

## NOMİNAL BİR ÇİPANIN ROLÜ VE TÜRKİYE’NİN ENFLASYON HEDEFLEMESİNE GEÇİŞ SÜRECİ

Cuma BOZKURT<sup>1</sup>

**Özet:** Enflasyon 1970’lerde ciddi bir sorun olarak dünya gündemine geldikten sonra fiyat istikrarı para politikalarının öncelikli hedefi haline gelmiştir. Para politikası uygulamaları sosyal ve ekonomik şartlara ve merkez bankalarının konumlarına göre ülkeden ülkeye farklılıklar göstermesine rağmen, fiyat istikrarı nihai hedef olmadaki kritik önemini korumuştur. 1970’lerin ikinci yarısına gelindiğinde birçok ülke faiz oranı ve döviz kuru hedeflemesini bırakmış, bunun yerine parasal büyüklükleri öne çıkarmışlardır. Parasal hedeflemenin başarılı olabilmesi, hedeflenen parasal büyüklükler ile enflasyon arasında uzun dönemli ve istikrarlı bir ilişkinin varlığına bağlı olmaktadır. Kısaca para talebinin istikrarlı olması gerekmektedir. 1990’lardan sonra, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemelerinin enflasyonu önlemede başarısız olmasından sonra yeni bir strateji olarak enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Enflasyon hedeflemesi fiyat istikrarı sürecinde bazı ülkelerde çok verimli bir şekilde uygulanmıştır. Bu çalışmada nominal bir çipanın enflasyon hedeflemesi sistemindeki rolü ve Türkiye’nin enflasyon hedeflemesine geçiş sürecinin bir değerlendirilmesi yapılmaktadır.

**Anahtar Kelimeler:** Nominal Çıpa, Para Politikası, Fiyat İstikrarı, Enflasyon Hedeflemesi, Türkiye’de Para Politikaları.

### THE ROLE OF A NOMINAL ANCHOR AND TRANSITION PROCESS TO INFLATION TARGETING OF TURKEY

**Abstract:** Price Stability has been a primary target for monetary policies because of the issue of inflation emerging as a serious problem in 1970s. Although monetary policy applications have different features accross the countries according to their social and economic conditions and the positions of their central banks, price stability has kept this critical importance as being the ultimate goal. In the second half of the 1970s many countries has left the interest rate and exchange rate targeting, instead they have led to monetary aggregates. That monetary targeting being succesfull depends on long termed stable relation the targeted monetary aggregates and inflation. In short, money demand is supposed to be stable. After 1990s, inflation targeting has been new strategy, since monetary targeting and exchange rate targeting methods couldn’t manage to eliminate inflation. Inflation targeting has been very fruitful in terms of price stability in some countries. This study assessments role of a nominal anchor and transition process to inflation targeting of Turkey.

**Keywords:** Nominal Anchor, Monetary Policy, Price Stability, Inflation Targeting, Turkey’s Monetary Policies.

<sup>1</sup> Dr., İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, İktisat Bölümü, Gaziantep Üniversitesi.

## **I. GİRİŞ**

1973 petrol krizi sonrasında, para politikalarının önemi artmış ve parasal istikrar politikalarının etkinliğini savunan Monetarist görüşler kabul görmeye başlamıştır. 1980'lerin başına kadar olan dönemde, gelişmiş ülkelerde enflasyonla mücadele ve fiyat istikrarının ön plana çıkması ve bu konu ile ilgili çalışmaların ve uygulamaların yoğunlaşmasının aksine, Türkiye ekonomisinde kamu açıklarının merkez bankası kaynaklarından karşılanmasından dolayı enflasyondaki artışların hızlandığı göze çarpmaktadır. Türkiye, 1970'lerden beri süregelen bir yüksek enflasyon süreci yaşamıştır. Uygulanan çeşitli istikrar politikaları sadece geçici çareler olmuş ve enflasyon ekonomi için öncelikli sorun olmaya devam etmiştir.

Enflasyon oranları para politikasını etkileyen en önemli değişkenlerin başında gelmektedir. Piyasalarla ilgili belirsizlikler ve istikrarsız fiyatlar ekonomideki olumlu gelişmeleri engellemekte ve enflasyonist beklentiler ortaya çıkarmaktadır. Bu yüzden son yıllarda para politikasının öncelikli hedefi olarak fiyat istikrarının sağlanması ön plana çıkmıştır. Tüm bunlar fiyatları ve beklentileri istikrara kavuşturacak ve piyasalara güvenilir bilgi sağlayacak olan nominal bir çıpa gereksinimini ortaya çıkarmıştır. Faiz oranı, döviz kuru ve parasal büyüklükler bu konuyla ilgili yaygın bir şekilde kullanılırken şimdilerde bir nominal çıpa olarak enflasyon kullanılmaya başlamıştır.

Teoride sıfır enflasyon fiyat istikrarına eşit gibi görünür, ama uygulamada fiyat istikrarı konsepti ölçümler ve nominal katılıklardan etkilenmektedir. Uygulamada, tüketici fiyat endeksinin hesaplanmasındaki eğilim, sıfır bir orandan ziyade küçük ama pozitif bir enflasyon oranı ile birlikte fiyat istikrarının daha muhtemel olduğuna işaret etmektedir. Bu durum, temel tüketim paketinin periyodik olarak yeniden belirlenmesindeki nispi fiyat değişikliklerini tüketicilerin ayarlamalarının neden olduğu kalite eğilimi ve ikame eğiliminin ortaya çıkması ve yeni mallarla karşılaşılmasından oluşmaktadır. Sıfır olmayan bir enflasyonun haklılığının göstermek için merkez bankalarınca birçok görüş ileri sürülmüştür. İlk olarak, fiyatlarda ve ücretlerde aşağıya doğru yapışkanlık olanağı, küçük pozitif bir enflasyon oranının gerekli nispi fiyat ayarlamalarına müsaade edeceğini ima etmektedir.<sup>2</sup> İkinci olarak, nominal faiz oranları sıfırın altında sınırlandırıldığından, negatif reel faiz oranları için potansiyel olan sıfır bir enflasyon hedefi bir resesyon durumunda ekonomik iyileşmeyi teşvik etmek için gerekli olduğundan hariç bırakılmıştır. Bu argümanların ikisine de 1970 ve 1980'lerin yüksek enflasyon periyotlarının neden olduğu düşünülebilir. Ekonomi düşük bir enflasyon rejimine adapte olurken, ücretlerde ve fiyatlardaki aşağıya doğru yapışkanlık azalabilir ve büyümeyi canlandıracak olan negatif reel faiz oranlarına olan gereksinim de azalır. Bunun yanında aşağıya doğru nominal yapışkanlığın enflasyon oranının altına doğru

---

<sup>2</sup> Bu tartışma ilk olarak Tobin tarafından yapılmıştır. Nominal yapışkanlığın bir anlamı, fiyat değişikliklerinin dağılımının sıfırda kesilmesidir. Ama ücretler ve fiyatların dağılımında bu gibi asimetrielerin varlığı ile ilgili çeşitli ampirik bulgular mevcuttur.

ilerlemesi ve enflasyonsuzluğun maliyetini arttırması muhtemeldir (Debelle, 1997,s.11-12).

## **II. NOMİNAL BİR ÇİPA GEREKSİNİMİ VE ENFLASYON HEDEFLEMESİNDEKİ RASYONALİTE**

Para politikaları genellikle beş hedef çerçevesinde bir arada ya da ayrı olarak uygulanmaktadır. Bunlar faiz oranlarının, cari milli gelirin, kurların, parasal büyüklüklerin ve doğrudan enflasyonun hedeflendiği uygulamalardır. Faizler ara hedef olarak alınırken hedeflenen enflasyon oranı tutarlı bir harcama ve üretim büyüklüğünü sağlayacak faiz düzeyi hedeflenmeye çalışılmaktadır. Ancak ara hedef olarak kullanıldığında, kısa dönemli faiz oranlarının nihai hedefle ilişkisinin zayıf olması ve uzun dönemli faiz oranlarının nihai hedefle ilişkisi olmasına rağmen merkez bankasının kontrolünde olmaması faizlerin ara hedef olarak alınmasını güçleştirmektedir. Diğer taraftan, cari milli gelirin hedeflendiği uygulamalarda reel büyüme ve hedeflenen enflasyon oranı ile tutarlı bir cari milli gelir hedefi belirlenmektedir. Ancak, dışsal faktörler merkez bankalarının cari milli geliri hedeflemesini zorlaştırmaktadır. Kurlar hedeflenirken de ülke parası düşük enflasyonu olan başka bir ülkenin parasına endekslenmektedir. Kurun nominal çıpa olarak alınması, para politikasının kamuoyu tarafından kolaylıkla izlenebilir ve anlaşılır olmasına imkan tanımakta, dolayısıyla bu politikanın başarısını arttırmaktadır. Ancak, ülke içinde ve dışında oluşan şoklara karşı esnekliğin az olması ve spekülasyon sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri uygulamada sorunlara yol açmaktadır (Karasoy, Saygılı ve Yalçın, 1998,s.3-4).

Nominal bir çıpa (nominal anchor) ülke parasının değeriyle ilgili bir kısıttır ve para politikası rejimlerinin başarısı için gerekli bir unsurdur. Bu gereklilik ilk başta, tamamen teknik bir bakış açısıyla nominal bir çıpanın fiyat istikrarı için gerekli olan ve fiyat seviyesinin belirlenmesine yardımcı olan koşulları sağlamasından oluşmaktadır. Fiyat istikrarının ilerleme göstermesine ve enflasyon beklentilerinin yorumlanmasına doğrudan yardımcı olmaktadır. Ancak daha geniş bir bakış açısıyla nominal bir çıpa Kydland ve Prescott (1977), Calvo (1978), Barro ve Gordon (1983)'da tanımlanan zaman tutarsızlığı probleminin zayıflatılmasına yardımcı olan ihtiyari politikaların üzerindeki bir kısıt olarak düşünülebilir ve bu yüzden de uzun dönemde fiyat istikrarına ulaşılabilme ihtimali daha yüksek olur. Ekonomik ajanların bir kısmının davranışlarının gözlenmesi sonucu yetersiz uzun dönem sonuçlar ortaya çıksa bile, zaman tutarsızlığı problemi kısa dönemli hedefleri takip eden bir politika yapıcı için birtakım güdülerin mevcut olmasından dolayı ortaya çıkmaktadır (Mishkin, 1999,s.1-2).

