

## Asimetrik Bilgi ve Para Politikasının Etkinliği

Yrd. Doç. Dr. Özcan KARAHAN

Balıkesir Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü, BANDIRMA

### ÖZET

İktisat literatüründe son dönemlerde para politikasına duyulan güven veya politikaların kredibilitésinin yüksekliği uygulamaların etkinliğini belirleyen en önemli değişken olarak belirlenmektedir. Buna bağlı olarak, açıklılık veya şeffaflık olgusu (transparency) Merkez Bankalarının uygulamalarında gözetmeleri gereken en önemli koşul olarak ortaya çıkmaktadır. Böylece Merkez Bankaları ile diğer ekonomik birimler arasında bilginin eşit bir biçimde dağılması durumunu ifade eden "asimetrik bilgi" sorunu etkin para politikalarının uygulanmasında çözümlenmesi gereken önemli bir problem olmaktadır. Bu çerçevede çalışmamız para politikası uygulamalarında ortaya çıkan asimetrik bilgi sorunun temel unsurlarını analiz etmeyi amaçlamaktadır. Buna göre para politikası uygulamalarında Merkez Bankası ile kamuoyu arasında oluşan asimetrik bilgi üç tür kaynak çerçevesinde belirlenerek analiz edilmiştir. Bunlar, politikaların amacına ilişkin bilgi noksanlığı, uygulamanın işleyişine ilişkin bilgi noksanlığı ve süreç içerisindeki verilerin zamanında ve yeteri miktarda sağlanması konusundaki bilgi eksikliğidir. Çalışmamızda ayrıca çizilen analiz çerçevesinde belirlenen sorunların çözümüne ilişkin olarak Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Stratejisi bağlamında tespitlerde bulunularak, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının uygulamalarına değerlendirilecektir.

**Anahtar Kelimeler:** Asimetrik Bilgi, Para Politikasının Etkinliği, Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi

### Asymmetric Information And Effectiveness Of Monetary Policy

#### ABSTRACT

It has been indicated in the recent economic literature that the accountability of monetary policies is the most significant variable determining the effectiveness of applications. Accordingly, transparency in monetary policy becomes the most important factor for Central Banks. Thus, asymmetric distribution of information between Central Bank and other economic units becomes a significant problem requiring to be solved in order to reach the efficient monetary policy. From this starting point, the study aims to analyze the basic resource of asymmetric information problems. We deal with the asymmetric information between Central Bank and other economic units in the framework of three resources. These are the deficiencies of information concerning the aim of policy, the transmission mechanism of policy and the data sets realized in process of policy application. Also, we will evaluate the policies of Central Bank in Turkey, determining the solutions for problems indicated in this study, in the framework of strategy towards Inflation Targeting

**Key Words:** Assymmetric Information, Effectiveness of Monetary Policy, Inflation Targeting Strategy

### GİRİŞ

Ekonomik birimlerden bir tarafın diğerine oranla daha fazla bilgiye sahip olması durumu "asimetrik bilgi" kavramı ile ifade edilmektedir. Asimetrik bilginin geçerli olduğu durumlarda etkileşim içerisinde bulunan ekonomik aktörlerden daha çok bilgiye sahip olan taraf haksız bir üstünlük kazanmaktadır. Bu nedenle asimetrik bilginin geçerli olduğu durumlarda ekonomik faaliyetlerin etkin bir biçimde gerçekleştirilmesi mümkün olamaz. Piyasa mekanizması

içerisinde kaynakların verimli biçimde kullanılması için birimler arasındaki bilgi akışının tam olarak sağlanması gerekmektedir. Ancak, bilgi akışının tam olarak sağlanamaması sonucu ekonomik birimler arasında ortaya çıkan asimetrik bilgi nedeni ile önemli piyasa aksaklıkları yaşanmaktadır.

Bu çalışmada da Merkez Bankası ile kamuoyu arasında oluşan asimetrik bilgi ve para politikalarının etkinliği arasındaki etkileşim analiz edilmektedir. Bilindiği gibi, Merkez Bankaları hedefleri doğrultusunda bazı göstergeleri belirlemek için para politikası araçlarını kullanırlar. Bu süreçte, tabidir ki, tek tek tüketici bireylerin veya firmaların davranışlarının yönlendirilmesi gerekmektedir. Çünkü para politikalarının etkinliği ile bu politikalara ekonomik birimlerin vereceği tepkiler arasında sıkı bir bağlantı bulunmaktadır. Ekonomik birimlerin politikalar karşısındaki takınacakları tavırlar ise, para politikası uygulamalarına ilişkin sahip oldukları bilgi ile yakından ilişkilidir. Böylece Merkez Bankası ve diğer ekonomik birimler arasında oluşan “asimetrik bilgi” olgusu ile para politikalarının etkinliği arasında önemli bir ilişki ortaya çıkmaktadır.

Yukarıda belirlenen çerçevede para politikalarının etkinliği ile asimetrik bilgi olgusu arasındaki etkileşimi üç bölümde analiz edeceğiz. İlk bölümde para politikası uygulamalarında ortaya çıkan asimetrik bilgi olgusunun kaynakları belirlenecektir. İkinci bölümde, asimetrik bilgi olgusu ile para politikalarının etkinliği arasındaki ilişki irdelenecektir. Üçüncü bölümde ise, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının son dönem para politikası uygulamaları, çalışmanın önceki bölümlerinde belirlenen tespitler çerçevesinde, değerlendirilecektir.

## **I - PARA POLİTİKASI UYGULAMALARINDA ASİMETRİK BİLGİ KAYNAKLARI**

Yaşamın hemen her sürecinde olduğu gibi ekonomik yaşam içerisindeki aktivitelerde de bilgi çok büyük bir rol oynamaktadır. Ancak yine yaşamın diğer alanlarında olduğu gibi ekonomik yaşamda da aktiviteleri yürütmekle ilgili ihtiyacımız olan bilgilere tam olarak ulaşamayabiliriz. Bu durum şüphesiz aktivitelerimizi daha etkin yürütmemizi etkileyebilir. Ekonomik etkinliğin sağlanmasını aksatacak şekilde, bilginin ekonomik birimler arasında eşit derecede dağılmaması “asimetrik bilgi” kavramı ile ifade edilmektedir.

