen bütçe açığı nihai olarak monetizasyona yol açacağı için enflasyonisttir (Yay, 2006:3-17). Sargent ve Wallace'e göre, sürekli mali açıkların bulunduğu bir ekonomide para politikası, açıkların baskısı altında kalmakta ve uzun dönemde para politikası fiyat istikrarına hiçbir katkı yapmamaktadır (Çolakoğlu, 2003:23).

e) Merkez bankalarının şeffaflığının gereği olarak, enflasyona ilişkin orta vadeli rakamsal hedefler, gerçeğe uygun olarak tahmin edilmeli ve önceden kamuoyuna açıklanmalıdır. İktisat yazınında, merkez bankalarının nasıl ve ne dereceye kadar şeffaf olmaları gerektiği hakkında ortak bir sonuca ulaşılamamış olsa da, şeffaflığın en büyük faydasının, merkez bankalarının hem mevcut hem de gelecekteki politika uygulamalarının ve hedeflerinin kamuoyu tarafından anlaşılmasını sağlamak olduğu kabul edilmektedir (Yıldırım, 2003; Yetkin, 2005).

f) Enflasyon hedeflemesi sisteminin teknik alt yapısını oluşturan kısa vadeli tahmin modelleri ve yapısal modeller açısından geniş bilgi seti, standart, uygun ve güncel istatistik veri tabanının olması enflasyon hedeflemesinin koşullardan birisidir.

Tüm bu koşullar, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmeden ülkelerin mutlaka yerine getirilmesi gereken kurallar şeklinde algılanmamalıdır. Nitekim, birçok ülke deneyiminde görüldüğü gibi, enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya geçen ülkelerin çoğu bu ön koşulların bir kısmından yoksun olarak başlamış ve şartların bir bölümü sonradan gerçekleşmiştir. Enflasyon hedeflemesine geçiş aşamasında önemli olan koşulların tam olarak sağlanması değil, rejimin işlemlerini engellemeyen oluşumların ortadan kaldırılmasıdır. Türkiye, örtük enflasyon hedeflemesi uyguladığı 2001 krizini takip eden dönemde enflasyon hedeflemesi rejiminin ön koşulları içinde yalnızca merkez bankası bağımsızlığı şartını sağladığı söylenebilir.

Genel olarak literatürde açık enflasyon hedeflemesi ve örtük enflasyon hedeflemesi olmak üzere iki çeşit enflasyon hedeflemesi stratejisinden söz edilmektedir. Katı enflasyon hedeflemesi de denen açık enflasyon hedeflemesi; merkez bankasının sadece hedeflenen enflasyon oranına ulaşmak ya da enflasyonu, hedeflenen seviyeye yaklaştırmayı amaçlamaktadır. Bunun dışında açık enflasyon hedeflemesi herhangi bir

değişkeni dikkate almadığı veya enflasyon dışında hiçbir değişkende istikrar sağlamaya çalışmadığı enflasyon hedeflemesidir. Örtük enflasyon hedeflemesinde ise merkez bankası enflasyon hedefinin yanında diğer değişkenleri de dikkate almaktadır (Demirhan, 2002).

2.1.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminde Kullanılan Fiyat Endeksleri

Enflasyon hedeflemesi rejimini tasarlarken, hedeflerin hangi fiyat endeksi üzerinden tanımlanacağına karar verilmesi gerekmektedir. Günümüzde enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin tamamı ya Tüketici Fiyat Endeksi'ni ya da çekirdek enflasyon göstergelerini kullanmaktadırlar. Tüketici Fiyat Endeksi, toplumun her kesimince kolaylıkla takip edilebilir olması, karar alıcılarının beklentilerini yönlendirmesi 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. Enflasyon hedeflemesinde, para politikasının temel amacının uzun dönemde fiyat istikrarının sağlanması olduğu dikkate alındığında, TÜFE üzerinden yapılan hedeflemenin daha uygun olacağını söylemek mümkündür. Çünkü enerji ve gıda fiyatlarının enflasyon üzerindeki etkileri kısa dönemde ortaya çıkmakta, uzun dönemde ise bu etkiler ortadan kalkmaktadır (Kara ve Orak, 2008:10; Demirhan, 2002).