McCallum (1995)'e göre, zaman tutarsızlığı problemi merkez bankalarının kendiliğinden enflasyona neden olacak genişleyici bir para politikası izleyeceği anlamına gelmez. Sadece, ücretleri ve fiyatları belirleme sürecinde beklentilerin takip edilmesinde ortaya çıkan problemin farkına varılmasıyla birlikte genişleyici bir para politikası stratejisi izlenmesine neden olur. Merkez bankaları problemin farkına varsa bile, gereğinden fazla genişleyici para politikası izlenmesi için politikacıların merkez bankaları üzerindeki baskıları devam edecektir. Böylece gereğinden fazla

genişleyici bir para politikası izlenecek ve enflasyon ortaya çıkabilecektir. Bu yüzden zaman tutarsızlığı problemi değişmeden kalır. Zaman tutarsızlığının kaynağı merkez bankasının bünyesinden kaynaklanmasa bile, nominal bir çıpa gereğinden fazla genişleyici, zaman tutarsız para politikaları izlenmesi şeklindeki politik baskıların sınırlandırılmasında gerekli olabilir (Mishkin, 1999,s.2).

Enflasyon hedeflemesinin arkasındaki fikir yeni değildir; ancak 1930'larda bir fiyat seviyesi hedefi ile İsveç para politikası uygulanırken en azından Wicksell (1898) de taslağının çizildiği söylenebilir. Enflasyon hedeflemesi uygulaması geniş bir şekilde 1990'larda ortaya çıkmıştır. Bu hedefi ilk benimseyen ülke 1990'da Yeni Zelanda olurken, bu ülkeyi 1991 de Kanada ve İsrail, 1992 de İngiltere ve diğer birçok ülke izlemiştir (Bain ve Howells, 2003,s.260).

Enflasyon hedeflemesi sisteminin benimsenmesinin arkasında yatan iki önemli neden vardır. Birincisi, politika bakış açısıyla merkez bankaları 1970'lerde genellikle bir ara hedefleme sistemi kullanarak para politikasını yürütmüşlerdir ki, bu yüzden merkez bankaları parasal büyüklük gibi açık bir ara hedef belirlemiş ve fiyat istikrarına ulaşmak için bu parasal büyüklük ile uyum içinde çalışmıştır. Ancak 1980'lerdeki hızlı finansal yenilik ve serbestleşme, parasal büyüklükler arasındaki ayrımı bulanıklaştırmıştır ve parasal büyüklükler ve reel sektör arasındaki ilişki istikrarsızlık göstermiştir. Bundan sonra da para politikası yönetiminin bu metodunun etkisi büyük oranda azalmıştır. Bu nedenle, merkez bankaları bir alternatif arayışına başlamışlar ve 1990'ların başlarında dikkatlerini para politikası hareketleri için yeni bir yapı olarak enflasyon hedeflemesine çevirmişlerdir. Merkez bankası bir enflasyon hedefi belirlemiş ve bu hedefe ulaşmak için para politikası üzerine odaklanmıştır (Junggun, 2000,s.6).

İkincisi, teorik bir bakış açısıyla daha yüksek enflasyonun ekonomik büyümeye zararlı olacağına farkına varılmıştır ve enflasyon ve büyüme arasında negatif bir kısa dönemli değiş-tokuş (trade-off) olmasına rağmen, negatif eğimli uzun dönemli bir değiş-tokuş yoktur. Aynı zamanda yüksek enflasyondaki aşırı değişikliklerin, enflasyonun hedefe geri dönme maliyetlerini yükselten ve hedefin üstündeki enflasyon beklentilerinde yukarıya doğru bir sürüklenmeyle ifade edilebilen para politikasının güvenilirliğini azaltmaktadır (Debelle, 2000,s.15).

Bu rejimin temel özelliklerinden birisi bir enflasyon hedefinin açık bir şekilde ilan edilmesi veya hedeflerin başarısıdır. Çoğu durumda hedefler belirli bir dönem için belirlenir, ama aynı zamanda yatay ve dikey bantlar da aralıklar olarak tanımlanabilir. Yine, bu rejimin halkçı olarak açıklanması da uzun dönem fiyat istikrarına ulaşmak için belirleyicidir. Bu durum aktif ve direkt olarak enflasyon beklentilerinin yönlendirilmesini içermektedir (Czech National Bank, 1999, s.9).

Teoride enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının fiyat istikrarı amacı ile tutarlı olarak ekonomideki aktivite seviyeleri gibi durumları belirlemesini gerektirir. Para otoritesi, nihai hedef olarak enflasyon kontrolü üzerine odaklandığından doğrudan bir enflasyon hedeflemesi bir ara hedefe sahip değildir. Ama uygulamada para otoritesi nihai hedef olan fiyat istikrarı çizgisinde faiz oranlarını ayarlamak zorundadır. Uygun faiz oranları seviyesinin belirlenmesinde para otoritesi, paranın büyümesini de içeren enflasyonu etkilemek için tüm ekonomik değişkenleri harekete

geçirir. Parasal büyüklük hedeflemesi ile ilgili bu zıtlıklar paranın büyümesinin kontrolünü sınırlamıştır (Devine ve McCoy, 1998,s.7-8).

Para politikası bir enflasyon hedeflemesine dayandığı zaman, sabit bir döviz kuru veya para arzındaki belirgin bir büyüme gibi başka resmi ara hedefler yoktur. Ama merkez bankasının enflasyon hedeflemesi ile bir para politikasında enflasyon tahminlerinde anahtar rol üstlenmesiyle bu tahminler bir ara hedef olarak düşünülebilir.<sup>3</sup> Uygulamada ki prosedür merkez bankasının bir enflasyon tahminini değişmeyen para politikası üzerine yapmasıdır. Tahminler enflasyonun hedef bandının dışına taşınacak şekilde olursa(mesela izleyen iki yıl içinde) merkez bankası karşılık vermek zorunda kalır. Sonra, merkez bankası amaçlarına ulaşmak için en uygun olduğunu düşündüğü politika hareketlerinin karışımına karar verir (Petursson, 2000,s.40).

Enflasyon hedefleri, enflasyon ve herhangi bir ekonomik gösterge arasında istikrarlı bir ilişkiye güvenilmediği zaman yapısal değişiklikler ile daha iyi olabilir. Güvenilirliğin sağlanmasında bir enflasyon hedeflemesi stratejisi, para politikası hareketlerinin şeffaflığını sağlayacak uygun açıklama ve analizleri gerektirmektedir. Özellikle enflasyon ve politika araçları değişiklikleri arasındaki aktarım mekanizmasının detaylı bir açıklaması gerekmektedir (Devine ve McCoy, 1998,s.8).

Enflasyon hedeflemesinin en belirgin özelliği, merkez bankasının performansını değerlendirmede bir kriter olan parasal durumu açık bir hale getirecek işareti veren para politikasının resmi olarak esas amacı olarak gösterilen fiyat istikrarıdır. İkincisi, spesifik bir ufuk içindeki enflasyon için sayısal bir hedef durumun belirtilmesidir. Üçüncüsü, ya tek yanlı olarak ya da müşterek bir şekilde, hedeflere ulaşmak için bağımsız amaç olarak kabul edilen merkez bankası ile hükümetin hedef seçmesidir. Sonuç olarak, para politikasının şeffaflığı ve merkez bankasının da halka ve hükümete bilgi aktarımı artış göstermektedir (Petursson, 2000,s.40).

Enflasyon hedeflemesi iki nedenden dolayı uygun bir politika yaklaşımıdır (Genberg, 2002,s.4):

- Para politikası en azından bazı zaman periyotlarının ortalaması olarak tanımlanırsa tam olarak düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranına ulaşabilir. Para politikası özellikle işsizlik oranı, reel gelirin büyüme oranı ve seviyesi, reel faiz oranı veya reel döviz kuru gibi bazı alternatif hedeflere ulaşmak için kullanılmaz.
- Fiyat istikrarı daha şeffaf fiyat sistemi, uzun dönemli yatırımlara zarar verebilen belirsizlik tiplerinin azaltılması ve gelirin yeniden dağılımındaki istenmeyen hareketlerin engellenmesiyle genel ekonomik refaha katkıda bulunur.

---

<sup>3</sup> Bakınız Svensson (1998).

### **III. HEDEF UFKU**

1999'da yayınlanan ve Ben Bernanke, Thomas Laubach, Rick Mishkin ve Adam Posen tarafından yapılan çalışmaya göre, enflasyon hedeflemesi istikrarlı enflasyonun para politikasının uzun dönemli temel hedefi olduğunun ve bir veya daha fazla zaman ufkuunda enflasyon oranı için miktar hedeflerinin veya miktar aralığının kamu otoritelerince açık bir şekilde ilan edilmesiyle nitelendirilen para politikası için bir yapıyı ifade eder. Enflasyon hedeflemesinin para otoritelerinin planları ve amaçları ve çoğu durumda merkez bankasının bu amaçlara ulaşmada güvenilirliğini güçlendiren mekanizmalarla ilgili olarak halkla iletişimin kurulmasında önemli rolü vardır. Bu tanımlama ortaya konduktan sonra, bu çalışmanın yazarları dikkatlerini enflasyon hedeflemesinin bir kurala karşı olan bir yapı olduğu noktasına verdiler. Enflasyon hedeflemesi Friedman kuralında olduğu gibi (nihai hedef olan fiyat istikrarına ulaşmada para arzındaki büyümenin yönlendirilmesi) otomatik bir yapı göstermez (Sherwin, 2000,s.3).