Bu çalışmada, “asimetrik bilgi” kavramı ile para politikalarına ilişkin bilgilerin Merkez Bankası ile ekonomik birimler arasında eşit dağılmaması durumu anlatılmaktadır. Para politikalarına ilişkin tüm karar alma ve uygulama yetkisinin Merkez Bankalarında olduğu kabul edilirse, asimetrik bilgi sorununun ortaya çıkması için Merkez Bankalarının uyguladığı politikalara ilişkin bilgileri kamuoyundan gizlemesi gerekir. Böylece para politikalarının uygulama sürecindeki “açıklık” veya “şeffaflık” unsuru ile “asimetrik bilgi” olgusu arasında yakın bir ilişki bulunmaktadır. Öyle ki, Merkez Bankaları uyguladıkları politikalara ilişkin bilgilerin ne kadar büyük bir kısmını kamuoyuna açıklarlarsa “asimetrik bilgi” o derece azalır.

Para politikalarının bir çok yönünün bulunmasına rağmen, uygulamaların niteliğini belirleyen üç temel unsurdan söz edebilir. Bu temel unsurlara ilişkin bilgilerin kamuoyuna aktarılması para politikası uygulamalarının şeffaflığının sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Başka bir ifade ile, para politikası uygulamalarının genel niteliğini belirleyen söz konusu unsurlara ilişkin bilgilerin kamuoyuna gerektiği gibi duyurulmaması, Merkez Bankası ile kamuoyu arasında asimetrik bilginin oluşmasına neden olmaktadır. Bu çerçevede para politikalarına ilişkin üç tür bilgi noksanlığının asimetrik bilginin doğmasına kaynaklık ettiğini belirleyebiliriz. Bunlar, politikaların amacına ilişkin bilgi noksanlığı, politikaların işleyişine yani aktarma mekanizmasına ilişkin bilgi noksanlığı ve politikaların uygulanması sürecinde gerçekleşen verilere ait bilgi noksanlığı olarak belirlenebilir (Remsperger ve Worms, 1999: 3).

Para politikasının temel hedeflerinin açıklanması, Merkez Bankası ile kamuoyu arasında politikalara ilişkin bilgilerin eşit dağılımı açısından büyük önem taşımaktadır. Politika amaçlarının açıklanmasında ise şeffaflık koşulunun yerine getirilmesi için iki önemli unsurun mutlaka belirtilmesi gerekmektedir. İlk olarak, uygulamaların temel hedef göstergesi açık bir biçimde belirlenmelidir. İkinci olarak, hedef göstergenin zaman içerisinde alacağı seviyelere ilişkin ulaşılmak istenen sayısal değerler ayrıntısı ile açıklanmalıdır (Remsperger ve Worms, 1999: 7). Böylece, politikaların uygulanmasına ilişkin Merkez Bankası ile kamuoyu arasında oluşabilecek asimetrik bilgi sorununun önemli bir kaynağı ortadan kaldırılmaktadır. Politika amaçlarının yukarıda belirlenen şekilde açıklanması kamuoyu açısından uygulamaların niteliğine ilişkin önemli bir bilgilendirmeyi ifade etmektedir. Politika amaçlarının ayrıntısı ile açıklanması kamuoyunun özellikle uygulamalara ilişkin olarak tahmin yapma imkanlarını güçlendirmektedir. Böylece politika amaçlarının açıklanması kamuoyunun Merkez Bankası uygulamalarına ilişkin uzun dönemli bir perspektif oluşturmasına imkan vermektedir (Croce ve Khan, 2000: 50).

Kamuoyunun politikaların uygulanma sürecinde ekonomik göstergelerin aldığı değerlere ilişkin bilgilere yeterince ulaşamaması durumu asimetrik bilginin ikinci önemli kaynağını oluşturmaktadır. Kamuoyu politikaların uygulanması sonucu makroekonomik göstergelerde yaşanan değişim ile önceden belirlenen hedeflere ne derecede ulaşabildiğini bilmek ister. Çünkü uygulamaların başarısını gösteren böyle bir bilgi ekonomik birimlerin ileriki dönemdeki davranışlarını belirlerken etkin rol oynamaktadır. Bu nedenle, Merkez Bankalarının politikalarını uygularken ortaya çıkan bilgileri düzenli bir biçimde kamuoyuna yayınlamaları gerekmektedir. Böylece para politikası uygulamalarında ortaya çıkabilecek asimetrik bilginin önemli derecede azaltılması mümkün olmaktadır (Hahn, 2002: 432). Politika amaçlarının ilan edilmesi uygulanan politikalara ilişkin uzun vadeli genel bir bilgilendirme içermektedir. Bu yüzden, politikalara ilişkin asimetrik bilginin azaltılması isteniyorsa, uygulamaların kısa vadedeki sonuçlarına ait bilgilerin açıklanması gerekmektedir. Sonuç olarak, para politikası uygulama sonuçlarının izlenebileceği veri setlerinin belirli aralıklar ile yayınlanması asimetrik bilginin azaltılmasında

büyük rol oynamaktadır.

Merkez Bankası uygulamalarında ortaya çıkan asimetrik bilginin üçüncü önemli kaynağı politikaların aktarım mekanizmasına ait bilgilerin noksanlığı ile ilişkilidir. Para politikası araçları ile hedef olarak seçilen ekonomik değişkenler arasındaki etkileşim süreci “aktarım mekanizması” (transmission channel) olarak tanımlanabilir. Öte yandan, belirtmek gerekir ki, para politikalarının finansal sistem ve reel ekonomiyi hangi kanallardan nasıl etkilediği konusunda farklı teorik yaklaşımlar bulunmaktadır. Bunlara faiz oranı, döviz kuru ve kredi kanallarını esas alan aktarım mekanizmasına ait teoriler örnek verilebilir (Remsperger ve Worms, 1999: 3-4). Böylece, politikaların işleyişine ilişkin olarak, kamuoyunun Merkez Bankaları ile aynı bilgiye sahip olabilmesi için, öngörülen aktarım mekanizmasının da kamuoyuna açıklanması gerekmektedir. Bu durum kamuoyunun yürütülen politikaları çok daha kolay bir biçimde izleyerek değerlendirmelerde bulunabilmesine yardımcı olur. Çünkü aktarım mekanizması uygulanan politikaların niteliğine ilişkin çok önemli bilgiler içermektedir.