Tablo 1: Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulayan Ülkelerde 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, Güney Kore, Macaristan, Meksika, Peru, Polonya, Romanya, Slovakya, Şili, Türkiye, Yeni Zelanda
Çekirdek Enflasyon	Güney Afrika, Norveç, Tayland

Kaynak: TCMB, Enflasyon Hedeflemesi (2008:9).

Yukarıda sayılan avantajlarına rağmen, TÜFE'nin fiyat endeksi olarak kabul edilmesi bir kısım sorunları da beraberinde getirmektedir. Fiyat endeksine dâhil edilen bir kısım mal kalemlerinin fiyatları dışsal nedenlerden dolayı değişim göstermesi başlangıçta öngörülemeyen bir durum olarak TÜFE'de değişmelere neden olmaktadır. Bu sakıncayı ortadan kaldırmak amacıyla TÜFE içerisindeki bazı mal kalemlerinin endeksten çıkarıldığı gözlenirken, TÜFE'ye dâhil edilen mal bileşimlerinin seçimi tartışma yaratmaktadır.

3. TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Türkiye'de, 1989 yılında dış finansal liberalleşmenin yasal dayanağı olarak bilinen 32 Sayılı kararın yürürlüğe girmesiyle, 1990 yılından itibaren başta kısa vadeli yabancı sermaye girişleri olmak üzere önemli miktarda yabancı kaynak girişi yaşanmıştır. Mali piyasalarda meydana gelen gelişmeler bu piyasalarda işlem hacminin

artmasına, finansal ürünlerin çeşitlenmesine neden olurken, merkez bankasının parasal büyüklükler ve döviz kuru üzerindeki etkinliğinin azalmasına neden olmuştur.

Türkiye yüksek enflasyon sürecinde 1990'ların başında para arzı çapası ve 2000 yılında döviz kuru çapasını denemiş, fakat başarılı olamamıştır. Türkiye, döviz kuru hedeflemesinin 2001 Şubat kriziyle çökmesi ile birlikte daha önce hiç denemediği 2002 yılı başında örtük ve 2006 yılı başında açık enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmiştir.

Türkiye'nin enflasyon hedeflemesine geçeceğine dair ilk belirti 9 Aralık 1999 tarihli IMF'ye sunulan niyet mektubunda yer almaktadır. Bu niyet mektubu ile döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulamaya konulmuş ve 2000 yılı için günlük döviz kurları TCMB tarafından önceden kamuoyuna açıklanmıştır. Her üç ayda bir, günlük döviz kurlarının üç aylık bir dönem için uzatılması ve 18 aylık dönemin sonunda genişleyen bant uygulamasının başlatılması öngörülmüştür. 2002 yılı Aralık ayı sonuna kadar uygulanması tasarlanan bu politika sonrasında, para politikasının enflasyon hedefine yönelik uygulanması planlanmıştır. Bu program tamamlanmadan ortaya çıkan Kasım krizi sonrası imzalanan niyet mektubunda ise merkez bankasının bağımsızlığı ile birlikte para politikasının etkinliğini artıracak yasal düzenlemelerin yapılacağı ve döviz kuruna dayalı stratejiden enflasyon hedeflemesi stratejisine geçileceği ifade edilmiştir (Yükseler, 2005:28). Böylece Türkiye'de 1990-1992 ve 1998 yıllarında uygulanan parasal hedefleme ve 1994 yılında kısmen, 2000 yılında ise tamamen uygulanan döviz kuru hedeflemesinin başarısız olması böyle bir stratejinin tercih edilmesini zorunlu bırakmıştır. Bu çerçevede 2001 yılında bağımsızlığını kazanan Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası yeni dönemde örtük enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayacağını ve gerekli koşullar sağlandığında açık enflasyon hedeflemesine geçileceğini duyurmuştur (Büyükkakın ve Erarslan, 2004:18).

Bu dönemde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası döviz kurlarını dalgalanmaya bırakmış ve Türkiye'nin kronik hale gelen 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 rejim olarak adlandırılan bir ara rejim uygulamaya koyulmuştur (Kara ve Orak, 2008: 37).