Çeşitli ülkelerce benimsenen enflasyon hedefinin ufku, enflasyon hedefinin saptandığı zamandaki enflasyon oranına bağlıdır. İlk enflasyon oranı arzu edilen enflasyon oranından farklı olan ülkeler, para politikasının enflasyon üzerindeki etkisindeki gecikmelerden dolayı iki yıllık bir zaman süresince sürecin tamamlanmasına müsaade etmişlerdir. Enflasyonun zaten düşük olduğu bu ülkeler hemen ve belirsiz bir şekilde uygulanan hedefleri benimsemişlerdir. Enflasyon hedefinin ufku aynı zamanda kısa dönem şoklardan sapmaları dengelemede para politikasının gücünü de göstermektedir (Debelle,1997,s.10).

Çok kısa zaman ufkunu kullanmak, özellikle enflasyon hedefinin aralığı dar olduğu zaman kontrol edilebilir bir problem ortaya çıkarabilir. Para politikası optimal bir şekilde yürütüldüğü zaman bile enflasyon hedefinin çok sık hataları olabilir. Bu durum, tam olarak Yeni Zelanda da 1995'de meydana gelmiştir ve Reserve Bank 0-%2'lik bir yıllık enflasyon hedefi aralığını çok küçük bir farkla kaçırmıştır. Bu isabetsizlik birçok kişi tarafından beğenilse ve bu kaçırış kısa süreli olsa ve sonunda enflasyon düşse bile merkez bankası kanunlarına göre başkanın kovulması demektir ve kovulmuştur. Yeni Zelanda da enflasyon hedefi aralığına uyulmaması önemli bir güvenilirlik kaybıyla sonuçlanmasına rağmen, gelişmekte olan bir ülke için bu durum merkez bankası için ciddi güvenilirlik kayıplarıyla sonuçlanabilmektedir (Hebbel ve Mishkin,2001,s.12).

Kanada ve Yeni Zelanda'da enflasyonsuzluk programı önceden belirlenmiş ve on sekiz ay boyunca ilk enflasyon hedefine ulaşmak için para politikası operasyonlarındaki gecikmelerin hesaba katılmasına müsaade edilmiştir. Enflasyonu önleme programı önce enflasyonu arzu edilen uzun dönem seviyeye düşürmüştür, enflasyon hedefleri her iki ülkede de sonraki beş yıl için belirlenmiştir. Enflasyonun, ufkuun etrafında hedef bandı içinde değişmeden kalması kabul edilmiştir. Yeni Zelanda Merkez Bankası başkanı ile yapılan sözleşmeler beş yıllık bir süreden oluşmuştur. Kanada'da hedef ufku, fiyat istikrarının uygulamada kesin bir şekilde nasıl belirleneceği ve düşük enflasyonun hangi seviyede sürdürüleceğine göre seçilmiştir. İngiltere'de ise hedef ufku parlamento döneminin sonu olarak belirlenmiştir (Debelle,1997,s.10-11).

Çok kısa bir ufuk ve dar bir hedef aralığı aynı zamanda araç istikrarsızlığına neden olabilir ve para politikası araçlarında aşırı salınımlar merkez bankası enflasyon hedefini tutturmaya çalıştığı zaman meydana gelir. Bu problem özellikle döviz kuru hareketlerinin enflasyon üzerinde faiz oranlarından daha hızlı bir etkiye sahip olduğundan, enflasyon hedefine ulaşmak için döviz kurunun kullanılmasına daha fazla güvenilmesi sonucunu doğuran dar ve kısa bir ufka sahip olan küçük açık ekonomilerde önemlidir (Hebbel ve Mishkin, 2001,s.12).

Bu ülkelerin aksine, Avustralya'da enflasyon hedefi için zaman ufku uzun dönemlidir. Bazı durumlarda ufkun belirlenmesi, enflasyon hedefinin belirlenmesinde herhangi bir enflasyon bandının yokluğunu dengeleyecek konjonktürel dalgalanmaların etrafındaki bir ortalamadır. Ama dönem uzunluğunu içeren belli belirsiz bir ufuk, hedefe ulaşmada merkez bankasının değerlendirmesini daha da zor yapacaktır (DeBelle, 1997,s.11).

Uzun dönemli enflasyon oranının üzerinde bir enflasyona sahip olan ülkeler için, kısa hedef ufku enflasyonsuzluk sürecini hızlandırabilir. Para politikası enflasyon hedefini kısa dönem enflasyonist şokların absorbe edilmesine ve çıktı dalgalanmalarının kötüleşmesine müsaade eden sadece politikanın duruşundan ziyade, hedefi kendiliğinden ayarlayarak şoklara karşı koyabilir. Kalkınmakta olan çoğu ülke, uzun dönemli enflasyon oranlarına ilaveten yıllık hedeflerle bir enflasyonsuzluk patikası belirlemişlerdir. Mesela Çek Cumhuriyeti önceden birkaç yıllık bir patika belirlemiş, Polonya yıldan yıla belirleme yöntemini seçmiş ve Kolombiya ise ileriye yönelik birkaç yıllık uzun dönem hedefini enflasyon beklentileri için çıpa olarak belirlemiştir (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002,s.29).

Enflasyon öngörülemeyen şoklara ve para politikasına göre bir gecikme ile çalışmakta ve merkez bankaları sürekli olarak hedeflerine ulaşmamaktadır. Enflasyon tahmininin, faiz oranlarının değişmediğini, enflasyonun tahmin döneminin ilk yılında hedefin üstüne çıktığını ve sonraki yıllarda hedefin altına düştüğünü gösterdiğini varsayalım. Eğer faiz oranı değişiklikleri enflasyonu yalnızca iki yıl gibi bir gecikmeden sonra etkilerse, ilk yılda enflasyonda hedefin üstündeki bir artışı önlemek için çok geç olabilir ve faiz oranları ikinci yılda hedefin ötesinde enflasyona neden olacak şekilde düşürülebilir. Şimdi kontrol gecikmesinin sadece altı ay olduğunu varsayalım. Yükselen faiz oranları merkez bankasının tahminin birinci yılının ikinci yarısında enflasyonu hedeften aşağı doğru getirmesine müsaade eder. Ama aynı zamanda ikinci yılın başında tahminin daha fazla altında olsa bile faiz oranlarındaki artışların enflasyonu azaltması muhtemeldir ve politika hareketleri ve zamana yayılmış olan enflasyon üzerindeki etkileri arasında gecikme olursa, enflasyon en azından ikinci yılın bir kısmında tahminin altında değişmeden kalacaktır. Merkez bankası alınan para politikası kararlarının enflasyon üzerinde etkili olabilmesi için enflasyon hedefine göre enflasyon patikasını yönetmede faiz oranlarını kullanmak zorundadır. Böylece hedef ufku kontrol ufkundan daha kısa olamaz (Agenor, 2000,s.34-35).

Enflasyon arzu edilen uzun dönemli hedefinde olduğu zaman, politika ufkunun uzunluğu genelde politika aktarımındaki gecikmeleri ve parasal araçlarda ve çıktıdaki aşırı değişikliklerden kaçınma isteğini ortaya koymaktadır. Uzun dönemli ufkun ufuk, merkez bankasına şoklara karşı koymada ve enflasyonist beklentileri saptamada daha fazla faaliyet alanı vermesi şeklinde bir avantaja sahiptir. Gerçekten ufuk kısa ve politika gecikmesiyle ilgili olursa özellikle döviz kuruna göre kısa hedef ufku araç istikrarsızlığına neden olabilmektedir (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002,s.29).