Politikaların aktarım mekanizmasının açıklanması ile, uygulamaların uzun dönemdeki ana amaçlarına ulaşabilmek için, kısa vadede ulaşılması gereken operasyonel hedefler belirlenmektedir. Böylece, operasyonel hedeflerin para politikası uygulamalarının ilk adımını oluşturduğunu söyleyebiliriz. Operasyonel hedeflerin en önemli özelliklerinden biri kolaylıkla ölçülebilir olmalarıdır. İkinci olarak operasyonel hedefler para politikası araçları ile kolaylıkla etkilenen makroekonomik göstergelerdir (Barth, 2002: 142). Örneğin, Merkez Bankaları enflasyonu düşürmek için öngördüğü aktarma mekanizması çerçevesinde para tabanını operasyonel bir hedef olarak seçebilmektedir. Para tabanı Merkez Bankasının kolaylıkla ölçülebileceği ve takip edebileceği bir göstergedir. Ayrıca para tabanı emisyon politikalarından direkt olarak etkilenmektedir. Bundan başka, para tabanı ile piyasadaki para miktarı dolayısı ile Merkez Bankasının fiyat istikrarı amacı arasında güçlü bir ilişki bulunmaktadır. Öte yandan, faiz oranları ve döviz kuru gibi göstergelerde önemli birer operasyonel hedef olabilir. Özetleyecek olursak, uygulanan para politikası çerçevesinde öngörülen aktarma mekanizmasının veya operasyonel hedefin açıklanmasının, asimetrik bilginin azaltılmasında gözetilmesi gereken önemli bir unsur olduğunu söyleyebiliriz.

## **II - PARA POLİTİKALARININ ETKİNLİĞİ VE ASİMETRİK BİLGİ**

Keynesyen Yaklaşım, ekonominin sürekli olarak eksik istihdamda bulunduğu varsayımından hareketle, büyümenin sağlanması için genişlemeci para ve maliye politikalarının uygulanması gerektiğini savunur. Buna karşılık, Monetarist İktisatçılar genişlemeci politikaların sadece kısa dönemde ekonomiyi büyütecek etkilerinin olduğunu belirtmektedirler. Buna göre genişlemeci politikalar uzun dönemde fiyat artışlarına yol açmakta, bu durumda ekonominin küçülerek eski doğal seviyesine dönmeye neden olmaktadır. Böylece Keynesyen İktisatçıların öngördüğü şekilde genişlemeci politikaların reel etkileri kısa

dönemde yaşanırken uzun dönemde geçerli olmamaktadır. Rasyonel Beklentiler Hipotezi ile birlikte ise Keynesyen ve Klasik iktisatçılar arasında sürdürülen politika tartışmaları yeni bir boyut kazanmıştır. Çünkü Rasyonel Beklentiler Hipotezi iktisat politikalarının hem kısa ve hem de uzun dönemde hiçbir etkisinin olmayacağını ileri sürmüştür. Bu hipotez, Keynesyen ve Monetarist İktisatçıların varsayımlarının aksine, ekonomik birimlerin “uyumlamacı beklentiler” (adaptive expectations) yerine “rasyonel beklentiler” (rational expectations) ile hareket ettiklerini kabul etmektedir.

Rasyonel Beklentiler Hipotezine göre, ekonomik birimler beklentilerini Merkez Bankalarının uygulamalarına ilişkin ilan ettikleri bilgiler çerçevesinde sürekli olarak yeniden oluşturmaktadırlar. Böylece, ekonomik birimlerin, Keynesyen ve Monetarist yaklaşımların kabul ettiği şekilde, “uyumlamacı beklentiler” (adaptive expectations) çerçevesinde davranışlarını belirlemeleri söz konusu değildir. Ekonomik birimler beklentilerini sürekli olarak Merkez Bankası uygulamalarındaki değişime paralel bir biçimde yeniden düzenleyebilmektedirler. Bu şekilde, bireylerin politikalar karşısında edilgen konumdan kurtularak, çıkarlarını koruyacak opsiyonlar çerçevesinde rasyonel beklentilerle (rational expectations) hareket edebilmeleri söz konusu olmaktadır (Woodford, 2001: 7-8).

Böylelikle ekonomik birimler Merkez Bankası uygulamalarına karşı takınacakları tavırlar ile söz konusu politikaların etkinliğini azaltabilme imkanına sahiptirler. Başka bir ifade ile, ekonomik birimler Merkez Bankasının niyeti ve uygulaması hakkındaki bilgilere tam olarak sahip olurlarsa para politikalarının kısa ve uzun vadedeki etkinliklerini ortadan kaldıracak şekilde davranabilirler. Örneğin, Merkez Bankasının gelecek dönemler için faiz oranlarının düşürülmesi sonucu yatırımlar dolayısı ile istihdamın artırılmasını amaçlayan genişlemeci para politikasını tercih ettiğini varsayalım. Eğer bu politika değişikliği kamuoyuna tam olarak duyurulursa, bireyler genişlemeci para politikalarının fiyatları artırıcı etkilerini göz önünde bulundurarak enflasyonist beklentilerini artırırlar. Bu durum ise piyasadaki cari faiz oranının yükselmesine neden olarak genişlemeci para politikalarının yatırım ve istihdam üzerindeki olumlu etkisini ortadan kaldırabilir.

Bu anlayışa göre, Merkez Bankaları uygulayacakları politikalara ait bilgileri kamuoyundan gizleyebildikleri oranda başarılı olmaktadır. Böylece, para politikalarının etkin olabilmesi için uygulamaların kamuoyunun hiç beklemediği bir anda hayata geçirilmesi gerekmektedir. Bu durumda Merkez Bankalarının amaçlarını ve söz konusu amaçlarına ulaşmak için kullandıkları araçlara ilişkin bilgileri bir sır gibi saklamaları, söz konusu uygulamaların etkinliği için önemli bir koşul olmaktadır. Başka bir ifade ile, para politikaların etkinliği Merkez Bankası ile kamuoyu arasındaki asimetric bilginin artırılmasına bağlıdır. Böylece politikaların amacı, aktarma mekanizması ve uygulamalar sonucu gerçekleşen veri setinin kamuoyundan özenle saklanması gerekmektedir. Rasyonel Beklentiler Hipotezi bağlamında geliştirilen bu yaklaşım bir çok ülkenin para otoriteleri tarafından benimsenerek uygulamalar konusunda önemli bir gelenek yaratılmıştır. Öyle ki, yukarıda belirlenen strateji çerçevesinde başarılı Merkez Bankası uygulamaları uzunca bir süre “sır saklama sanatı” olarak

nitelendirilmiştir (Goodfriend, 1986: 69).