2001 Şubat krizinden sonra Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, para tabanının nominal çapa olarak belirlendiği bir parasal hedefleme stratejisini benimsemesine rağmen (TCMB, 2002:18) hedef strateji, esas itibarıyla enflasyon hedeflemesidir. 2002 yılının başından itibaren uygulanan para politikasında para tabanı nominal çapa olarak kullanılmakla birlikte, asıl olarak gelecek dönem enflasyonuna ilişkin gelişmelerin belirleyici olması öngörülmüştür. Dolayısıyla para politikasının nominal çapası enflasyon hedeflemesi rejimine yakınsama stratejisi olan örtük enflasyon hedeflemesidir (Çolakoğlu, 2003:23). Bu bağlamda Türkiye'de yaşanan krizlerin enflasyon hedeflemesine geçişi ertelediği veya zorlaştırdığı iddia edilmektedir. Çünkü enflasyon hedeflemesinin uygulanabilmesi, her şeyden önce ulaşılabilecek bir enflasyon hedefinin seçilmesiyle mümkün olmaktadır (Örnek, 2004). Özellikle, aktarım mekanizmasına

ilişkin belirsizlikler ve risk priminin oynaklığı para politikasının enflasyonu tahmin etme ve kontrol etme yeteneğini sınırlandırmıştır.

Tablo 2: Türkiye’de Örtük Enflasyon Döneminde Enflasyon Oranları (TÜFE, %)

Yıl	Hedef	Gerçekleşme	Sapma
2002	35	29.7	-5.3
2003	20	18.4	-1.6
2004	12	9.3	-2.7
2005	8	7.7	-0.3

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, <http://www.tcmb.gov.tr> (E.T: 07.09.2009).

Türkiye’de 2002 yılından itibaren uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi döneminde, daha önceleri yüksek düzeyde seyreden enflasyonun düşürülmesi amacıyla enflasyon oranı nokta hedef yerine üst sınır olarak belirlenmiş, örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı 2002-2005 döneminde enflasyon oranı hedeflerin altında gerçekleşmiştir. Tablo 2’de görüleceği üzere, yıllık enflasyonun 2002, 2003, 2004 ve 2005 yıllarında sırasıyla %35, %20, %12 ve %8 seviyelerinin altına çekilmesi hedeflenmiştir. Geçen süre içerisinde enflasyon oranları hedeflerin altında gerçekleşerek 2001 yılındaki yüzde 68 seviyesinden, 2005 yılı sonu itibarıyla yüzde 7,7 seviyesine gerilemiştir (Kara ve Orak, 2008:44).

Tablo 3: Türkiye’de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Mali Baskınlık, Finansal Derinlik ve Faiz Oranları (%)

Yıl	Bütçe Açığı/GSYİH	Yurtiçi Finansal Varlıklar/GSYİH	M2Y/GSYİH	Faiz Oranı
2002	-15.2	108.5	48.9	48.19
2003	-11.3	102.1	42.3	28.59
2004	-7.1	101.5	43.0	22.10
2005	-2.1	105.1	42.3	20.38

Kaynak: Devlet Planlama Teşkilatı, <http://www.dpt.gov.tr> (E.T: 01.09.2009).

Öte yandan Türkiye gibi çoğu gelişmekte olan ülkede kısa vadeli yüksek borç stoku, para politikasının etkinliğini azaltmakta ve aktarım mekanizmasının işleyişini çeşitli yönlerden kısıtlayabilmektedir. Ekonomi yazınında mali baskınlık olarak nitelendirilen bu durum, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşması için enflasyonla mücadelede daha etkin olan istikrarlı ve güvenilir maliye politikalarının uygulanmasını zora sokmaktadır.

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 zarar eden bankaların yükümlülüklerini üstlenmesi, kamu borç stokunun aşırı bir biçimde yükselmesine neden olmuştur (TCMB, 2008). Böyle olmasına rağmen, Türkiye’nin kriz ortamından çıktıktan, dalgalı kur rejiminin piyasalarda büyük ölçüde benimsenmesinden ve sistemin ön koşulları konusunda önemli bir mesafe aldıktan sonra, enflasyon

hedeflemesi sistemine geçmiş olması önemli bir avantaj teşkil etmektedir (Yükseler, 2005:36).