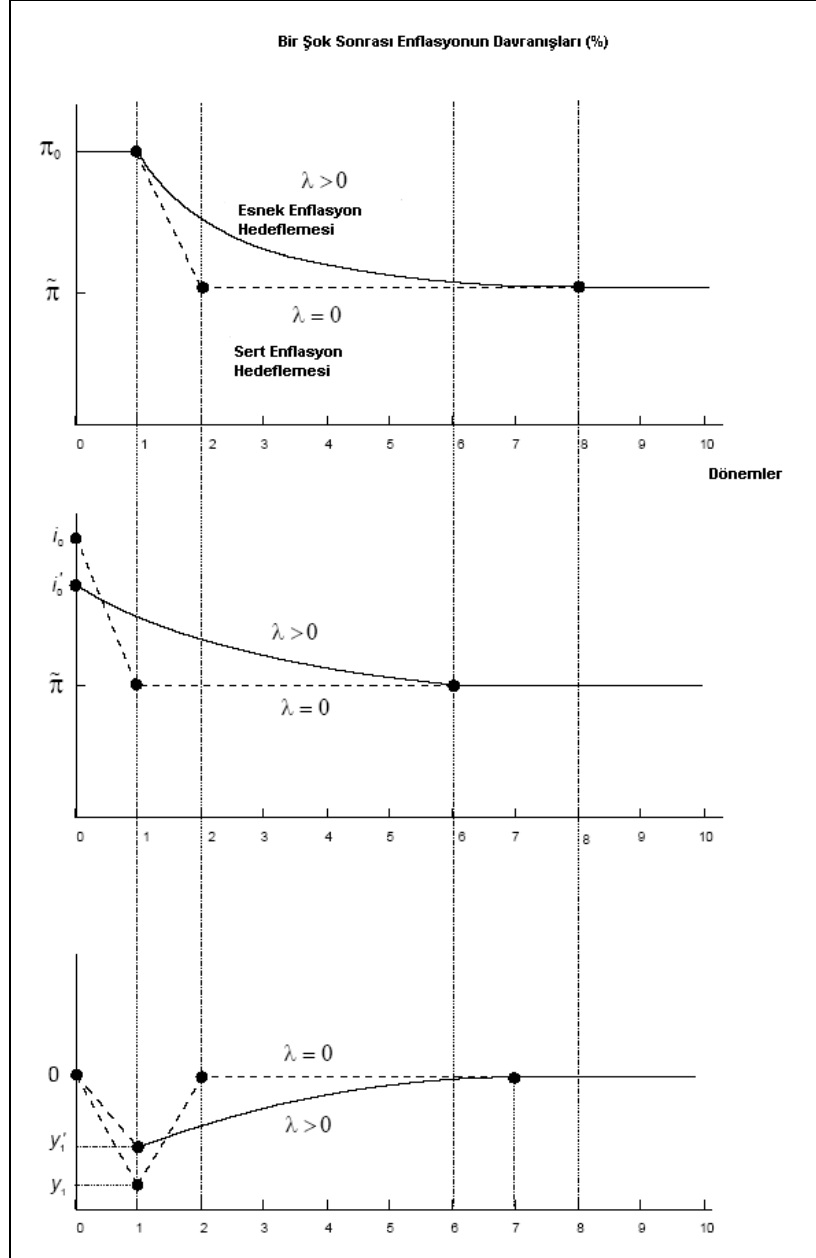
Aynı zamanda, merkez bankasının çıktıdaki yüksek bir değişikliği önlenmesi ve enflasyon hedefinden sapmaların azaltılması arasında bir değiş-tokuş ortaya çıkarma hesabı içine girmeye ihtiyacı vardır. Enflasyonu hedefin üstüne çıkaran ters bir arz şokunun meydana geldiğini varsayalım. Merkez bankası enflasyonu hedefe geri getirmek için nasıl bir eğilim göstermelidir? Bu konuda iki zıt düşünce vardır. Birincisi, enflasyonsuzluğa hızlı bir şekilde ulaşmanın enflasyonu daha kısa sürede hedefin üstüne çıkarması; ikincisi ise çıktıdaki potansiyel dalgalanmaları daha büyük hale getirmesidir. Hedef ufkunun optimal uzunluğu bu yüzden politika tercihlerine ve ayrıca enflasyonu etkileyen şokların büyüklüğüne de bağlıdır. Enflasyonun istikrarına göre çıktı istikrarına yapılan ekler daha büyük öneme sahip olursa optimal uzunluk daha büyük olacaktır<sup>4</sup>. Ama enflasyonist bir eğilim varsa, ekonomik ajanların merkez bankasının daha büyük bir cazibesinin şişirilmesinin sürpriz bir enflasyon yaratacağını anlamalarından dolayı daha uzun bir hedefleme ufku para politikasının güvenilirliğini engelleyecektir. Bu perspektiften esneklik ve güvenilirlik arasında bir değiş-tokuş olduğu da görülebilmektedir. Sonlu dönem prosedürünün yeterli olup olmadığı güvenilirlik probleminin şiddetini azaltan esnekliğin sınırlandırılma maliyetine bağlıdır. Bu durum Şekil 1’de gösterilmektedir (Agenor, 2000,s.35).

---

<sup>4</sup> Bu tip politika değiş tokuşları ile ilgili son zamanlarda yapılan kantitatif bir araştırma için Batini ve Haldane (1998)’e bakılabilir. Ayrıca uygulamada çıktıdaki dengeleme hareketlerine eğer bir yer var ise hedef bandının geçici bir şekilde genişletilmesiyle de ulaşılabilir.



Şekil:1 Bir Şok Sonrası Enflasyonun Davranışları



Kaynak: Agenor (2000).

Enflasyon hedeflemesi enflasyon hedeflerini genel olarak %2 civarına toplamaktadır. Bu düşük enflasyon seviyesinden daha düşük bir enflasyon oranının (%1 olarak söylenebilir) faydalarının daha büyük olacağıyla ilgili ampirik kanıtlar vardır; ama azalmanın sorumluluğunu üstlenmenin maliyetleri büyük olabilmektedir. Daha istikrarlı bir enflasyon oranı ve belirsizlikteki bir azalıştan daha büyük faydalar sağlamak da muhtemeldir (Debelle,1997,s.12).

#### **IV. FİYAT ENDEKSİ VE HEDEF BANDI**

Hedeflenen enflasyon oranının hesaplanmasında kullanılan fiyat seviyesinin seçimi, tüketici fiyat endeksinin hesaplanmasında ülkeler arasındaki farklı metodolojileri ve tüketici fiyat endeksine dayalı enflasyon oranının arz şoklarına duyarlılığını göstermektedir. Uygulama genelde gayri safi yurtiçi hasıladan ziyade tüketici fiyat endeksine veya onun bazı versiyonlarına göre belirlenmektedir. Çünkü tüketici fiyat endeksi, halkın genel olarak en aşına olduğu fiyat endeksidir ve aynı zamanda revizyona tabi tutulmamaktadır. Ama gayri safi yurtiçi hasıla deflatörüne geniş bir yer ayrılmaktadır (Debelle,1997,s.12).

Uygun bir fiyat endeksinin seçilmesi güvenilirlik ve kontrol edilebilirlik arasındaki değiş tokuşla birlikte dile getirilebilir. Tüketici fiyat endeksinin uygulanabilir ve varlığını sürdürebilir uygun bir alternatifi yoktur. Çünkü beklentilere odaklanan, halk tarafından kolayca anlaşılabilir en iyi ve en yaygın endeks tüketici fiyat endeksidir. Ancak bu endeks çoğunlukla merkez bankasının kontrolünün dışında olan dolaylı vergiler ve idari fiyatlar gibi bileşimleri de içerdiğinden, bazı merkez bankaları bu faktörlerin hepsini veya hiç birisini içermeyen bir çekirdek enflasyon ölçümünü kullanırlar. Kalkınmakta olan ülkelerin çoğu, halka aşına gelmesinden ve güvenilirliği arttırmasından dolayı tüketici fiyat endeksini kullanmaktadır. Ancak bu her iki endeksin ölçümlerinin, halkın satın alma gücünü gösteren enflasyon hedefinin seçilmesini sağlamak için uzun dönemde birlikte hareket etmeleri önemlidir (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer,2002,s.28).

Bir kısım ülke bir ölçü olarak yayınlanan veya manşet olandan ziyade tüketici fiyat endeksine dayalı enflasyon oranını kullanmaktadır. Temel bir çekirdek enflasyon oranına odaklanmanın amacı, enflasyonun parasal belirleyicilerinin olmadığı durumdaki enflasyon oranına engel olmaktır. Uygulamada çekirdek enflasyonun ölçümleri para politikasının neden olduğu özel şokların birincil etkilerine engel olur, ama sıkı bir para politikasından kaynaklanan hareketlere karşılık veren ücretler ve fiyatlar üzerinde bu şokların ikincil etkilerine engel olamaz<sup>5</sup>(Debelle, 1997, s.12-13).

Ekonomik teori, enflasyonun doğru ölçümünün şimdiki ve gelecekteki tüketimin ikisinin de fiyatlarını içine alan bir endeks olduğunu varsaymaktadır. Ancak uygulamada fiyat endeksleri gelecekteki tüketimle ilgili mal ve hizmetlerin şimdiki fiyatlarını içine almaz. Çoğu durumda gelecekteki mal ve hizmetler için piyasalar mevcut değildir ve bir teori olarak muhtemel olmayan ayrıntılı bir fiyat

---

<sup>5</sup> Çekirdek orana bir alternatif orta (median) enflasyon oranıdır. Bakınız Bryant ve Cecchetti (1993).

endeksi oluşturur. Gelişmiş ülkelerin çoğunda tüketici fiyat endeksleri bir mal ve hizmet sepetinin ortalama fiyatlarına sabitlenmiştir. Fiyat bilgileri belirlenmiş satış yerlerinin düzenli bir şekilde ziyaret edilmesiyle istatistik ajanları tarafından toplanmaktadır (Agenor, 2000,s.28-29).

Enflasyon ve fiyat endeksi arasındaki fiyat hareketlerindeki farklılıklardan dolayı potansiyel olarak bir uyumsuzluk ve belirsizlik söz konusudur. Eğer, hedef halkın anlayacağı ve takip edeceği şekilde kolay olmazsa bu farklılıklar özellikle Brezilya'da olduğu gibi yüksek enflasyon tarihleri olan ve merkez bankaları şöhret olmaktan mahrum olan ülkelerde güvenilirlik problemleri yaratabilmektedir. Baskılardan dolayı fiyatların ölçümünde bazı hatalar olsa bile, bu gibi durumlarda bir enflasyon hedeflemesi halka daha aşına gelecek ve para politikasını daha şeffaf yapacaktır (Agenor, 2000, s.32-33).

Enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok ülke enflasyon hedeflerini tek bir hedef noktasından ziyade bir bant şeklinde ve bazen de merkezi bir değer etrafında olacak şekilde belirlemişlerdir. Ekonomik hareketlerin ve sonuçların tam olarak öngörülememesinden dolayı enflasyon için sürekli bir hedef noktasını tutturmak zor olmaktadır. Bu durumu geçekleştirmeye çalışmak faiz oranlarının aşırı bir şekilde değişken olmasına ve finansal piyasaların istikrardan uzaklaşmasına neden olmaktadır. Aynı zamanda bir bant, para politikasının yönetiminde belirli derecede esnekliklerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu esneklik sadece çıktı dalgalanmalarını dengeye getirmekte değil aynı zamanda nominal döviz kurundaki hareketlere yer vermesi açısından da önemlidir. Yurtiçi fiyatlar üzerindeki artan baskılardan kaynaklanan büyük bir değer kaybı, faiz oranlarında bir hedef noktası ile birlikte oldukça büyük bir artışı gerektirebilir. Ama firmalar yüksek bir oranda yabancı para cinsinden borçlanırlar ve iflasa doğru giderlerse, değer kayıpları ödemeler bilançosu dengesini zayıflatabilir; faiz oranlarındaki yükseliş problemi sadece kötüleştirir. Tersine, yeterli genişlikteki bir bant ile döviz kuru piyasasındaki baskıların enflasyonist etkileri istikrarsızlık ortaya çıkarıcı büyük ve potansiyel politika değişiklikleri olmaksızın en azından bazı durumlarda ayarlanabilir (Agenor, 2000,s.33).