1980'li yıllardan itibaren, bilgi iletişim teknolojilerindeki gelişmelerin yönlendirdiği yeni ekonomilerde bir çok değişimin yaşamasına paralel olarak, para politikası stratejilerinde de önemli dönüşümler yaşanmıştır. Bilgi ve iletişim teknolojilerindeki gelişmeler, bilginin işlenmesi, depolanması ve aktarılması süreçlerinin kısa zamanda ve ucuz bir biçimde gerçekleştirilebilmesine imkan vermiştir. Bu durumda ekonomik birimler arasındaki bilgi akışını artırmıştır. Teknolojideki gelişmeler sonucu bilgi edinme olanağının artması ise ekonomik birimlerin faaliyetlerini gizlilik içinde yürüterek avantaj sağlama imkanlarını kısıtlamıştır. Böyle bir ortamda, ekonomik aktörler için yürüttükleri faaliyetlere ilişkin bilgileri mümkün olduğu kadar kendi dışındaki birimlerle paylaşmak yani şeffaf olmak büyük önem kazanmıştır. Bu süreçte, bir çok ülkedeki Merkez Bankasının uygulamalarında izleyecekleri ilkeleri kamuoyuna ilan edilerek, faaliyetlerini önceden belirlenen kurallar çerçevesinde yürütmeye çalıştıkları gözlemlenmiştir. Böylece para politikalarının belli bir kural çerçevesinde şeffaf bir biçimde uygulanması Merkez Bankasının hedeflerine ulaşmasında uyması gereken önemli bir koşul olarak kabul edilmiştir (Croce ve Khan, 2000: 48).

Para politikalarının etkinliği ile uygulamaların şeffaflığı arasındaki ilişki temelde politikaların başarısı için ekonomik birimlerin beklentilerinin Merkez Bankası tarafından yönlendirilmesi gerektiği varsayımına dayanmaktadır. Buna göre ancak kamuoyunun güvenini kazanmış uygulamalar sonucu politikaların kredibilitisini yükselterek beklentileri yönlendirmek mümkün olmaktadır (Neumann, 2002: 356). Kamuoyunun güveninin kazanılmasında veya politikalarının kredibilitésinin yükseltilmesinde ise uygulamaların şeffaflığı önemli bir rol oynamaktadır. Sonuç olarak, bekleyişlerin yönlendirilmesini esas alan Modern Merkez Bankası Yaklaşımında, ekonomik birimler politikalara ilişkin bilgilere tam olarak sahip olur ve uygulamalardan sapma olmayacağına inanırlarsa, politikalara duyulan güven artar. Böylece Merkez Bankası kredibilitésini yüksek politikalar ile ekonomik birimlerin bekleyişlerini gerektiği gibi yönlendirerek hedeflerine kolaylıkla ulaşabilir. Bu şekilde, bilgi iletişim teknolojilerindeki gelişmelere paralel olarak, ekonomik birimlerin beklentilerinin yönetilmesinin dolayısı ile de kamuoyunun para politikası stratejileri içerisinde önem bir rol aldığını görmekteyiz (Blinder, 1999: 11).

Ekonomik politika uygulamalarında hedeflere ulaşabilmek için ekonomik birimlerin bekleyişlerinin yönlendirilmesinin gerektiği son dönemde literatürde sıkça vurgulanmaya başlanmıştır. Buna göre, uygulanan politikaların etkinliği ile ekonomik birimlerin bekleyişlerinin yönlendirilebilmesi arasında direkt ve güçlü bir bağ bulunmaktadır. Bu durum özellikle 1980'li yıllar ile birlikte, kamuoyunun bekleyişlerini yönlendirebilmek için uygulanmaya konulan çıpalara dayalı para programlarında açıkça belirlenebilmektedir. Çeşitli ülkelerdeki para politikası uygulamalarının araştırıldığı bir çalışmada, analize katılan toplam 91 ülkedeki Merkez Bankalarının yaklaşık %96'sının uyguladıkları programlarda enflasyon, döviz kuru ve parasal taban gibi bir takım göstergeleri çıpa olarak belirledikleri gözlemlenmiştir (Bank of England, 1999: 275). Bu şekilde, döviz kuru ve fiyat

seviyesi gibi çıpalara dayalı istikrar programlarına gittikçe artan oranda ihtiyaç duyulması, Merkez Bankalarının başarıya ulaşmak için kamuoyunun beklentilerinin yönetilmesine verdiği önemi artırdığını göstermektedir. Bu bağlamda, özellikle enflasyon çıpasına dayalı istikrar programları 1990'lı yıllardan itibaren önemli bir uygulama alanı bulmuştur (Mishkin, 1999: 580).

Günümüzde dünyanın her hangi bölgesinde yaşanan olumsuz gelişmeler çok kısa zamanda geniş bir alana yayılarak bir çok ülkede finansal krizlere yol açabilmektedir. Bekleyişlerin iyi yönetilememesi nedeni ile, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, bir çok ekonomik krizin çıktığı veya mevcut yaşanan krizlerin ağırlaştığı gözlemlenmiştir (IMF, 1998: 2). Öyle ki, ekonomik göstergeler oldukça istikrarlı bir biçimde seyrederken ekonomik birimlerin beklentilerinde oluşan ani dalgalanmalar önemli sorunların yaşanmasına neden olabilmektedir. Öte yandan, uzun dönem yüksek enflasyon problemine sahip olan ekonomilerde, geçmiş dönemde yaşanan yüksek enflasyon oranları bireylerin fiyatlara ilişkin beklentilerinin sürekli olarak daha ileri seviyelerde belirlenmesine neden olmaktadır. Bu nedenle, enflasyonist beklentileri yeterince yönetemeyen politikalar, diğer teknik konularda ne kadar mükemmel işlerlse işlesinler sonuçta başarısız olmaktadır. Bütün bunlar günümüz dünyasında beklentilerin çok önemli olduğunu göstermektedir. Bunun için ekonomi politikalarının beklentileri yönetme konusuna özen bir önem vermesi gerekmektedir.