Merkez Bankası, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde elde edilen başarıdan aldığı cesaretle, açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmek için gerekli ön koşullarda önemli iyileşme sağlandığını da göz önüne alarak, 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir.

Tablo 4: Türkiye’de Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon Oranları (TÜFE, %)

Yıl	Hedef	Gerçekleşme	Sapma
2006	5	9.6	4.6
2007	4	8.4	4.4
2008	4	10.1	6.1
2009	7.5	6.5	-1

Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, <http://www.tcmb.gov.tr> (E.T: 01.05.2010).

Türkiye deneyimleri ışığında, örtük enflasyon hedeflemesi ile açık enflasyon hedeflemesi rejimleri karşılaştırıldığında, her ne kadar her iki rejimin operasyonel çerçeveleri zamanla birbirine benzeyen, temel politika araçları kısa vadeli faiz oranları olsa da önemli farklılıklar gözlenmektedir. Örtük enflasyon hedeflemesi rejimini açık enflasyon hedeflemesi rejiminden ayıran en önemli fark, örtük enflasyon hedeflemesi rejiminde ilan edilen hedeflerden bir sapma görülmesi durumunda devreye giren bir hesap verme mekanizmasının oluşturulmamış olmasıdır. Bu rejimin uygulandığı 2002-2005 yılları boyunca, açıklanan yılsonu enflasyon hedefleri örtük bir şekilde üst sınır olarak algılanmış ve enflasyonun belirlenen hedeflerin altında gerçekleşmiş olması olumlu bir durum olarak algılanmıştır (TCMB, 2008).

Diğer taraftan, açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte, gerçekleşen enflasyon rakamının sistematik olarak hedefin altında kalmasının olumsuz bir durum olarak değerlendirileceği ve enflasyonun hedefin belirgin olarak üzerinde kalması ya da belirgin olarak altında kalması halinde Merkez Bankasının hükümete ve kamuoyuna yazılı olarak hesap vereceği ilan edilmiştir (MB Kanunu, Mad.42). Başka bir ifadeyle, açık enflasyon hedeflemesi rejiminde, hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmaların sonuçları aynı şekilde değerlendirilmektedir.

Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin para politikası rejimi olarak benimsenmesiyle fiyat istikrarı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası’nın temel amacı olarak belirlenmiştir. (Başçı, 2009:2). 1211 sayılı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu’nun 25 Nisan 2001 tarih ve 4651 sayılı Kanun ile değişik 4. maddesinde, ‘Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır. Banka, fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler. Banka, fiyat istikrarını sağlama amacı ile çelişmemek kaydıyla hükümetin büyüme ve istihdam politikalarını destekler’, denilmektedir.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası’nın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olması, para programının ilk defa uygulandığı, 1989 yılından beri kurala dayalı politika yapma çabalarında son aşamanın da tamamlanması anlamına

gelmektedir. Zira banka artık, araç bağımsızlığı çerçevesinde hem kullanacağı para politikası stratejisini belirleyebilecek hem de fiyat istikrarına zarar verdiği takdirde, hükümetin büyüme politikalarına destek vermeyecektir.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın yeni statüsü ile dürüstlük, tutarlılık, şeffaflık ve hesap verebilirlik konusunda da önemli kazanımlar sağlanmaktadır. Yeni sistemde merkez bankası finansal istikrarın doğrudan ve etkin bir biçimde izlenmesi amacıyla yapılanmakta, temel iletişim aracı olan ve üç ayda bir yayınlanan Finansal İstikrar Raporları ile değerlendirmelerini kamuoyu ile paylaşmaktadır. Bu raporların yayımlanmasındaki amaç, tarafların bu konuda gerekli bilgilere yetkili organlar aracılığı ile ulaşmasının sağlanması ve bu yolla finansal istikrara katkıda bulunulmasıdır.