Çeşitli ülkelerdeki enflasyon hedeflerinin tanımlanmasındaki önemli bir farklılık, temel hedefin etrafındaki bandın genişliği veya hepsinde belirlenen bir bandın olup olmadığıdır. Kanada, İngiltere, İsveç ve Yeni Zelanda enflasyon hedefi için belirlenmiş bir aralığa sahip iken, hem Finlandiya hem de Avusturya'da enflasyon oranı için özel bir hedef noktasına odaklanılmıştır. İspanya'da ise enflasyon oranı için hedef bir tavana göre belirlenmiştir (DeBelle,1997,s.14).

Bir hedef noktasından ziyade bir hedef aralığı, merkez bankasına şoklara karşı koymada ve diğer amaçları ile ilgili olarak daha fazla esneklik sağlayabilmektedir. Ayrıca, aralığın genişliği merkez bankasının enflasyondaki dalgalanmalara karşı ne kadar toleranslı olacağı ile ilgili işaretler içermektedir. Dar ve geniş bir aralık arasındaki değiş tokuş, merkez bankasının güvenilirliğine ve ekonomideki şokların şiddetine ve sıklığına bağlıdır. Enflasyon beklentileri ile ilgili açık bir yol gösterici ortaya koymak için çoğu merkez bankası ya hedef noktası ya

da dar hedef aralığı belirlemektedir (Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer, 2002, s.28).

#### **V. ENFLASYON HEDEFLEMESİ VE PARA POLİTİKASININ YAPISI**

Genelde enflasyon için sayısal hedeflerin halka ilan edilmesi para politikasında esneklik ve şeffaflık için gerekli olan dengelenmenin sağlanmasında çok etkili olabilir. Hedefleme yapan tüm ülkeler bir fiyat seviyesi hedefinden ziyade, yıllık 0 ile %4 aralığındaki bir enflasyonu seçmişlerdir. Bu seçim bir fiyat seviyesi hedefinin, fiyatlar hedeften aşırı sıçrama gösterdiği zaman deflasyon gerektirebileceği endişelerini gösterir ve çıktıda makul oranlardan daha fazla kayıp ortaya çıkması ile sonuçlanabilir. Hedefleme yapan ülkeler enflasyon için hedef değerlerini deflasyon ihtimalini azaltacak şekilde sıfırdan daha büyük değerleri seçerler. Bir enflasyon hedefini daha geniş bir dönem için Bundesbank'ın yaptığı gibi sıfırdan daha büyük bir seviyede sürdürmek önemlidir. Böyle olunca enflasyon beklentilerinde veya merkez bankasının güvenilirliğinde istikrarsızlıklar ortaya çıkmaz. Pozitif bir enflasyon hedefi ile bile seyrek oluşan hataların kabulü zarar verici gibi görünmez (Mishkin ve Posen,1997,s.92).

Aşağıdaki tablo enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin bir özetini göstermektedir. Bu ülkeler çeşitli nedenlerden dolayı enflasyon hedeflemesini benimsemişlerdir. İngiltere ve İsveç gibi bazı ülkeler esasen rejime olan güven azaldığında başarısızlıkla sonuçlanan sabit bir döviz kuru rejimi uygulamışlardır.<sup>6</sup> Yeni nominal çıpa ararken resmi enflasyon hedeflemesine karar vermişlerdir. Öte yandan Kanada, daha az başarı ile parasal hedeflemeyi uygulamaya çalışmıştır. Mali piyasalardaki yenilikler enflasyon ve para arzı arasında istikrarsız bir ilişki ortaya çıkarmıştır ve Kanada düşük enflasyona ulaşmada enflasyon hedeflemesini daha olnaklı olarak görmüştür. Polonya ve İsrail gibi diğer ülkeler enflasyonu aşağıya çekmede önemli bir başarı sağlamışlardır ve bu başarıyı sürdürmek için enflasyon hedeflemesini en uygun yol olarak görmüşlerdir. Ekonomik araştırmalar para politikasının uzun dönemde sadece nominal büyüklükleri etkileyeceğini göstermiştir ve düşük enflasyon ekonomik büyümeyi ve etkinliği daha büyük olsa bile faizlerin kullanılmasına neden olmuştur. Bu gelişme ECB'nin yapısına da açık bir şekilde yansımıştır. Maastricht Antlaşması altında ECB fiyat istikrarı amacına ulaşmak için araçların özgürce kullanımını tamamlamıştır. Fiyat senaryosunun bir değerlendirmesi ile yine de para arzı ECB'nin temel politika tercihidir ve para politikasının nihai hedefi 0 ile %2 aralığında bir enflasyon hedefidir. Para arzının referans olması bu hedeflemede uzun bir tecrübesi olan Almanya Merkez Bankası'ndan miras kalmıştır (Petursson, 2000, s.40).

---

<sup>6</sup> Finlandiya ve İspanya sabit döviz kuru rejiminde başarısız olduktan sonra resmi enflasyon hedefleri ile tanışmışlardır. Ancak Ocak 1999'dan beri bu ülkeler Avrupa Merkez Bankası(ECB)'nin üyesidirler.

**Tablo 1: Resmi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler**

| Ülke                   | Hedef Referansı   | Hedef Bandı                                    |
|------------------------|---|--|
| Avustralya (1993)      | TÜFE, sebze, meyve, ipotekli faiz Ödemeleri, resmi olarak kontrol edilen Fiyatlar ve değişken fiyatlardan oluşur.                           | %2-3   |
| İngiltere (1992)       | Perakende fiyat endeksi ve ipotekli faiz ödemelerinden oluşur.  | 1997'ye kadar %1-4 daha sonra %0-2.5           |
| İsrail (1991)          | TÜFE, ancak enflasyon vurgusu altında politikanın gerçekleştirilmesine izin verilmiştir.  | 1998'e kadar %8-11 daha sonra %7-10            |
| Kanada (1991)          | Gıda, enerji fiyatları ve dolaylı vergilerin doğrudan etkisinden oluşur.  | %1-3   |
| Yeni Zelanda (1990)    | Dolaylı vergiler, resmi fiyatlar, ticaret dönemindeki önemli değişimler, ipotekli faiz ödemeleri ve doğal felaketlerin etkilerinden oluşur. | Aralık 1996'ya kadar %0-2 daha sonra %0-3      |
| İsviçre (1999)         | TÜFE  | %0-2   |
| İsveç (1993)           | TÜFE'ye dayanan resmi politika ama 1999'un ortalarından itibaren enflasyonu vurgulayan politika.  | %1-3   |
| Çek Cumhuriyeti (1997) | Resmi olarak belirlenmiş fiyatlar, dolaylı vergiler ve sübvansiyonların etkilerinden oluşur.  | 1998'de %5.5-6.5 1999'da %4-5 2000'de %3.5-4.5 |

Kaynak: Petursson (2000).

Tüm ülkelerde enflasyon hedefi Tüketici Fiyat Endeksi(TÜFE) temeline dayanmaktadır. TÜFE'nin temel avantajı endeksin uzun bir tarihinin olması ve halk tarafından iyi bilinmesi küçük gecikmelerle aylık olarak ölçülmesi ve asla revize edilmemesidir (Petursson, 2000,s.40-41).

Ama birçok ülke bazı şeyler hariç tutulduktan sonra TÜFE kullanmayı seçmiştir. TÜFE'nin para politikasının etki alanı dışında bulunan çeşitli şeylerden oluşmasının nedeni olarak enflasyon üzerinde sadece geçici bir etkisinin olması düşünülebilir. Bundan başka, TÜFE ipotekli faiz ödemeleri gibi ters kısa dönem bir etkiye sahip olan para politikası hareketleri üzerindeki çeşitli şeyleri de kapsamaktadır. TÜFE'nin manşet olarak kullanılmasındaki bir başka dezavantaj, genel fiyat trendi hakkında yanıltıcı bilgi ortaya çıkarabilen ve böylece merkez bankasının bir kısmı üzerinde gereksiz tepkiler doğuran çeşitli mal kategorilerindeki kısa dönem değişikliklerdir. Bu, petrol ve gıda maddeleri gibi kategorileri

içermektedir. Bu nedenlerden dolayı bu şeyler sık sık enflasyon hedeflemesinde referans noktası olarak kullanılan kriterden istisna edilmiştir (Petursson, 2000,s.41)<sup>7</sup>.

Resmi enflasyon hedeflemesi ile ilgili temel akademik eleştiriler merkez bankasının enflasyon üzerinde eksik bir kontrole sahip olduğu ve dar para veya döviz kuru örneklerine benzemediği şeklindedir. Merkez bankasının kontrolünün dışındaki mali durum ve emek piyasası durumları gibi diğer faktörler bir hedef aralığında merkez bankasının enflasyonu korumasını zorlaştıran enflasyon üzerinde kısa dönemli etkiye sahip olabilirler. Dar para ve enflasyon arasındaki ilişki çok istikrarsız olursa dar para üzerinde tam kontrol az miktarda olur. Ayrıca araştırmalar, para politikasının nihai amacı enflasyon olduğu zaman mümkün olan en iyi ara hedefin merkez bankasının enflasyon tahminleri olduğunu göstermiştir. Bu durumda banka, politikanın yürütülmesi için amaca uygun tüm bilgileri kullanır. Ara hedef olarak para veya bir döviz kuru sabitlemesini kullanmak, eğer hedef değişken enflasyon tahminleri için uygun olan tüm bilgileri içerirse etkili olur. Ara hedefteki bu ekstrem durumda sadece enflasyon tahminleri oluşur.<sup>8</sup> Enflasyon hedeflemesi aynı zamanda döviz kuru ve paranın büyümesinden ziyade diğer faktörler tarafından da tanımlanabilir ve bir ara hedef olarak enflasyon tahminleri ile resmi bir enflasyon hedefi sıkı bir operasyonel bakış açısından para politikası yönetimi için optimal prosedürdür. Diğer ara hedefler merkez bankası kısa dönemde enflasyon üzerinde eksik kontrole sahip olmasına rağmen daha iyi sonuçlar ortaya çıkarmaz (Petursson,2000,s.43-44).

Kanıtlar enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerin uzun dönem enflasyonlarını enflasyon hedeflemesinin olmadığı durumdaki ulaşılan seviyenin altına düşüğünü göstermektedir. Ama enflasyon hedeflemesi diğer parasal rejimleri benimseyen sanayileşmiş ülkelerin ulaştığı seviyelerin altına enflasyonu getirememiştir. Enflasyon hedeflemesinin benimsenmesi tipik olarak enflasyonun azalmasında daha önemli belirgin bir yatırım ile birleşmiştir (Hebbel ve Mishkin, 2001,s.9).

---

<sup>7</sup> TÜFE'den başka bir referans kullanılırsa, merkez bankasının o şeyi referans seçmesinin nedenini ve TÜFE ile olan ilişkisini halka açıklaması son derece önemlidir. Ayrıca bu durum seçilen endeksin merkez bankasının performansını ortaya koyan en uygun açıklama olduğu şeklindeki halkın yanlış anlamalarının önlenmesi de önemlidir.

<sup>8</sup> Bakınız Svensson (1998).

## **VI. TÜRKİYE’İN ENFLASYON HEDEFLEMESİNE GEÇİŞ SÜRECİ**

Türkiye’de 1970’lerin sonundan yakın dönemlere kadar devam eden yüksek enflasyon oranlarının nedenlerini şöyle sıralayabiliriz (Kibritçioğlu,2001,s.43-44);

- Kamu sektörünün yüksek seviyedeki bütçe açıkları,
- Kamu sektörünün bütçe açıklarının monetizasyonu,
- Güneydoğu Anadolu Projesi gibi çeşitli hükümet yatırımları için gerekli altyapını yüksek seviyelerde olması,
- Jeopolitik nedenlerle birlikte askeri harcamaların yüksek olması,
- Her genel seçim öncesi uygulanan populist politikalarından dolayı enflasyonist baskıya neden olan politik istikrarsızlık,
- Ekonomik ajanların sürekli enflasyonist beklentilerin içerisinde olması,
- İthalat girdilerinin fiyatlarındaki artış yoluyla döviz kurlarındaki değişikliklerin enflasyonist etkileri,
- Özellikle ham petrol gibi önemli ithalat girdilerinin dünya fiyatlarındaki artışlar,
- Ülkedeki özel sektör tarafından girdi olarak kullanılan kamu sektörü üretimlerinin düzenlenmiş fiyatlarındaki artışlar,
- Faiz oranlarındaki artış sonucu ortaya çıkan dışlama etkisi ve kamu sektörün yurtiçi sermaye piyasalarından borçlanmaya başlaması.

24 Ocak 1980 kararlarında kadar, kontrollü ve katlı kur politikası uygulayan Türkiye, bu tarihte aldığı kararlar çerçevesinde, “daha gerçekçi ve esnek” bir kur rejimine geçmeye karar vermiştir. Bu kapsamda, TL, yabancı paralar karşısında yaklaşık olarak yüzde 50 civarında devalüe edilmiş ve kimyasal gübre ithalatı dışında katlı kur uygulamaları kaldırılmıştır. Ayrıca, ihracatçılara tanınan döviz tahsisi uygulaması hammadde ve ara malı ithalatçılarına da tanınmıştır. 1984 yılında kur rejiminde çok önemli bir değişiklik yapılarak yerleşiklere, ticari faaliyetler karşılığında edinilmiş dövizlerin bankalarda mevduat olarak tutulması imkânı getirilmiştir (İnan,2002,s.3).

Para politikalarının uygulanması açısından 1986 yılı önemli bir dönemin başlangıcı olmuştur. 1986 yılı öncesinde para politikası; özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapılarına doğrudan müdahale yapılarak, özel sektörün kredi taleplerini ve devletin borçlanma taleplerini kontrol etmeye yönelik olarak uygulanmaktaydı. Bunun yanında kamu finansman gereğinin merkez bankası kaynaklarından karşılanması, para politikasını bütçe politikasına bağımlı kılmaktaydı. Özel kesimin kredi talepleri ticari bankalarca karşılanmaktaydı, faizler esnek değildi ve öncelikli kredi talepleri de otomatik reeskont sistemiyle karşılanmaktaydı ve bu yapıda para arzının artışı büyük ölçüde toplam kredi talebine bağlı kalmaktaydı. 1986’dan sonra merkez bankası hem para arzının kontrolüne hem de faiz politikasının etkinliğini arttırmak amacıyla bankaların toplam rezervlerinin kontrolüne yönelmiştir. Merkez bankası bünyesinde bankalar arası piyasaların

kurulmasıyla beraber birçok kurumsal düzenleme yapılmıştır. Merkez bankası bilançosu büyüklüğünün parasal gelişmeler üzerindeki etkisi dikkate alınarak para politikası uygulaması, bu büyüklüğün kontrol altına alınmasına yönelik olarak şekillenmiştir. Kamu finansman açıklarının otomatik olarak merkez bankasına yansımaması için ilk adım olarak Mayıs 1985'te Hazine'nin ihaleli bono ve tahvil satışı sistemine geçilmiştir.

1991'de ortaya çıkan körfez krizi ve erken seçim kararının yarattığı belirsizlikler nedeniyle para politikasını uygulama açısından zor bir yıl olmuştur. Durum böyle olunca merkez bankası, parasal program ilan etmek yerine TL ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı amaç edinmiştir. TL ve döviz mevduatlarından büyük çekilişler olmuştur. Bu çekilişler kurları ve faizleri yükseltmiş, rezervleri azaltmıştır. Savaştan dolayı ortaya çıkan politik belirsizlik piyasaları olumsuz etkilemiş ve döviz kurları enflasyondan daha hızlı artmış ve TL değer kaybetmiştir. İlaveten kamu finansman açığının denetim altına alınamamış olması da parasal büyüklüklerin kontrolünü güçleştirmiş ve parasal programın açıklanmasını olanaksız kılmıştır (Kesriyeli, 1997,s.23). Bütçe açıklarının ve dış ticaret açığının büyümesi ve bütçe açıkları ile yüksek reel faizler dolayısıyla kamu borçlarının, özellikle iç borcun katlanarak artması, 1994 yılında Türkiye'yi krize sürüklemiştir. Ülkede bulunan sıcak paranın kısa sürede çıkması ile gecelik borçlanma oranları %1000'in üzerine çıkmıştır. TL'nin 27 Ocak 1994 tarihinde %13,6 oranında devalüe edilmesinden sonra bile TCMB rezervleri 4 milyar dolar azalmıştır. TL'nin aşırı değer kaybı, TÜFE enflasyonunu 1994 yılı sonunda %110,7'ye fırlatmıştır (Usta, 2003,s.47).

Bu krizin hemen ardından kamu borçlanmasını azaltmayı ve ihracatı arttırmayı hedefleyen daraltıcı bir ekonomik program yürürlüğe konulmuştur. 1994'te hazırlanan 5 Nisan İstikrar Paketi kısa vadede enflasyonu düşürüp mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı, orta vade de ise mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı ve köklü çözümler getirerek uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme sağlamayı amaçlamıştır. Parasal büyüklüklere bakıldığı zaman merkez bankasının sıkı para politikası izlediği söylenebilir.

1994 yılının ikinci döneminden itibaren merkez bankası enflasyon ile mücadelede döviz kurları nominal bir çapa olarak kullanmaya başlamış ve kur politikasının güvenilirliğini arttırmak için dış varlık artışına önem vermeye başlamıştır. Bunun yanı sıra dış varlık artışının parasal büyüklüklerde ortaya çıkardığı baskıyı azaltmak için iç varlık artışına sınırlama getirilmiş ve 1995 yılının son çeyreğinde seçim atmosferine girilmesi ve yürürlüğe giren Ek Bütçe ile birlikte hükümet harcamalarındaki artışlar para politikası hedeflerinde değişiklikler yapılmasını gerektirmiştir. Merkez Bankası döviz satarak piyasaya müdahalede bulunmuş ve bunun sonucu dış varlıklar azalırken iç varlıklarda artış ortaya çıkmıştır.



1998 yılına girildiğinde, yüksek enflasyonun ortaya çıkardığı maliyetlerin giderek toplumun bütün kesimleri tarafından hissedilmeye başlanması, para politikasının belirlenmesinde istikrar hedefi ile birlikte enflasyonun kontrol altına alınarak bir program halinde düşürülmesini de önemli bir amaç haline getirmiştir. 1998 yılını diğer yıllardan ayıran temel özellik, para politikası uygulamalarının farklılaşmasından ziyade maliye politikası uygulamalarında değişikliğe gidilmesidir. 1998 yılı para politikası uygulaması finansal program mantığına dayandırılmaktadır. Ödemeler dengesi ve bütçe büyüklükleri merkez bankasının temel parasal değişkenleri olmuştur.

1997 ve 1998 yıllarında ortaya çıkan Asya ve Rusya krizleri ekonomik durumu daha da kötüleştirmiştir. 1998 sonrası yurtiçi talebin daralmaya devam etmesi, Rusya kaynaklı ihracat talebinin azalması, artan güvensizlik ortamı nedeni ile sıcak para giriş miktarlarının yüksek reel faiz oranlarına rağmen düşmesi ve siyasal ortamdaki belirsizlikler ülkeyi yeni bir finansal krize sürüklemiştir (Usta ,2003, s.48). 2000 yılı Kasım ayında yaşanan kriz sonrasında, IMF'den sağlanan ek destekle birlikte, faiz oranlarında gerileme ve sermaye girişlerinde nispi bir canlanma gözlenmesine karşın, başta kamu bankaları olmak üzere bankacılık sisteminin mali yapısında kırılma artmış, iç ve dış piyasalardan sağlanan fonların vadeleri de gittikçe kısalmıştır. Şubat ayı sonlarında, Hazine ihalesi öncesi meydana gelen olaylar, sürekli tedirginlik içinde olan piyasalarda panik ortamı yaratmış ve 19 Şubat tarihinde TL ciddi bir atakla karşı karşıya kalmıştır. 22 Şubat ta mevcut döviz kuru sisteminin sürdürülebilirliğine ilişkin güvenin azalmasının ekonomiye getireceği zararlar göz önüne alınarak TL yabancı para birimleri karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır.

Krizi takip eden dönemde, Merkez Bankası, para politikasını, ödemeler sistemindeki aksaklıkları gidermek ve finansal piyasalarda istikrarı sağlamak amacıyla yönelik olarak oluşturmuştur. Bu çerçevede, Merkez Bankası gerekli likiditeyi kotasyon ve doğrudan alım şeklindeki Açık Piyasa İşlemleri ve bankalar arası para piyasasında TL sağlamak yoluyla karşılamıştır. Bankacılık sistemine işlerlik kazandırmak ve ödemeler sistemindeki tıkanıklıkları gidermek için, Merkez Bankası piyasalara aktif olarak müdahale etmiş, kısa vadeli faizlerin aşağı çekilmesini sağlamış ve sistem içindeki likiditenin etkin bir şekilde dağılımını sağlayıcı uygulamalar yapmıştır. Ayrıca bankalara, döviz yükümlülüklerini yerine getirmelerini sağlamak amacıyla döviz depoları verilmiştir (TCMB, 2002b,s.20). Merkez Bankası 15 Mayıs ta açıkladığı 2001 yılı para programında, enflasyon ile mücadelede para tabanı büyüklüğünün nominal çapa olarak kullanılacağını açıklamıştır.

Dalgalı döviz kuru rejimine geçişi takip eden dönemde, Merkez Bankası döviz piyasasında kısa dönemdeki aşırı dalgalanmaları engellemek amacıyla düzenli döviz satış ihaleleri gerçekleştirmiştir. Şubat 2001 krizi sonrasında para politikası araçlarından birisi olarak kısa vadeli faiz oranı Merkez Bankası tarafından fiyat istikrarını sağlama amacıyla yönelik olarak, iç ve dış gelişmeler ışığında belirlenmiştir (TCMB,2001a, s.25-26). 2000 yılında uygulamaya konulan program enflasyonla mücadele için döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasını

benimsemiştir. Böylece, ticarete konu olan mal fiyatlarının ve beklendişlerin etkilenecek enflasyonun düşürülmesi, dolayısıyla faiz oranlarının makul seviyelere indirilmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede, döviz kuru sepetinin değeri, yüzde 20'lik TEFE yılsonu hedefi doğrultusunda ileriye yönelik olarak önceden açıklanmıştır. Ayrıca, kamu mal ve hizmet fiyatları ile gelirler politikasının da öngörülen enflasyona göre belirlenmesi benimsenmiştir (TCMB, 2000,s.59).

1999 yılı sonuna kadar etkileri itibariyle esnek çıpa, uygulamada da kontrollü serbest bir kur rejimi uygulanmıştır. Kur, piyasada serbestçe belirleniyor, fakat Merkez Bankası yoğun bir şekilde müdahale ediyordu. Bu dönemde, kur artışları genelde enflasyon düzeyinde veya bu düzeyin biraz altında tutulmuştur. 2000 yılbaşından 2001 Şubat'ına kadar bir kur temelli stabilizasyon programı uygulanmıştır. Bu kapsamda kur rejimi de esnek bir çıpa olarak belirlenmiştir. 2001 Şubat'ından sonra, program başarısız olmuş ve Türkiye tamamen serbest bir kur rejimine geçmiştir. Halen de bu kur rejimi uygulanmaktadır. Son yirmi yılda kur rejimlerindeki önemli değışiklikleri bir cümle ile ele aldığımız zaman iki özellik dikkat çekicidir. Birincisi, genel gelişim kontrollü bir çizgiden serbest bir çizgiye doğrudur. İkincisi, son yirmi yılda hemen hemen her tür kur rejimi uygulanmıştır (İnan, 2002,s.3).

2001 yılı Şubat ayında finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler 2000 yılı başından beri uygulanmakta olan döviz kuruna dayalı istikrar programının devam ettirilmesini olanaksız kılmış, döviz kuru nominal çapa olma özelliğini yitirmiştir. 22 Şubat tarihinde Türk Lirası'nın dalgalanmaya bırakılmasından sonra merkez bankasının kısa vadedeki önceliğı, ödemeler sistemindeki tıkanıkları gidermek, sisteme yeniden işlerlik kazandırmak ve finansal piyasalarda istikrarı sağlamak olmuştur. Kriz sonrası uygulanan programın temel amaçlarından birisini, orta vadede sağlıklı bir bankacılık sistemine ulaşılmasını sağlamak için kamu kesiminin bankacılık sektörü içindeki fonksiyonun yeniden belirlenmesi ve bu bankaların kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılması oluşturmuştur. Kamu bankalarının yeniden yapılandırılmaları ile kamu ve fon bankalarının kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılmasına yönelik bankacılık operasyonunda, merkez bankası kilit bir rol oynamış ve operasyonun merkez bankası bilançosu üzerinde önemli etkileri olmuştur. Söz konusu operasyonun ekonomide enflasyonist bir sürece yol açmaması için merkez bankası bilanço büyüklüklerine sınırlar getiren parasal hedefleme uygulaması ile para tabanını kontrol etmiş ve enflasyonist etkilerin sınırlandırılmasını sağlamıştır. 5 Mayıs 2001'de merkez bankasının temel amacını fiyat istikrarı olarak belirleyen, araç bağımsızlığını sağlayan ve Para Politikası Kurulu'nu oluşturan yeni Merkez Bankası Kanunu resmi gazetede yayımlanmıştır<sup>9</sup>(TCMB, 2001b, s.75-89).

2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat aylarında yaşanan mali krizlerin ardından "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı" uygulamaya konulmuştur. Programın temel amaçları, bankacılık sektörüne ilişkin tedbirlerin süratle alınarak mali piyasalardaki belirsizliğin azaltılması, buna bağılı olarak faiz oranları ile döviz

<sup>9</sup> 5 Mayıs 2001 tarihli ve 24393 sayılı Resmi Gazete, Kanun No: 4651

kurlarında istikrarın sağlanması, iktisadi etkinliği sağlayacak yapısal reformların gerçekleştirilmesi, makroekonomik politikaların enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanılması, sürdürülebilir büyüme ortamının temin edilmesi olarak belirtilmiştir. Bu çerçevede, kamu kesiminin artan borç yükünün sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulması amacıyla maliye politikası daha da sıkılaştırılmış, para politikasında merkez bankasının kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi artırılmış ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir (TCMB, 2002a,s.13).

2002 yılında makroekonomik hedeflerle uyumlu bir parasal genişlemenin ötesine geçmemek ve geçilmeyeceğine ekonomik birimleri ikna etmek amacıyla parasal hedefleme politikası uygulanmıştır. Diğer bir deyişle, ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve bekleyişleri şekillendirmek amacıyla merkez bankası bilanço kalemi olan para tabanının artışı hedef değişken olarak belirlenmiş ve programın nominal çapası olmuştur. 2002 yılı sonunda bu büyüklüğün yılsonu enflasyon hedefi ve büyüme hızı öngörüsü paralelinde artacağı taahhüt edilmiş ve performans kriteri olarak kabul edilmiştir. Parasal hedeflemeye ek olarak, merkez bankası nihai hedefi olan fiyat istikrarı ile tutarlı bir enflasyon hedeflemesine resmi olarak geçmeden örtük enflasyon hedeflemesi politikası izleyeceğini, gelecekte enflasyonun alabileceği değerleri dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidebileceğini belirtmiştir (TCMB, 2002a, s.14-15). 2001 yılı Şubat ayında yaşanan krizin ardından yürürlüğe konulan ve 2002 yılı başında 2002–2004 dönemini kapsayacak şekilde revize edilen “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile para ve kur politikasına yeni bir çerçeve çizilmiştir. Buna göre, gelecek dönem enflasyonuna odaklanan ve “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak nitelendirilen bir politika izlenmeye başlanmıştır. Bu politika uyarınca, merkez bankası dalgalı kur rejimi altında bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını enflasyonla mücadelede temel politika aracı olarak kullanmakta, diğer yandan IMF ile yürütülmekte olan program çerçevesinde, parasal performans kriterleri ile gösterge niteliğindeki hedefleri gözetmektedir. Bu çerçeve 2003 yılında da korunmuş, 2003 yılı için belirlenen tüm kriter ve hedeflere ulaşılmıştır (TCMB, 2003,s.75).

2004 yılında örtük enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılan gelecek dönem enflasyonuna odaklanan para stratejisi başarıyla yürütülürken, resmi enflasyon hedeflemesinin nihai olarak yürürlüğe konulması yönündeki hazırlıklarda önemli mesafe kaydedilmiştir. Para politikası stratejisi enflasyon hedeflemesine iyice yakınsamıştır. 20 Aralık 2004 tarihinde açıklanan 2005 yılı para ve kur politikasında, 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi sistemine geçileceği bildirilmiştir. Kısa vadeli faiz oranları 2004 yılında da enflasyonla mücadelede Merkez Bankası'nın para politikası uygulamalarında temel araç olmaya devam etmiştir. Uygulanan ekonomik program çerçevesinde Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarını, 2004 yılı içinde 5 Şubat, 17 Mart, 8 Eylül ve 20 Aralık tarihlerinde olmak üzere 4 defa indirmiştir. Bu indirimler sonucu 2003 yılı sonunda % 26 olan gecelik borçlanma faiz oranı ile % 31 olan borç verme faiz oranı, sırasıyla % 18 ve % 22'ye düşürülmüştür. Faiz kararları alınırken toplam arz-talep dengesi, maliye politikasına ilişkin göstergeler, ücret-istihdam-birim maliyet ve verimlilik gelişmeleri, kamu ve özel sektör fiyatlama davranışları, enflasyon bekleyişleri, döviz

kurları ve onu etkileyebilecek faktörlerdeki gelişmeler, olası dış şoklar ve enflasyon tahminleri göz önüne alınmıştır (TOBB, 2005,s.66-67).

Sonuç olarak son otuz yıllık uzun dönem boyunca, fiyat istikrarının temel amaç olarak benimsenmeyerek gündelik politikalara bırakıldığı ve fiyat istikrarının sağlanabilmesi için gerekli yapısal düzenlemelerin de göz ardı edildiği bir gerçektir. Yaşanan bu kronik enflasyon döneminde, gerek Merkez Bankası'nın bağımsızlığı gerekse yapısal düzenlemelerin gerçekleştirilememiş olması birçok sorunu da beraberinde getirmiştir. Söz konusu dönemlerde, kısa vadede getirisi olan ancak fiyat istikrarı ile çelişen ve dolayısıyla uzun vadede nihai amaç olan ekonomik istikrara zarar veren uygulamalar, Merkez Bankası'ndan farklı öncelikleri gözetmesinin istenmesi, enflasyondaki tırmanışın ve sürekliliğin yolunu açmıştır.

## **VII. SONUÇ**

2001 yılında döviz kuruna dayalı istikrar programının sona ermesi ve döviz kurunun çapa özelliğini kaybetmesinden sonra, bankacılık krizleri ve gerekli güven ortamının oluşamamış olmasından dolayı yeniden döviz kuru çapasının uygulanması mümkün olmamıştır. Kronikleşen enflasyonist ortamda para talebinin istikrarsızlıklar göstermesi ve belirsizliklerin artmasından dolayı parasal büyüklük hedeflemesinin de başarılı olamayacağı gerçeğinden hareketle yeni çapa arayışları başlamıştır. TCMB, 2 Ocak 2002'deki para politikasının genel çerçevesine ilişkin basın duyurusunda, kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak gelecek dönem enflasyonuna yönelik olarak etkin bir şekilde kullanılacağını ifade ederek para tabanının ek bir çapa olarak kullanılacağını ortaya koymuştur.

2002 yılına parasal hedeflemeyle başlanacağı ve gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası uygulanacağını açıklanması da örtülü bir enflasyon hedeflemesi politikasının izleneceğini ortaya koymuştur. Çeşitli ülkelerin deneyimleri dikkate alınarak enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesi oluşturulmuş ve temel bir politika metni olarak duyurulmuştur. 2005 yılı sonu itibarıyla dünya genelinde enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan 22 ülkeden sadece ikisi çekirdek enflasyonu hedeflerken, yirmi ülke tüketici fiyatları endeksini (TÜFE) hedeflemektedir. Kamuoyu tarafından takip edilmesinin kolay olması ve yaşam maliyetini ölçen iyi bir göstere olmasından dolayı Türkiye'de de enflasyon hedefi olarak TÜFE seçilmiştir.

Kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilirliği ve iletişim açısından avantajları göz önüne alınırken, enflasyon hedefi "nokta hedef" olarak belirlenmiştir. Toplumun her kesimi tarafından kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir göstere olduğu için, enflasyon hedefinin Tüketici Fiyat Endeksi üzerinden tanımlanması tercih edilmiştir. Bu doğrultuda, hedeflenen değişken 2003 temel yıllık Tüketici Fiyat Endeksi'nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yılsonu enflasyon oranıdır. 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulamasına geçildiği göz önüne alındığında, üç yıllık bir hedef politikasının açıklanmasının, enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığını ve diğer makroekonomik projeksiyonlarla uyumunu artıracığı düşünülmektedir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejiminin bu ilk aşamasında hedefler üç yıllık olarak ilan edilmektedir. Katılım Öncesi Ekonomik Program ve üç

yıllık bütçe planlarıyla uyumlu olarak, 2006, 2007 ve 2008 için yılsonu hedefleri sırasıyla yüzde 5, yüzde 4 ve yüzde 4 olarak belirlenmiştir (TCMB, 2005,s.4-5). Merkez bankası tarafından Ekim 2006'da yayımlanan son enflasyon raporundaki güncel tahminler, 2006 yıl sonuna ilişkin enflasyon oranının yüzde 70 olasılıkla yüzde 9,2 ile yüzde 10,6 aralığında gerçekleşeceğine işaret etmektedir. Para politikasının mevcut sıkı duruşunun 2007 yılının son çeyreğinin başına kadar korunduğu ve sonrasında ölçülü bir faiz indirimine gidildiği bir senaryo altında enflasyon oranının 2008 yılının ilk çeyreği sonunda yüzde 1,7 ile yüzde 5,2 aralığında gerçekleşeceği ve böylece enflasyonun bir buçuk yıllık bir zaman diliminde hedef patikaya yakınsayacağı tahmin edilmektedir.

Türkiye'de enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşabilmesi için mali baskınlığın giderilmesi ve kamunun borç yükünden kurtulması gerekmektedir. Dalgalı kur rejimine uyumun artması ve enflasyonun son otuz yılın en düşük seviyelerine inmesi, mali disiplinin sürekliliği ile ilgili endişeleri hafifletse de, parasal değişkenler ve enflasyon arasında enflasyonist beklentileri düşürecek ve öngörülebilir tahminler yapılabilmesine imkân verecek modellere ihtiyaç duyulmaktadır. Merkez bankası para politikası uygulamalarında bağımsız hareket etmeli, sadece fiyat istikrarı hedefine odaklanmalı ve şeffaf bir yapıda olmalıdır. Yeni Merkez Bankası Kanunu'yla, merkez bankasının organizasyon yapısının yenilenmesi, para politikasının işleyişine ilişkin görev tanımlarının netleşmiş olması ve Para Kurulu toplantılarının belirlenen tarihlerde yapılmaya başlanması ile birlikte faiz oranlarının gelecekteki seyri ile ilgili sinyallerin de yer aldığı Enflasyon ve Görünüm Raporları'nın yayımlanmaya başlanmış olması bu durumun yasal bir çerçeveye kavuşturulmuş olduğunu göstermektedir. Yine çok önemli olarak işsizlik, nominal döviz kurları ve ücretler gibi hedefler para otoritesinin birincil amacı olmamalı ve enflasyon dışında nominal bir çıpanın kullanılmaması gerekmektedir.

**KAYNAKÇA**

- AGENOR, P. R. (2000) "Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting" *The World Bank, Washington, DC 20433*.
- BAIN, K., HOWELLS, P. (2003) "Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis" *Palgrave Macmillan ISBN 0-333-79255-6*.
- BRYAN, M., CECCHETTI, S. G. (1993) "Measuring Core Inflation" *NBER Working Paper No: 4303*.
- CARARE, A., SCHAECHTER, A., STONE, M., ZELMER, M. (2002) "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting" *IMF Working Paper WP/02/102*.
- Czech National Bank, (1999), "Inflation Targeting in the Czech Republic" <http://www.cnb.cz/en/pdf/a-inf-targ.pdf> (15.11.2003).
- DEBELLE, G. (1997) "Inflation Targeting in Practice." *IMF Working Paper WP/97/35, March, 1997*.
- DEBELLE, G. (2000) "Inflation Targeting and Output Stabilization" *Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper, 1999-08*.
- DEVINE, M., McCOY, D. (1998) "The Formulation of Monetary Policy in EMU" *Central Bank of Ireland*.
- GENBERG, H. (2002) "Inflation Targeting-the Holy Grail of Monetary Policy" *HEI Working Paper No: 11/2002*.
- İNAN, A., E. (2002) "Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye" *Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu*.
- JUNGGUN, O. (2000) "Inflation Targeting: A New Monetary Policy Framework in Korea" *The Bank of Korea*.
- KARASOY, A., SAYGILI, M., YALÇIN, C. (1998) "Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi ve Bazı Ülke Deneyimleri" *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliğ No:9801*.
- KESRİYELİ, M. (1997) "1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri" *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No:97/4*
- KİBRİTÇİOĞLU, A. (2001) "Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation" *University of Illinois at Urbana-Champaign, Office of Research Working Paper No. 01-0115*.
- MISHKIN, F. (1999) "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes." *NBER Working Paper No: 6965*.
- MISHKIN, F., HEBBEL-SCHMIDT, K. (2001) "One Decade of Inflation Targeting in the World: What do We Know and What do We Need to Know." *NBER Working Paper No: 8397*.
- MISHKIN, F., POSSEN, A. (1997) "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries." *NBER Working Paper No: 6126*
- PETURSSON, T., G. (2000) "Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary Policy?" *Central Bank of Iceland, Monetary Bulletin, 2000/1*.
- SHERWIN, M. (2000) "Institutional Frameworks For Inflation Targeting" *Bank of Thailand*.

- SVENSSON, E., O. (1998) "Inflation Targeting as A Monetary Policy Rule" *NBER Working Paper No:6790*.
- TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI (TCMB) Web Sitesi, [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr).
- TCMB, (2000) "2000 Yıllık Rapor"  
<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/00turkce/yraporx.html>
- TCMB, (2001a) "Para Politikası Raporu"  
[http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/para\\_politikasi\\_raporlari.htm](http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/para_politikasi_raporlari.htm)
- TCMB, (2001b) "Yıllık Rapor"  
<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/01turkce/yraporx.html>
- TCMB, (2002a) "Yıllık Rapor"  
<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/02turkce/yraporx.html>
- TCMB, (2002b) "Para Politikası Raporu"  
[http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/para\\_politikasi\\_raporlari.htm](http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/para_politikasi_raporlari.htm)
- TCMB, (2003) "Yıllık Rapor"  
<http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/03turkce/yraporx.html>
- TCMB, (2005) "Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası" *TCMB, Aralık, 2005, Sayı:2005-56*.
- TCMB, (2006) "Enflasyon Raporu 2006-IV" <http://www.tcmb.gov.t>
- TOBB, (2005) "Ekonomik Rapor 2004 60. Genel Kurul" *Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Mayıs-2005*.
- USTA, B. (2003) "Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği" [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr) (15.04.2004).