Ekonomik birimlerin beklentilerinin yönlendirilmesinde ise kamuoyunun uygulamalara duyduğu güvenin, başka bir ifade ile, politikaların kredibilitésinin etkili olduğunu belirlemiştir. Dolayısı ile, Merkez Bankaları başarıya ulaşabilmek için uygulamalarına duyulan güveni artırarak politikalarının kredibilitésini yükseltmek zorundadır. Bu çerçevede, para politikalarının etkinliği için Merkez Bankası ile kamuoyu arasında oluşabilecek asimetrik bilgi sorununun çözümlenmesine odaklanılması gerekmektedir. Çünkü eğer Merkez Bankası ile kamuoyu arasındaki asimetrik bilgi artarsa, politikalara duyulan güvenin azalması sonucu ekonomik birimlerin beklentilerinin yönetilmesi mümkün olmaz. Bu nedenle uygulanacak politikalarda açıklık veya şeffaflık koşulunun tam olarak sağlanması önemlidir. Böylece, Merkez Bankaları uygulamalarında asimetrik bilgi sorununu besleyen bütün bilgi noksanlıklarını ortadan kaldırmayı hedefleyen bir stratejiyi benimsemelidir. Çünkü ekonomik birimler ancak bilgi edinebildikleri ve böylece izleyerek değerlendirme yapabilme imkanına sahip olabildikleri politikalara güvenebilirler. Öte yandan, şeffaflık politikası Merkez Bankalarının uygulamalarındaki başarısızlıklarının kolaylıkla ortaya çıkarılabilesine de imkan vermektedir. Böylece Merkez Bankalarının kamuoyuna hesap verebilirliği sağlanmaktadır. Bu durumda, Merkez Bankalarının kredibilitésini artıran bir başka unsur olmaktadır (Eijffinger ve Hoerberichts, 2000: 13-14).

Özetleyecek olursak, Merkez Bankaları uygulamaları hakkında ne kadar açık olurlarsa, kamuoyunun para politikalarındaki gelişmeleri izlemeleri, değerlendirmeleri ve denetlemeleri o derece mümkün olmaktadır. Bu şekilde politikalara güvenilirliğin sağlanması ekonomik birimlerin beklentilerinin yönetilmesine imkan tanıyarak uygulamaların etkinliğini artırmaktadır.

Gerçektende, Modern Yaklaşım çerçevesinde, Merkez Bankalarının amaçlarına ulaşabilmek için şeffaf ve açık olmaları, yani kamuoyuna karşı uygulamalarına ilişkin bütün enformasyonu sağlamaları gerektiği büyük bir kabul görmektedir (Foust ve Lars, 2001, Mishkin 1999 ve Chortareas vd. 2002). Para politikasına ilişkin bu strateji bir çok ulusal ve uluslararası finansal kurum tarafından dile getirilmiş ve önemli bir uygulama alanı bulmuştur (IMF, 1998: 21-23).

Sonuç olarak, zaman içerisinde benimsenen para politikasına ilişkin stratejiler incelendiğinde asimetrik bilgi olgusuna yaklaşım çerçevesinde önemli bir dönüşümün yaşandığı belirlenmektedir. Rasyonel Beklentiler Hipotezine dayalı Geleneksel Yaklaşım da politikaların etkinliği asimetrik bilginin artması ile doğru orantılı iken, Modern Yaklaşım da söz konusu ilişki ters orantılı işlemektedir. Böylece, para politikalarının başarısı için, Geleneksel Yaklaşım, uygulamalara ilişkin tüm bilgilerin büyük bir sır gibi saklanması önerirken, Modern Yaklaşım politikalara ilişkin tüm bilgilerin kamuoyuna aktarılmasını ifade eden açıklık politikasının gerekliliğine vurgu yapmaktadır. Geleneksel Yaklaşımın gizemli kurumları olan Merkez Bankalarının, Modern Yaklaşım çerçevesinde şeffaflaştıkları gözlemlenmektedir. Sonuç olarak, 1980'li yıllar ile birlikte Geleneksel Yaklaşım'dan Modern Yaklaşım'a geçerken, asimetrik bilgi olgusuna yaklaşım bağlamında para politikası stratejilerinde tam bir değişim yaşanmıştır.

### **III- TÜRKİYEDE UYGULANAN SON DÖNEM PARA POLİTİKASI STRATEJİSİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ**

Asimetrik bilginin azaltılması amacı ile açıklık politikasını esas alan Modern Merkez Bankası Yaklaşımı son dönemlerde büyük bir kabul görmüştür. Bu durumu, Modern Yaklaşımın ilkelerini benimseyen "Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Para Politikası" uygulamalarının, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren, bütün dünyada yaygınlaşmasından belirlemek mümkündür. Öyle ki, Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Para Politikası Stratejisi 1990 yılında sadece Yeni Zelanda, Kanada ve İngiltere gibi birkaç gelişmiş ülke Merkez Bankası tarafından uygulanırken, 2001 yılına gelindiğinde içinde gelişmekte olan ülkelerinde bulunduğu 57 ülke tarafından benimsenmiştir (Mahadeva ve Sterne, 2002: 13). Öte yandan, bir çok ülkede uygulama alanı bulan bu yeni para politikası stratejisinin genel olarak başarılı sonuçlar verdiği belirlenmektedir (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2002: 180). Dünyada yaşanan gelişim sürecine uygun olarak, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının son dönem uygulamalarında söz konusu yaklaşımı benimseyerek önemli başarılar elde ettiği gözlemlenmektedir.