Türkiye, enflasyon hedeflemesine geçişle birlikte, 2002-2005 döneminde enflasyon oranını hedeflerin altında tutmayı başarabilmiş ve enflasyon ile enflasyon beklentileri arasındaki farkı önemli ölçüde daraltarak, para politikaları kredibilite ve güven kazanmıştır. 2000 ve 2001 yıllarında hedeflerin önemli ölçüde üzerinde gerçekleşen yıllık TÜFE enflasyonu, 2002 yılında 5,3 puan, 2003 yılında 1,6 puan ve 2004 yılında 2,7 puan hedeflerin altında gerçekleşmiştir (Yükseler, 2005:33). Açık enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı 2006 yılı için enflasyon yüzde 5 hedeflenirken gerçekleşme yüzde 9 düzeyinde olmuştur. 2006 yılında yıllık enflasyon Ocak ayından itibaren sürekli yükselmiş ve Temmuz ayında en yüksek düzeye olan yüzde 11,7'ye ulaşmıştır. Alınan tedbirlerin etkisini göstermesiyle birlikte enflasyondaki yükseliş eğilimi 2006 yılının üçüncü çeyreğinde yerini durağan bir görünüme bırakmıştır. 2007 yılı sonunda enflasyon, yüzde 4 olarak belirlenen hedefi aşarak yüzde 8,4 olarak gerçekleşmiştir. 2008 yılı sonunda yüzde 10,1 düzeyinde gerçekleşen enflasyonun gıda ve enerji fiyatlarının yükselmesinden kaynaklanmıştır (Kara ve Orak, 2008; Yılmaz, 2008). Böyle olmasına rağmen, Türkiye'de enflasyon hedeflemesi rejimine geçişin hemen ardından sıkça yaşanan küresel şoklar ve küresel ölçekte enflasyonda yaşanan yükselme eğilimi, enflasyon hedeflemesinin ilk yıllarında hedeflerin gerçekleştirilememesinde etkili olduğu söylenebilir.

4. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Döviz kurunu çapa olarak kullanan döviz kuru hedeflemesi ve parasal büyüklükleri amaçlayan parasal hedeflemede başarı sağlayamayan Türkiye'de enflasyon hedeflemesi, fiyat istikrarını sağlamada çare olarak görülmüştür. Fiyat istikrarını gerçekleştirmeye yönelik enflasyon hedeflemesinin makroekonomik performans üzerinde olumlu etki yapacağı beklentisi ve esnek bir yapıya sahip olması bu rejimin Türkiye'de olduğu gibi diğer gelişmekte olan ülkeler arasında popülaritesinin artmasına neden olmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi rejimlerine göre önemli avantajlar sağlamasına rağmen, bu rejim bir kısım dezavantajları da bünyesinde barındırmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde gerek kurumsal gerekse ekonomik ve mali yapının yeterince gelişmemiş olması, enflasyon hedeflemesi rejimi ile birlikte bir kısım tartışmaları gündeme getirmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi farklı dezavantajları bünyesinde barındırır da bu rejimi uygulayan ülkelerin alternatif para politikası rejimlerine geçmediği gözlenmiştir. Böyle olmasına rağmen bu stratejinin başarısı konusunda kesin bir yargıya varmanın

henüz erken olduğu düşünülmektedir. Son yıllarda dünya ölçeğinde emtia ve enerji fiyatlarındaki yükselme ve gelişmiş ülkelerin finans piyasalarında ortaya çıkan sorunların olası yansımaları, enflasyon hedeflemesi rejiminin küresel ölçekte sınanmasına neden olan bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

Türkiye’de uzun yıllar enflasyonla mücadelede uygulanan politikaların etkin olamaması nedeniyle tercih edilen enflasyon hedeflemesinin başarısı, para otoritesinin enflasyon hedefi dışında başka bir taahhütte bulunmaması, bağımsız olması, para politikaları ile uyumlu maliye politikalarının uygulanması ve mali baskınlığın göstergesi olan Net Kamu Borcu/GSMH veya Bütçe Açığı/GSMH oranının yüksek olmaması gibi koşulların gerçekleşmesi ile mümkündür. Aksi takdirde, sadece para politikası araçları ile enflasyonun düşürülmesi ve fiyat istikrarının sağlanması mümkün olamamaktadır.