Merkez Bankalarının etkin para politikaları için kamuoyu ile güçlü iletişim kurmanın önemini keşfetmelerine paralel olarak, Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Politikaların önemli bir uygulama alanı bulunduğu belirlenmektedir. Çünkü bu stratejinin temeli ekonomik birimlerin beklentilerinin yönlendirilmesine ve uygulamaların şeffaflığına dayanmaktadır. Bu bağlamda Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Politikalar asimetrik bilginin ortadan kaldırılmasına yönelik önemli uygulamalar içermektedir. Bunun içinde



politikaların güvenilirliğini sağlamak amacı ile Merkez Bankası ve kamuoyu arasında güçlü bir iletişimin olması gerektiğini öngörmektedir (Goff, 2001: 3). Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinde öngörülen politikaların Merkez Bankalarının şeffaflığını nasıl sağladığını, söz konusu stratejinin asimetrik bilgi kaynaklarına yönelik öngördüğü uygulamalar çerçevesinde daha açık bir biçimde belirleyebiliriz.

Her şeyden önce, Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Strateji çerçevesinde ekonomi politikası amacı olarak fiyat istikrarının net bir biçimde belirlenerek kamuoyuna açıklanması esastır. Buna göre, çeşitli dönemlere ait niceliksel enflasyon hedefleri ayrıntılı bir biçimde açıklanmaktadır. Böylece para politikası uygulamalarında asimetrik bilgiye yol açabilecek önemli bir bilgi eksikliği ortadan kalkmaktadır. Öte yandan, politika amaçları cari veya geçmiş dönemdeki gelişmelerden daha çok geleceğe odaklı bir biçimde şekillendirilmektedir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 98). Ayrıca enflasyon seviyesinin öngörülmesinde kullanılan fiyat indeksine ilişkin bilgileri kapsayacak şekilde kamuoyuna ayrıntılı açıklamalar yapılmaktadır. Bu bağlamda enflasyon göstergesi belirlenirken bir çok ülkede Tüketici Fiyat Endeksinin (TÜFE) kullanıldığı gözlemlenmektedir. Bu endeks hesaplanma ve izlenebilme konusunda önemli avantajlar sağladığı için çoğunlukla tercih edilmektedir (Öğretmen, 2004: 9).

İkinci olarak politikaların uygulanması süresince gerçekleşen veriler hakkında sürekli olarak kamuoyuna bilgi verilmesinin gerekliliği bu stratejinin önemli bir parçasıdır. Buna göre, gelişmelere ilişkin olarak Merkez Bankalarının basın konferansları, aktif web sayfaları ve raporlar gibi çeşitli araçlar ile kamuoyunu bilgilendirmesi öngörülmektedir. Uygulamada da Merkez Bankalarının enflasyon hedeflemesi yaklaşımına geçilmesi ile birlikte söz konusu iletişim araçlarını yoğun bir biçimde kullanmaya başladığı gözlemlenmektedir (Carare vd., 2002: 8).

Son olarak, para politikası araçlarının hangi kanallarla enflasyon oranlarını etkileyerek istenilen seviyeye çekeceğinin ayrıntılı bir biçimde açıklandığını görüyoruz. Ancak burada belirtmek gerekir ki, tam olarak enflasyon hedeflemesinin uygulandığı durumlarda fiyat istikrarı tek bir hedeftir. Dolayısı ile, stratejinin tam olarak uygulandığı ve “açık enflasyon hedeflemesi programı” şeklinde tanımlanan durumlarda hiçbir operasyonel veya ara amaç belirtilmez. Öte yandan, yine fiyat istikrarının temel amaç seçilmesine rağmen bazı uygulamalarda bir takım operasyonel amaçlarda belirlenebilir. Bu durumda “örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinden” söz etmek mümkün olmaktadır. Bu bağlamda, öngörülen aktarım mekanizmaları çerçevesinde, faiz oranları, döviz kuru ve parasal taban gibi unsurların operasyonel hedefler olarak seçildiği gözlemlenmektedir (Carare vd., 2002: 17).

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanmasına ilişkin olarak ilk açıklamalara 17. Stand-by Antlaşmasının temelini oluşturan 09 Aralık 1999 tarihli Niyet Mektubunun Para ve Kur Politikaları kısmında rastlamaktayız. Burada 2000, 2001 ve 2002 yıllarına ait enflasyon oranlarına ilişkin olarak sırasıyla %25, %12 ve %7 seviyelerinin hedef seçildiği belirtilmiştir. Bu

programda ayrıca döviz kurunun operasyonel bir hedef olarak belirlendiğini görmekteyiz (TCMB, 1999: 7-8). Ancak, 2000 yılında uygulamaya konan programın 2001 Şubat krizi sonrasında sürdürülmesi güçleşmiştir. Bunu üzerine 03 Mayıs 2001 tarihinde sunulan Niyet Mektubunda yer alan Ekonomik Politikalar Bildirgesinde belirlendiği şekilde 2001 ve 2002 yıllarını kapsayan dönem için yeniden bir düzenleme yapılmıştır. Buna göre, fiyat istikrarını ana hedef seçen yaklaşım çerçevesinde, bu sefer parasal taban operasyonel amaç olarak belirlenmiştir (TCMB, 2001: 7-8).

Ancak, gerek Şubat 2001 krizinin yarattığı olumsuzlukların devam etmesi ve gerekse 11 Eylül 2001 tarihinde ABD’de gerçekleştirilen saldırıların yarattığı olumsuzluklar, revize edilen programın uygulanabilirliğini de zorlaştırmıştır. Bunun üzerine 18. Stand-by Antlaşmasının esasını oluşturan 18 Ocak 2002 tarihli Niyet Mektubu ile birlikte 2002-2004 yıllarını kapsayan yeni bir ekonomik programın ilkeleri belirlenmiştir. Bu programa göre 2002, 2003 ve 2004 yıllarındaki enflasyon oranları sırası ile %35, %20 ve %12 olarak öngörülmüştür. Burada da yine parasal taban operasyonel hedef olarak seçilmiştir. Fakat daha sonra Merkez Bankası para tabanının hesaplanmasındaki güçlükleri hesaba katarak, faiz oranlarını da operasyonel amaç olarak kullanabileceğini, böylece ikili bir stratejiyi benimsediğini açıklamıştır (TCMB, 2002: 5-6).

Sonuç olarak, 17. Stand-by Antlaşmasında olduğu gibi, 18. Stand-by antlaşmasına bağlı olarak 2002-2004 yılları arasında uygulanan para politikalarında “örtük enflasyon hedeflemesi” stratejisi uygulanmıştır. Öte yandan, 2005 yılı başında 18. Stand-by Antlaşması çerçevesinde öngörülen politikaların sona ermesi ile birlikte, 26 Nisan 2005 tarihinde sunulan Niyet Mektubunda, Mayıs 2005 ile Mayıs 2008 tarihleri arasında kapsayan yeni bir Stand-by Antlaşması talep edilirken, aynı zamanda 2006 yılı başından itibaren “açık enflasyon hedeflemesine” geçileceği belirtilmiştir (TCMB, 2005: 2). Görüldüğü gibi Merkez Bankası uzunca süre örtük bir biçimde uyguladığı enflasyon hedeflemesi stratejisini ancak 2006 yılından itibaren açık bir biçimde benimseyecektir. Bunun temel nedeni, para politikası raporlarında belirtildiği şekliyle, Türkiye ekonomisinde “mali baskınlık” diye ifade edilen hassas kamu borcu dinamiklerinden kaynaklanan problemlerin var olmasıdır (TCMB, 2004a: 2-3). Gerçekten de, kamu borç stokunun çevrilebilirliğine ilişkin kaygılar Türkiye Ekonomisinin gündem maddeleri arasında uzunca dönemdir hep ilk sırada yer almıştır. Bu baskı altında faiz oranlarına ilişkin ortaya çıkan riskler Merkez Bankasının açık bir biçimde enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamasını geciktirmiştir.

Ancak, her ne kadar örtük bir biçimde uygulanıyor olsa da, son dönemde Türkiye’de enflasyon hedeflemesine yönelik politikalara geçilmesi, ekonomik birimlerin beklentilerinin yönlendirilmesini esas alan stratejinin benimsendiğini göstermektedir. Böylece politikaların kredibilitesinin artırılmasına dolayısı ile de uygulamalara ilişkin asimetrik bilginin azaltılmasına dayanan modern yaklaşımın esas alındığı belirlenmektedir. Merkez Bankası tarafından örtük enflasyon hedeflemesi çerçevesinde uygulanan politikaların temel amacının fiyat istikrarı

olduğu açık bir biçimde belirtilmiştir. Bunun yanında, operasyonel hedefler hakkında yapılan açıklamalar ile politikaların aktarma mekanizmalarına ilişkinde önemli bilgiler verilmiştir. Ayrıca, enflasyon hedeflemesi stratejisinin benimsenmesinden itibaren Merkez Bankasının kamuoyu ile gittikçe daha fazla oranda bilgi paylaştığı gözlemlenmektedir. Merkez Bankası Kanununun 22. maddesinde yapılan değişiklikle, kurum faaliyetlerindeki şeffaflığın Para Politikası Kurulu sorumluluğunda yerine getirileceği belirlenmiştir. Buna göre Kurul, para politikası hedefleri ve uygulamaları konusunda belirli dönemler itibarıyla raporlar hazırlayarak Hükümetin ve kamuoyunun bilgilendirilmesine özen gösterecektir. Bu bağlamda, “Enflasyon ve Görünüm” duyuruları ve “Para Politikası Raporları” başta olma üzere diğer bir çok yayınlara kamuoyuna önemli bir bilgi akışı sağlanmıştır. Merkez Bankası Beklenti Anketi ve İktisadi Yönelim Anketi gibi istatistiksel bilgilerin derlenerek kamuoyuna aktarılması yolu ile de şeffaflığın gerekleri yerine getirilmeye çalışılmaktadır. Sonuç olarak, Merkez Bankasının faaliyetlerinde, Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Strateji çerçevesinde, asimetrik bilginin oluşumuna neden olan bilgi noksanlıklarını ortadan kaldıracak uygulamaları özen içerisinde gerçekleştirdiğini söyleyebiliriz.

Öte yandan, Merkez Bankasının enflasyon hedeflemesine yönelik strateji çerçevesinde gerçekleştirdiği uygulamaların başarılı olduğu belirlenmektedir. Öyle ki, programın uygulanması ile birlikte, 2002 ve 2003 yıllarındaki enflasyon oranı önemli bir düşüş yaşayarak sırası ile %29,7 ve %18,4 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Olumlu gelişmeler 2004 yılında daha da belirginleşerek, enflasyon oranı %9,2 seviyesine kadar gerilemiştir. Böylece, Merkez Bankası politikaları ile ekonomik birimlerin beklentilerinin etkin bir biçimde yönlendirilmesi sonucu enflasyondaki ataletin kırılması yolunda önemli bir mesafe alınmıştır. Buna göre enflasyon bekleyişleri ile gerçekleşme arasındaki fark 2002 ve 2003 yıllarında sırası ile 15,1 ve 4,7 seviyelerinde gerçekleştirilirken, söz konusu değer 2004 yılında 1,9 seviyesine kadar indirilebilmiştir (TCMB, 2004b: 6). Böylece, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası'nın son dönem Enflasyon Hedeflemesine yönelik uygulamaları ve ulaştığı sonuçlar, para politikası etkinliği ile asimetrik bilgi arasında, modern yaklaşımın öngördüğü şekilde ters bir ilişkinin olduğunu göstermektedir.

## SONUÇ

Para Politikalarının etkinliğine ilişkin 1980'li yıllara kadar kabul edilen Geleneksel Görüşe göre, Merkez Bankaları ile kamuoyu arasındaki asimetrik bilginin artırılması gerekliydi. Böylece, Merkez Bankaları amaçlarına ulaşabilmek için uygulamalarına ilişkin bilgileri sır gibi saklayarak, kamuoyunu şaşkırtacak şok müdahaleler yapmalıydılar. Bu şekilde, Geleneksel Yaklaşım para politikası stratejileri içerisinde ekonomik birimlere pasif ve edilgen bir rol vermekteydi. Ancak, özellikle 1990'lı yıllardan itibaren, bilgi ve iletişim teknolojilerinin gelişmesi sonucu ekonomik birimlerin aktivitelerini artırdıklarını, böylece de politika stratejilerinde kendilerine merkezi bir rol kazandıklarını görmekteyiz. Buna göre, Modern Yaklaşım çerçevesinde ekonomik birimlerin beklentilerinin

yönlendirilmesi para politikası uygulamalarında önemli bir unsur haline gelmiştir.