Türkiye ekonomisi, örtük enflasyon hedeflemesine geçildiği 2002 yılından itibaren olumlu dış dünya konjonktürü ile birlikte enflasyonu düşürmeyi sağlasa da, 2007 yılından sonra ortaya çıkan mali kriz başta olmak üzere bir dizi dışsal şoka maruz kalmıştır. Büyük ölçüde para politikasının kontrolü dışında gelişen ve uzun süre kalıcı olan bu şoklar, hedeflenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasındaki farkın oluşmasında etkili olduğu söylenebilir. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin olumlu performansına rağmen uzun bir geçmişi olmaması nedeniyle, rejimin başarısı konusunda sağlıklı bir değerlendirme yapmanın zorluğu vardır. Bununla birlikte, örtük enflasyon döneminde gerçekleşen enflasyonun hedeflenenin altında seyretmesine rağmen, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçişle birlikte enflasyonun hedeflerin üzerinde kalması, enflasyonda düşüş beklentisindeki kırılganlığın devam ettiği söylenebilir.

KAYNAKÇA

- Akyazı, H. ve Ekinci, A. (2009), “Enflasyon Hedeflemesi, Büyüme ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı 68, 3-19.
- Alıcı, A. A. (1999), “Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi (Para Politikası Açısından Değerlendirme)”, *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl: 36, Sayı: 8, 33.
- Alparlan, M. ve Erdönmez, P. A. (2000), “Enflasyon Hedeflemesi”, *Türkiye Bankalar Birliği*, www.tbb.org.tr/ (erişim tarihi: 22.12.2009).
- Başçı, E. (2009), “Fiyat İstikrarı” Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, 2. *KPMG Türkiye Finansal Risk Yönetimi Konferansı*.
- Batini, N., Breuer, P., Kochhar, K. ve Roger, S. (2006), “Inflation Targeting and the IMF”. *IMF Board Paper*, SM/06/33, Washington D.C.
- Bernanke, B. S. and Mishkin, F. S. (1997), “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, *Journal of Economics Perspectives*, Vol:11, No:2, 97-116.
- 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.
- Berument, H. ve Neyaptı, B. (1999), “Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Ne Kadar Bağımsız?”, *İktisat İşletme ve Finans*, Yıl: 14, Sayı: 165.

- 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.
- Büyükakın, T. ve Erarslan, C. (2004), "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye'de Uygulanabilirliğinin Derlendirilmesi", *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, 2004/2, 18-37.
- Cabos, K., Funke, M. ve Siegfried, N. A. (1999), "Some Thoughts On Monetary Targeting vs. Inflation Targeting", *Quantitative Macroeconomic Working Paper Series*, Universitat Hamburg.
- Clarida, R. and M. Gerdler (1997), "How the Bundesbank Conducts Monetary Policy" in Reducing Inflation, C.D. Romer and D.H. Romer (Ed.) The Univ. of Chicago Press, 363-604.
- Clarida, R., J. Gali and M. Gerdler (1998), "Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence", *European Economic Review*, 42, 1033-1067.
- Corbo, V., Landerrretche, M. O. ve Schmidt-Hebbel, K. (2002), "Does Inflation Targeting Make a Difference?", Central Bank of Chile, Santiago.
- Cukierman, A. (1999), "Targeting Monetary Aggregates and Inflation in Europe", *Economic Research Discussion Paper*, No: 39.
- Çiçek, M (2005), "Türkiye'de Parasal Aktarım Mekanizması: VAR Yaklaşımıyla Bir Analiz", *İktisat İşletme ve Finans*, 233, 82-105.
- Çolakoğlu, B. (2003), "T.C. Merkez Bankası Para Politikasının Güvenilirliği", <http://www.econturk.org/turkiyeekonomisi/bayram.doc>, (Erişim tarihi:08.01.2010).
- Demirhan, E. (2002), Para Politikasının Değişen Yüzü: Enflasyon Hedeflemesi. İstanbul: Türkiye Bankalar Birliği Yayınları, Yayın No:231.
- DPT (2001), "Katılım Öncesi Ekonomik Program", [/http://ekutup.dpt.gov.tr/ab/kep/2001.pdf](http://ekutup.dpt.gov.tr/ab/kep/2001.pdf)/10.02.2010.
- Jeffrey, F. C. (1995), "Central Bank Independence and Inflation Targeting: Monetary Policy Paradigms for The Next Millennium?", *New England Economic Review*, January, 19-36.
- Ongun, T. (2001), "İstikrar Arayışından Krize: Bir Değerlendirme", *GÜ.İİBF Dergisi*, 3. Cilt 2. Sayı.
- Örnek, İ. (2005), "Türkiye'de Enflasyon Hedefi Uygulanabilir mi?", www.dtm.gov.tr/dtmadmin/upload/EAD/.../turkiyeenf.doc, (Erişim Tarihi: 22.12.2009).
- Kara, A. H. ve Orak, M. (2008), "Enflasyon Hedeflemesi", Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü.
- Keyder, N. (2002), *Para, Teori-Politika-Uygulama*, Ankara: Seçkin Yayıncılık ve Dağıtım.

- 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.
- Malatyalı N. K. (1998), Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, DPT, Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü Çalışma Raporları: 1998- 01.
- Mishkin, F. S. (2000), "Inflation Targeting in Emerging-Market Countries", *The American Economic Review*, 90 (2), 105-109.
- 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. (2007), "Monetary Policy under Inflation Targeting: An Introduction", Central Bank of Chile.
- Müslümov, A. Hasanvov, M. ve Özyıldırım C. (2002), "Döviz Kuru Sistemleri ve Türkiye’de Uygulanan Döviz Kuru Sistemlerinin Ekonomiye Etkileri", TÜGİAD Ekonomi Ödülleri, 2002, <http://www.tugiad.org.tr/tugiad.php?sayfa=ekonomi&kategori=3&all=1>, ET: 3 Temmuz 2007).
- Neumann, M. J. M. ve Von Hagen, J. (2002), "Does Inflation Targeting Matter", *The Federal Reserve Bank of St.Louis*, July-August 2002, 127-148.
- Obsfeld, M. and Rogoff, K. (1995), "Exchange Rate Dynamics Redux", *Journal of Political Economy*, 103.
- Oktar, S. (1998), "Para Politikasının Güvenirliği ve Güvenilirliğin Sağlanmasında Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı", *Banka ve Ekonomik Yorumlar Dergisi*, Yıl:35, Sayı:2.
- Portugal, M. (2007), "Perspectives and Lessons from Country Experiences with Inflation Targeting", Remarks at a Panel on Inflation Targeting.
- Svensson, L. E. O. (2007), "Inflation Targeting", *The New Plagrave Dictionary of Economics*.
- Şıklar, İ. (1999), "Enflasyon Hedeflemesi ve Para Talebinin Rolü", *Eskişehir Sanayi Odası Yayınları*, Yayın No:27.
- Taylor, J. (1993), "Discretion Versus Policy Rules in Practice" Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 38, December, 195-214.
- TCMB (2001), "Enflasyon Hedeflemesi", *Araştırma Genel Müdürlüğü Tartışma Tebliği*, No:9801.
- TCMB (2005), Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası.
- TCMB (2008), Para Politikası ve Enflasyon Hedeflemesi, www.tcmb.gov.tr/yeni/iletisimgm/sss.php/10.05.2009.
- Türkkan, E. (2002), "Türkiye’de 2001 Ekonomik Krizi ve Güven Faktörü", *Yeni Türkiye Dergisi*, Kriz Özel Sayısı.

- TÜSİAD, Enflasyon ve Büyüme Dinamikleri Gelişmekte Olan Ülke Deneyimleri Işığında Türkiye Analizi, Aralık 2002, Yayın No: TÜSİAD- T/ 2002, 12/ 341.
- Yay, G.G. (2006), "Para Politikası Stratejileri ve Enflasyon Hedeflemesi", *İktisat Dergisi*, Şubat-Mart, Sayı:470-471, 3-17.
- Yıldırım, O. (2003), "Kura Dayalı İstikrar Politikası Çerçevesinde Enflasyonu Düşürme Programı ve Türkiye Ekonomisinde Yeni İstikrar Arayışları", *DTM Dergisi*, Sayı: 27, Ocak-2003.
- Yiğit, N. (2009), Türkiye'de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi, TC Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, Ankara.
- Yükseler, Z. (2005), "IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi: Brezilya Deneyimi ve Türkiye İçin Dersler", Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni, 2005/9.