Öte yandan, politikaların kredibilitesinin artırılması oranında kamuoyunun beklentilerinin yönlendirilebileceği belirlenmektedir. Politikalara güven ise Merkez Bankası uygulamalarının açık ve şeffaf olmasını gerekli kılmaktadır. Böylece, Geleneksel Yaklaşımın aksine, para politikalarının etkin olabilmesi için Merkez Bankası ile kamuoyu arasındaki asimetrik bilginin azaltılmasına yönelik bir strateji benimsenmelidir. Buna göre, asimetrik bilgi yaratan bilgi noksanlıklarının azaltılmasına yönelik olarak, Merkez Bankalarının uyguladıkları politikaların amaçları, aktarma mekanizmaları ve gelişen süreç içerisinde ortaya çıkan bütün veri setine ilişkin bilgileri düzenli bir biçimde kamuoyuna aktarması gerekmektedir.

Asimetri bilginin azaltılmasını hedefleyen Modern Merkez Bankası Yaklaşımı çerçevesinde, Enflasyon Hedeflemesine Yönelik Para Politikası stratejisinin son dönemde önemli bir uygulama alanı bulduğu görülmektedir. Çünkü söz konusu strateji asimetrik bilginin azaltılmasına yönelik olarak para politikalarına ilişkin bilgi noksanlıklarını azaltacak önemli uygulamalar içermektedir. Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası da, özellikle 18. Stand-by Antlaşması çerçevesinde gerçekleştirdiği para politikası uygulamalar ile, açık bir biçimde olmasa da, Enflasyon Hedeflemesi Stratejisini benimsemiştir. Benimsenen Modern Yaklaşımın gerekleri etkin bir biçimde yerine getirilerek, enflasyonu düşürme hedefinde tarihi bir başarının sağlandığı gözlemlenmektedir. Böylece, Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının uygulamaları ile vardığı sonuç, asimetrik bilgi ile para politikaların etkinliği arasındaki ilişkinin Modern Yaklaşımın öngördüğü şekilde gerçekleştiğini göstermesi bakımından da önem arz etmektedir.

#### KAYNAKÇA

BANK OF ENGLAND ( 1999 ), "Quarterly Bulletin", August / 1999, Bank of England, London.

BARTH, C. Richard (2002), "The Framework of Monetary Policy", Mohsin S. Khan, Saleh M. Nsouli ve Chorng-Huey Wong (eds.), *Macroeconomic Managements Programs and Policies*, içinde, 139-167, IMF Institute, Washington.

BERNANKE S. Ben, FREDERIC S. Mishkin (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy", *Journal of Economic Perspectives*, 11 (2), 97-117.

BLINDER, S. Alan (1999), *Central Bank Credibility: Why Do We Care? How Do We Build It*, NBER Working Paper Series No: 7161.

CARARE, Allina. Andrea SCHAECHTER, Mark STONE, Mark ZEMLER (2002), *Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting*, IMF Working Paper (WP/02/102), Washington.

CHORTAREAS Georgios, David STASAVAGE, Gabriel STORNE (2002), "Does It Pay To Be Transparent: International Evidence From Central Bank Forecasts " *Review of The Federal Reserve Bank of St. Louis*, July/August/ 2002, St Louis.

CROCE Enzo, Mohsin S. KHAN (2000), "Monetary Regimes and Inflation Targeting" *Finance and Development*, 37 (3), 48-51.

EIJFFINGER C. W. Sylvester, Marco M. HOEBERICHTS (2000), *Central Bank Accountability and Transparency: Theory and Some Evidence*, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank Discussion Paper, No: 6/00.

- FOUST Jon, Swenson LARS (2001), "Monetary Policy with Unobservable Goal", *International Economic Review*, 42 (2), 369-397.
- GOFF, Judith (2001), "Transparency in Monetary Policy", *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, No: 26.
- GOODFRIEND, Marvin (1986), "Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking", *Journal of Monetary Economics*, 17, January, 63-96.
- HAHN, Volker (2002), *Transparency in Monetary Policy: A Survey*, İfo Studien, Jg.48 (3), Munich.
- IMF (1998), *Report of the Working Group on Transparency and Accountability*, IMF Publications, Washington.
- MAHADEVA Lavan, Gabriel STERNE (2002), *The Role of short Run Inflation Targets and Forecasts in Disinflation*, Bank of England Working Paper No: 167, London.
- MISHKIN Frederic (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", *Journal of Monetary Economics*, 43 (3), 579-605.
- MISHKIN Frederic, Klaus Schmidt-Hebbel (2002), "A Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know", Norman Loayza ve Raimundo Soto (eds), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, içinde, 583-626, Central Bank of Chile, Santiago.
- NEUMANN J. Manfred (2002): "Transparency in Monetary Policy", *Atlantic Economic Journal*, 30 (4), 353-364.
- ÖĞRETMEN Eren (2004), *Enflasyon Hedeflemesi: Uygulama Özellikleri*, TCMB Dış İlişkiler Genel Müdürlüğü, Ankara.
- REMSPERGER, Hermann, Andreas WORMS (1999), *Transparency in Monetary Policy* CFS Working Paper, No: 16, Frankfurt.
- TCMB, (1999), *Para Politikası Metinleri*, 9 Aralık 1999 Tarihli Niyet Mektubu. 10.09.2004, (<http://tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2001), *Para Politikası Metinleri*, 3 Mayıs 2001 Tarihli Niyet Mektubu. 10.09.2004, (<http://tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2002), *Para Politikası Metinleri*, 2 Ocak 2002 Tarihli Para ve Kur Politikası Raporu, 10.09.2004, (<http://tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2004a), *Para Politikası Metinleri*, 2 Ocak 2004 Tarihli Para ve Kur Politikası Raporu 11.09.2003, (<http://tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2004b), *Para Politikası Metinleri*, 20 Aralık 2004 Tarihli Para ve Kur Politikası 11.09.2003, Raporu (<http://tcmb.gov.tr>)
- TCMB, (2005), *Para Politikası Metinleri*, 26 Nisan 2005 Tarihli Niyet Mektubu. 10.09.2004, 10.09.2004, (<http://tcmb.gov.tr>)
- WOODFORD, Michael (2001), *Monetary Policy in the Information Economy*, Symposium on Economic Policy for the Information Economy, 30 August – 1 September, Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming.