

NOMİNAL ÇAPALAR VE TÜRKİYE’DEKİ UYGULAMA SONUÇLARI

Yrd. Doç. Dr. Bülent DOĞRU

Gümüşhane Üniversitesi, İ.İ.B.F.,İktisat Bölümü, buldogru@gmail.com

Dr. Burcu KILINÇ SAVRUL

Çanakkale Onsekiz Mart Üniversitesi, Biga İ.İ.B.F.,İktisat Bölümü, kilincburcu@hotmail.com

ÖZET

Bu çalışmanın amacı Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın (TCMB) enflasyonu kontrol etmek için 1990 yılından sonra uyguladığı nominal çapaları (para politikası ara rejim hedeflemeleri) analiz etmektir. Hedeflenen büyüklük değerlerinden yapılan sapmalar hem dönemsel olarak hem de çapalar bazında kıyaslanarak en etkin nominal çapanın hangisi olduğu ortaya çıkarılmaya çalışılmaktadır. Çalışmanın sonuçlarına göre, TCMB parasal hedeflemenin örtük enflasyonla birlikte yürütüldüğü dönemde daha başarılı olduğu belirlenmiştir. En başarısız dönem ise parasal programlamanın uygulandığı 1990-1999 dönemidir.

Anahtar Kelimeler:Nominal Çapalar, Enflasyon Hedeflemesi, Parasal Hedefleme, Döviz Kuru Hedeflemesi, Örtük Hedefleme, Türkiye Ekonomisi.

ABSTRACT

NOMINAL ANCHORS AND THE IMPLEMENTATION RESULTS OF TURKEY

The purpose of this study is to analyze the nominal anchors (monetary policy intermediate targeting regimes) adopted by the Central Bank of the Republic of Turkey (CBRT) after 1990. It is tried to figure out which nominal anchor is the efficient one, comparing the deviation between targeted and expectation values as well as on the basis of time period. According to findings of the study, CBRT is more successful in the time period when implicit inflation targeting is adopted with the monetary targeting. While the most unsuccessful period is from 1990 to 1999 when monetary targeting regime is adopted.

Keywords: Nominal Anchors, Inflation Targeting, Monetary Targeting, Exchange-rate Targeting, Implicit Targeting, Turkish Economy.

GİRİŞ

Enflasyonu düşürmeye yönelik bir parasal program uygulandığında programın bir dayanak unsuruna sahip olması gerekir. Nominal çapa da denilen bu dayanak istikrar programında kilit bir rol üstlenir. Çünkü başarılı bir parasal hedefleme rejimi

yurtiçi para arzı üzerine konulan bir kısıtla ancak başarılı olabilmektedir. Bu bağlamda yürütülen para politikalarında bir nominal çapaya (ara rejim) ihtiyaç duyulmasının iki sebebi vardır: Birincisi, bir nominal çapa yurtiçi para arzına kısıt koyarak enflasyonist beklentileri zapt eder ve fiyat istikrarının sağlanmasını kolaylaştırır. İkincisi, nominal çapalar, Kydland ve Prescott (1977), Calvo (1978) ve Barro ve Gordon (1983) tarafından tanımlanan sözde zaman tutarsızlığı problemine düşülmesine engel olmak için politikalar geliştirilmesini bir disipline yani kurala bağlar.

Bu nominal çapalar fiyat istikrarını sağlamaya yönelik, yani enflasyonu düşük ve sürdürülebilir bir düzeye çekmek için kullanılmıştır. TCMB 1990 yılında para politikasını kurala göre uygulamaya başladığını kamuoyuna duyurmuş ve bu doğrultuda ilk parasal programlamayı da yapmıştır. Merkez bankası geçen süre içerisinde fiyat istikrarı temel amacı ve finansal istikrar ikincil amacı doğrultusunda 1990'dan itibaren önce parasal taban hedeflemesi (parasal programlama), sonra döviz çapası, daha sonra parasal hedeflemeyle birlikte örtük enflasyon hedeflemesini uygulamış, en nihayetinde 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir. TCMB 2006'dan itibaren, fiyat istikrarı temel hedefi için ayrı bir ara hedef rejimi kullanmak yerine, dünyada birçok ülkenin 1980'lerin ikinci yarısından itibaren başarılı bir şekilde uyguladığı ve gelecek dönem enflasyon tahminini hedef alan bir istikrar politikası izlemiştir. TCMB 1990 yılından başlamak üzere geçen 22 yıllık süreçte üç farklı nominal çapa kullanmıştır.

Bu çalışmanın amacı TCMB'nin 22 yılda uyguladığı nominal çapaları analiz etmek ve uygulama sonuçlarına göre merkez bankasının başarılı olduğu dönemleri tespit etmektir. Merkez bankasının kamuoyuna deklare ettiği hedefler ile bu hedeflerin gerçekleşmesi arasındaki yüzdeler sapmalara güvenilirlik açığı diye tanımlandığında elde edilen güvenilirlik açığının başarılı bir merkez bankacılığa sifıra yakın olması beklenir. Bu güvenilirlik farklarına göre TCMB'nin en başarılı olduğu dönem 2002-2005 dönemi olup bu aralıkta uygulanan nominal çapa örtük enflasyon hedeflemesi rejimidir, yani kamuoyuna duyurulmayan ancak kendi içinde merkez bankasının enflasyona hedefler koyduğu ve kısa vadeli faiz oranlarını buna göre oluşturmaya çalıştığı dönemdir.

Çalışmanın devamında Türkiye’de kullanılan nominal çapalar teorik olarak anlatıldıktan sonra bu çapaların Türkiye uygulamasına değinilmektedir. 1990-2011 döneminde kullanılan bu çapalar üzerinden merkez bankasının başarılı olduğu dönemler karşılaştırmalı olarak anlatıldıktan sonra sonuç kısmı ile çalışma bitmektedir.

I.NOMİNAL ÇAPANIN GEREKLİLİĞİ

Karar vericinin (policymaker) kısa dönemli politikalar izlemesi için çeşitli saiklerivardır ve bu nedenle zaman tutarsızlığı (time-inconsistency) problemine düşülür. Genişlemeci para politikası kısa dönemde yüksek büyüme ve istihdam sağladığı için karar vericiler tarafından sürdürölmek istenmektedir. Ancak uzun dönemde iktisadi ajanlar ücretlerini ayarlayacakları ve fiyatlara ilişkin beklentilerini yukarı çekecekleri için bu genişlemeci politikaların yüksek büyüme ve istihdam sağlama durumunun uzun dönemde devam ettirilemeyeceğini bildikleri halde bu politikaları ısrarlı takip etmek isterler. Bu yüzden, kısa dönemde genişlemeye yol açan bu para politikaları uzun dönemde yüksek enflasyona ve ekonomi için olumsuz sonuçlara sebep olmaktadır (Mishkin, 1998: 1-2). Bu olumsuz sonuçlardan kaçınmak için karar verici kesimin (çoğunlukla merkez bankaları ve hükümet) bir para politikası aracını kısıt olarak seçip buna göre politika geliştirmesi önerilmektedir. Kararvericiler için burada önemli olan nominal çapanın yerel para mı, dövize dayalı sistem mi (Sachs, vd., 1996: 22) yoksa enflasyonun bizzat kendisinin mi olacağıdır. Merkez bankaları para politikalarında tek yetkili mercii olarak, belirlemiş olduğu nihai hedefe nasıl ulaşacağı konusunda bir ara hedef belirlemektedir. Karışık aktarım mekanizmaları verilmek istenen mesajı güçleştireceğinden tek ve anlaşılır, finansal piyasalar tarafından kolayca takip edilip anlaşılabilir bir ara hedef (nominal çapa) konulması parasal otoriteye olan güveni arttırmaktadır.

Nominal çapalar, ister parasal büyüme, isterse döviz kuru yada başka bir ara hedef olsun, eğer gelecek dönem enflasyonunu tahmin etmede zayıf kalıyorsa, o zaman kamuoyuna o değişkeni bir ara hedef olarak sunmak amaçlanan hedefe zarar verecektir (Fischer, 1996: 36). Bu yüzden kamuoyunun desteğini alan bir ara hedefin merkez bankası tarafından belirlenmesi ve açıklanması hem para politikası

eğilimlerini hem de uygulama sonuçlarını pozitif yönde etkileyecek ve aynı zamanda para politikası uygulamaları için kamuoyunun desteğini almış olacaktır (Erçel, 1996a).

Fiyat istikrarını sağlamak için merkez bankaları tarihte çok sayıda alternatif rejimler uygulamıştır. Bunlar arasında parasal büyüklüklerin hedeflendiği rejimlerle döviz kurunun hedeflendiği rejimler dünya çapında çok sayıda gelişmiş ve gelişmekte olan ülke merkez bankalarınınca sıkça kullanılmış ve halen de kullanılmaya devam eden rejimlerdir (Kara ve Orak, 2008). Kuralına göre para politikası uygulayan Bir ülke merkez bankasının izleyebileceği en az dört farklı ara rejim tipi vardır: Sabit parasal büyüme, nominal GSYİH hedeflemesi, enflasyon hedeflemesi ve döviz kuru hedeflemesi.

Ekonomik istikrarın sağlanması için nominal çapalar tekil ya da çoklu olarak kullanılabilir. Enflasyonist ataleti ortadan kaldırmak ve programın kredibilitasını arttırmak için en çok kullanılan çapalar, döviz kuru çapası, para arzı kontrolüne dayanan nominal çapalar ve enflasyon hedeflemesi rejimleridir.

II. DÖVİZ KURU ÇAPASI (HEDEFLEMESİ)

Fiyat istikrarını sağlamak için döviz kurunun nominal çapa olarak kullanıldığı politika türü, bir ülkenin döviz kurunu enflasyon oranı düşük bir ülkenin ya da ülkelerin paralarından oluşan bir sepete bağlamasını ifade etmektedir. Amaç düşük enflasyonu yerel ülkeye ithal etmektir; yani ülkenin kendisini düşük enflasyon için güvenceye almasıdır (Fischer, 1996). Diğer bir deyişle nominal çapa olma özelliğini kaybetmiş yerli para yerine, yabancı bir paranın ya da yabancı paralardan oluşan bir sepetin program boyunca çapa olarak kullanılmasıdır. Bu programda yerli paranın değeri, program boyunca yabancı paraya karşı (ya da sepete karşı) sabitlenir. Döviz kuru bir dışsal parametre olarak ya yavaşça kayan pariteye da devalüasyon oranının bir tablo dahilinde kademeli olarak azaltılması şeklindeki uygulamalar ekonomide çapa görevi üstlenmektedir (Oktar, 1996: 22). Ancak Döviz kuruna dayalı istikrar politikaları için birden çok kur rejimi olması döviz kuru rejiminin ara hedef olarak uzun sürelerden beri tartışılmasına neden olmuştur. Çok sayıdaki farklı kur rejimi uygulamalarından hangisinin tercih edilmesi gerektiği ya da sabit kur rejimi uygulanacaksa kurun bant aralığının ne olması gerektiği şeklindeki tartışmalar döviz kuruna dayalı istikrar programlarının şabloncu yaklaşımlarla ele alınması sonucunu

doğurmuştur. Genelde IMF tarafından önerilen bu program tipi, ülkelerin yerel dinamiklerinden uzak hesaplanmaktadır.

Döviz kuru çapasının iki yolla enflasyonu aşağı çekeceği hedeflenmektedir: Birinci yol, ticarete konu mal fiyatları istikrara kavuşacağı için cari işlemler kaleminde iyileşme görülecektir. İkinci yol da, program tavizsiz sürdürüldüğü sürece programa güven duyulacak ve enflasyonist beklentiler bu yolla kırılmış olacaktır. Çünkü döviz kuru hedeflemesinde, ancak yüksek bir güvenilirlik ile enflasyondaki atalet kırılabilir. Bu süre uzadıkça enflasyondaki düşüş kısa süreli olmaktan öteye geçemeyecektir (Oktar, 1996). Bu iki koşulun yanında emek piyasasının rijit olmaması da döviz kuru çapası açısından büyük önem arz etmektedir. Çünkü yeri geldiğinde nominal ücretlerin düşmesi de bir politika enstrümanı olarak masada durmalıdır (Parasız, 2003:188).

Döviz kurunu sabitlemenin üç avantajı vardır: (1) ticaret ve yatırımlarda sorun oluşturan işlem maliyetleri ve döviz kuru risklerinin bu sayede azalması, (2) para politikası için güvenli bir nominal çapa değişkeni atanmış olması ve (3) döviz kuru çapasının “zaman tutarsızlığı” tuzağına düşmeye fırsat vermeden ülkenin yabancı sermaye girişleri açısından güvenli ve cazip hale gelmesini sağlamaktır. Fakat en büyük dezavantajı da ülkenin merkez bankasının dalgalı kur rejiminde olduğu gibi bağımsız bir para politikası izleme imkânının ortadan kalkmasıdır (Frankel, vd. 2002: 1). Diğer türlü IMF reçetelerinde hemen her ülkeye sabit kur düzeni önerilerek ülkedeki merkez bankaları sadece bir “para kurulu” olarak hareket etme mecburiyetinde bırakılıyor ve yerli parayı döviz karşılığı olmadan basmama zorunluluğu getirilmiş oluyor.

Döviz kuru çapası gibi sabitleme uygulamaları çoğunlukla uzun süreli fiyat istikrarından ziyade yüksek enflasyonu şok bir şekilde aşağı çekmek için kullanılmaktadır. Bu yüzden de bu politika özellikle yüksek enflasyondan muzdarip gelişmekte olan ülkeler tarafından tercih edilmektedir. Sabit kur rejimini ara hedef olarak belirleyip nihai hedeflerini buna göre uygulayan ülkelerin 1973-1993 döneminde, dalgalı kur rejimi uygulayan ülkelere göre daha düşük enflasyona sahip oldukları görülmüştür (Fischer, 1996: 36). Geçmişe bakıldığında bu yaklaşımın 1985 yılında İsrail’de, 1990 yılında Polonya’da ve çeşitli varyasyonlarla 1994 ve 1995

yıllarında Brezilya’da başarı ile uygulandığı görülmektedir. Ayrıca geçmişte Rusya’nın da içinde yer aldığı bazı geçiş ekonomilerinde de kullanılmıştır.

2000 yılında Türkiye’de böyle bir program çerçevesinde enflasyonu düşürme planı devreye koyulmuştur. Sadece 13 ay sürdürülen bu plan bir döviz krizi ile son bulmuştur.

Döviz kuru çapası uzun süre sürdürülecek bir politika olmaktan çok uzaktır. Önemli miktarda dış kredi ile ancak sürdürebilen bir politikadır. Çünkü borcu fazla olan ülkenin riski yüksek olacağından, yeterince yabancı sermaye gelmemesi durumunda sabit kuru sürdürmek imkansız hale gelecektir. Bunu bilen spekülâtörler kanonik kriz modellerinde olduğu gibi (1.kuşak kriz modeli) ülkenin rezervlerine spekülâtif ataklar yaparak sabit kuru yıkmaya ve merkez bankasının kuru koruma kararlılığını sarsmaya çalışarak olası devalüasyonlarla kar elde etme yoluna gitmektedirler. Bu politikanın kur baskısı yüzünden krizlerle neticelenmesine tarihte sıklıkla rastlanmıştır. Türkiye’de yaşanan 2001 Şubat krizi buna en güzel örnektir.

Ayrıca nominal döviz kurunun tercih edilmesinin en önemli nedenlerinden biri de zaman tutarsızlığı tuzağına düşmemektir. Bilindiği gibi zaman tutarsızlığı bir politikanın başlangıçta optimal gözükmesine rağmen sonradan karar vericiler için değiştirilmesi anlamına gelmektedir. Mesela hükümetler dönem başında para arzı için taahhütte bulunmalarına rağmen ilerleyen süreçte üretim artışı için bu politikadan vazgeçebilir. Ancak ücretli kesim başlangıçta açıklanan politikaya uygun ücret ayarlamaları yapmış olduğu ve istihdam mukavelelerini buna göre tanzim ettiklerinden dolayı zaman tutarsızlığı onları etkilemektedir. Fakat hükümetler daha çok para arz ederek reel ücretleri aşağı çekmeyi ve bu yolla da istihdamı arttırarak büyümeyi arttırmak istedikleri için ortaya çıkan sonuç güvenirlilik kaybı olarak değerlendirilmektedir. Yani hükümetlerin hem fiyatlarda istikrarı gözetmek hem de üretimi arttırmak istemeleri politikalarda zaman tutarsızlığına neden olmakta ve sonuçta hükümetlerin inanılırlıklarını yitirmelerine yol açmaktadır.

Döviz kuru çapasında bu inanılırlık ve zaman tutarsızlığı problemleri yaşanmamaktadır. Hükümetler para arzında oynadıkları sürpriz gelişmeleri döviz kurlarında da yapabilir ve beklenmedik devalüasyonlarla, enflasyon yaratma ve böylece reel ücretlerde düşme sağlayarak, istihdam ve hasılda artışı yaratmak

isteyebilirler. Rasyonel bekleyişler kuramına uygun hareket eden bireylerin devalüasyon bekleyişleri bu sayede kırılamadığından, hükümetler inanılırlıklarını yitirmekle karşı karşıya kalmış olurlar. İşte tam bu noktada istikrar politikalarında bir endeksleme olması açısından nominal çapa ihtiyacı ortaya çıkmaktadır. Bu sayede hükümetlerin elleri bağlanmış olacak ve inanılırlık sorunu ortadan kalkmış olacaktır. Bu konudaki tüm yetkiler de bağımsız bir para otoritesi olan merkez bankasına devredilmektedir (Çağlar, 2003: 155). Döviz kuruna dayalı istikrar politikasında para arzı endeksleme politikasındakine benzer esneklikler ve öngörülme sorunları yoktur. Bu politikada ortaya çıkan sorun, yerli paranın aşırı değerlendirilerek dış ticaret açıklarına sebep olması ve ülkeyi cari açık problemiyle karşı karşıya getirmesidir.

Nominal döviz kurunun çapa olarak seçilmesinin yukarıda anlatılan avantajları yanında bazı ciddi dezavantajları da vardır. Bunlardan ilki şudur: Bu politika tipinde döviz kurundaki değer kayıplarına karşı yüksek enflasyon ortamında kur sabitlenmiştir. Ancak eğer bu para politikası kuralı maliye kesimi tarafından da desteklenmezse kurlar kısa süre içinde yeniden artışa geçebilir ve ülke ekonomisinin rekabet gücü azalarak dış ticaret açıkları artmaya başlayabilir ve ödemeler dengesi ülkenin aleyhine dönebilir (Oktar, 1996). Diğer dezavantaj da finansal serbestleşmeye gidilirken sabit kurun sürdürülme zorluğudur. Çünkü sabit kur ya da sürünen çapa rejimi uygulayan ülke, çoğunlukla ülke içindeki faiz oranları ile dünya faiz oranları arasındaki farkın ortaya çıkardığı tutarsızlıklarla uğraşmak zorunda kalmaktadır (Fischer, 1996: 37). Uygulanan sıkı para politikası neticesinde iç faizler dış faizleri geçer ve ülkeye yüksek miktarda kar amaçlı yabancı sermaye girişi olur. Fiziki yatırımlara dönüşmeyen bu sermaye, olası bir siyasi istikrarsızlık durumunda ülkeden çıkarak geride döviz krizleri bırakmaktadır. Bu ve benzeri olumsuz yönlerinden dolayı, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, bu politika tipi artık eskisi kadar sıklıkla uygulanmamaktadır. 1976 yılında IMF üyesi ülkelerin 2/3 kadarı para birimlerini güçlü bir paraya ya da bir sepete sabitlerken bu sayı 1991 yılında 1/3 den daha az bir seviyeye inmiştir (Montiel ve Ostry, 1993: 38).

Döviz kurunun bir nominal çapa olarak enflasyonu düşürmede kullanılması 1964'li yıllara, Brezilya'ya dayansa da uygulama örnekleri 1970'li yıllarda Şili, Arjantin ve Uruguay tarafından hayata geçirilmiştir (Calvo ve Vegh, 1999). Ülkelerin program öncesi başlangıç koşulları farklı olmakla beraber özellikle Şili, Arjantin ve

Uruguay'ın uyguladığı istikrar programlarında, GSYİH artışı, reel faizlerin ve reel döviz kurlarının hareketi dikkat çekici şekilde benzerlik göstermektedir. Bu ülkelerde döviz kuru çapası ile yapılmak istenen etki üç aşamada ortaya çıkmıştır: Birinci aşama düşen reel faiz oranları toplam talebi harekete geçirir (GSYİH artışını sağlar). İkinci aşama düşen reel faizin reel kurlarda değerlenmeye yol açmasıdır. Üçüncü aşamada uygulanan program neticesinde düşen enflasyonun hem reel faizleri hem de reel döviz kurunu uzun dönem denge pozisyonuna hareket ettirmesi beklenmektedir ($r \downarrow$ $AD \uparrow$ $R \uparrow$)(Melo ve Dhar, 1992: 15-17).

Döviz kuru ile enflasyon arasında sıkı bir ilişki olduğundan, ülkeler arasında enflasyon farkı olduğu sürece döviz kurlarının bu farklılığı telafi edecek şekilde ayarlaması kaçınılmazdır. Aksi halde, kurlar bu enflasyon farklılıklarını telafi etmezse enflasyon oranı yüksek olan ülkenin parası reel olarak değerlendirilecek ve uluslararası piyasalarda rekabet gücünü kaybedecektir. Bu da cari işlemler açığının artarak derinleşmesi anlamına gelmektedir. Özellikle 1970'ler boyunca petrol şoklarına rağmen ülkeler paralarının değerini sabit tutmayı ve cari açığı dışarıdan borçlanarak kapatmayı yeğlemişlerdir. Bunun sonucunda da 1980'lerin başında dünya genelinde borç krizine düşmüş birçok ülkeyi görmek mümkündür. Ülkeler 1970'lerin sonunda sabit kur politikası altında yüksek oranlı devalüasyonlar yapmak yerine devalüasyon oranını geniş zamana yayarak kademeli ama küçük devalüasyonlarla kur ayarlaması yoluna gitmişlerdir (Çağlar, 2003: 122-123). Tablo 1 döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programlarından, gelişmekte olan ülkelerde uygulanan ve tarihsel süreçte önemli bir yere sahip olanları gösterilmektedir. Tablodan, 1970'li yıllarda uygulamaya konulan programların o döneme ait enflasyon oranlarını aşağı çekmede 1960 ya da 1990'lı yıllardaki uygulama örneklerine göre daha başarılı olduğu açıkça görülmektedir. Ancak bu ülkelerin uyguladıkları istikrar programlarının 8/12 tanesi krizlerle sonuçlanmıştır (Tablo 1). Bu çok yüksek bir orandır. Toplam programların yüzde 70 kadarı krizle neticelenmiştir. Bunun sebeplerine bakıldığında ortaya çıkan resim şudur: Kapalı ekonomi durumunda olan bu ülkelerin politika yapıcıları, kapalı ekonomiye has para politikalarını terk edip, aleyhlerine olan yurtiçi enflasyon oranlarını ihraç malların enflasyon oranlarına çekmeyi hedef alıp bunu da kademeli bir şekilde küçük devalüasyonlar yoluyla gerçekleştirerek açık ekonomiye geçmek istemişlerdir. Ancak kurumsal reformlarla desteklenmeyen bu uygulama denemeleri

ilk başta lkede özel tüketimleri canlandırarak bir büyüme elde edilmesine yaramışsa da programın ilerleyen dönemlerinde yerel paranın reel olarak değerlenmesinin önüne geçilememiş ve programlar resesyonlar ile devam ederek okmştr (Calvo ve Vegh, 1999: 2).

Özetleyecek olursak; döviz kuru kolay izlenebildiği ve anlaşılır olduğundan nominal çapa olarak istikrar politikasında para otoritesince seçilmektedir. 1980’li yıllarda hiperenflasyon yaşayan bir çok gelişmekte olan lkede yürütülen istikrar programlarında nominal çapa olarak tercih edilmiştir. Buna karşın, içsel ve dışsal şoklara karşı zayıf ve sermaye hareketlerinin spekülatif ataklarına karşı yüksek duyarlılık göstermesi bu çapa olan önemin azalmasına neden olmuştur (Oktar, 1996: 7).

III.TÜRKİYE’NİN DÖVİZ KURU SİSTEMİNE DAYALI İSTİKRAR DENEMESİ: OCAK 2000-şUBAT 2001

Türkiye yurt içi enflasyonu yurtdışındaki enflasyon oranlarına yaklaştırmak için IMF’nin de desteğini alan ve döviz kurunu (1 Dolar ve 0,77 Euro’dan oluşan sepet) apa olarak seçen üç yıllık bir istikrar programını 1999 yılı sonunda uygulamaya koymuştur. Bu bağlamda 1999 yılı Haziran ayında IMF ile yapılan görüşmelerde Yakın İzleme Anlaşması’nın bir programa bağlanması ve mali destekli bir stand-by anlaşmasına dönüştürülmesi benimsenmiş ve 2000-2002 döneminde uygulanacak makroekonomik politikaların erevesi IMF heyeti ile ortaklaşa çizilmiştir. Programın dayandığı nominal çapa, değeri önceden kamuoyuna duyurulan döviz kuru hedefi olarak kararlaştırılmıştır. Uygulamaya koyulan enflasyonu düşürme programı üç yıllık bir dönemi kapsayacak şekilde maliye, gelir, kur ve para politikalarının yanısıra yapısal düzenlemeleri de içerecek şekilde tasarlanmıştır. Programın temel amacı, tüketicisi enflasyonunu 2000 yılı sonunda yüzde 25’e, 2001 yılı sonunda yüzde 12’ye ve 2002 yılı sonunda yüzde 7’ye indirmektir. Ayrıca istikrar programının reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürme, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak ve ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamak gibi yan amaçları da vardır. (TCMB, 1999).

Program bir anlamda küçük ve kademeli devalüasyonlarla yılsonunda kur sepetinde toplamda % 20’lik bir değer kaybı yaratarak beklenen enflasyon oranı kadar

yerli parayı değersizleştirmeye dayanmaktadır (TCMB, 2000). Üçer aylık periyotlarla döviz sepetinin TL karşısında sırasıyla yüzde 2.1, 1.7, 1.3 ve 1.0 oranında değerleneceği açıklanmıştır. Kur hedefleri bir yıl önceden duyurulduğu için 2000 yılının ilk çeyreği bittiğinde 2001 yılına ait ilk çeyrek döviz kuru sepeti artış oranı da yüzde 0.9 olarak kamuoyu ile paylaşılmıştır. Çeyrek dönemlerin sonunda kurun ulaşacağı değerin yanı sıra günlük değerler de kamuoyu ile paylaşılmıştır.

Programın başında, 18 ay sonra, yani Haziran 2001 tarihinde, döviz kuru sepetinin genişleyen bir bant içinde hareket edeceği ilan edilmiştir (Özatay, 2011: 372). Açıklanan bant genişliği 2001 Temmuz-2001 Aralık için yüzde 7.5; 2002 Ocak-2002 Haziran için yüzde 15 ve 2002 Temmuz-2002 Aralık için yüzde 22.5 olarak tayin edilmiştir. 2003 yılından itibaren de genişliği gittikçe artan bir bant sistemine geçilecektir (TCMB, 2001). Amaç 36 ay sonra (üç yıl) döviz kurunun tamamen serbest bırakılmasıdır.

Sabit döviz kuruna dayalı bu istikrar programı 2000 Kasım ve 2001 Şubat aylarında meydana gelen şoklarla çökmüştür. Şubat 2001'de Türkiye tarihindeki en derin krizlerden biri yaşanmıştır. Özatay'a (2011) göre bu tarz destekleyici değişkenler asla birer nominal çapa olarak istikrar amaçlı programlarda kullanılmamalıdır. Bir diğer deyişle döviz kuru çapası makroekonomik ve finansal disiplin alternatifleri değildir ve Türkiye gibi derin finansal yapıya sahip olmayan ve mali disiplinden yoksun ülkelerde, enflasyonu düşürmede etkili sonuçlar vermesi zor görünmektedir.

Tablo 1. Döviz Kuruna Dayalı İstikrar Programları

Program	Başlama ve Bitiş Tarihleri	Döviz Kuru Düzeni	Program Öncesi Enflasyon Oranı ^C	Program İçinde En Düşük Enflasyon ^B	Düşük Enf. Gerçekleştiği Tar.	Program Krizle ^A Sonlandı mı?
Brezilya 1964	Mar. 1964-Ağu.1968	Sabit kur, periyodikdevalüasyonlu	93,6	18,9	May.68	hayır
Arjantin 1967	Mar.1967- May 1970	Sabit kur	26,4	5,7	Şub.69	evet
Uruguay 1968	Haz.1968-Ara.1971	Sabit kur	182,9	9,5	Haz.69	evet
Şili Tablita	Şub.1978-Haz.1982	şub.1978-haz.1979:önceden ilan edilen sabit kur. Haz.1979-haz.1982:sabit kur	52,1	3,7	May.82	evet
Uruguay Tablita	Eki.1978-Kas.1982	Önceden ilan edilen sabit kur	41,2	11	Kas.82	evet
Arjantin Tablita	Ara. 1978-Şub.1981	Önceden ilan edilen sabit kur	169,9	81,6	Şub.81	evet
İsrail 1985	Tem.1985-devam*	Döviz kuru politikasının üç aşaması var**	454,4	7,8	Kas.95	hayır
Arjantin Austral	Haz.1985-Eyl.1986	İki aşaması var***	1128,9	50,1	Haz.86	evet
Brezilya Cruzado	Şub.1986-Kas.1986	Sabit kur	286	76,2	Kas.86	evet
Meksika 1987	Aral.1987-Ara.1994	Üç aşaması var****	159	6,7	Eyl.94	evet
Uruguay 1990	Ara.1990-devam ^D	Azalan devalüasyonlu, bant içi hareket	133,7	24,4	Ara.96	hayır
Arjantin Konvertibilite	Nis.1991-devam	Para kurulu, Dolar'a endeksli para	267	-0,3	May.96	hayır

* :1997 tarihi itibari ile devam etmekte olduğunu gösteriyor.

** :Tem. 1985'de Shekel Dolar'a karşı sabitlendi. Ağus. 1986'da Shekel bir sepete sabitlendi. İkinci aşamada program 1987-1989 arasını hedef alan bir dizi devalüasyon içermektedir. Shekel 1989 yılında merkezi parite etrafında bir bant içi harekete bırakıldı. Ara.1989'da sürünen kur.

*** :Haz. 1985-Mar.1986: Sabit kur, Mar 1986-Eyl.1986: sürünen kur

**** :Şub.1988-Ara.1988: Sabit kur, Oca.1989-Kas.1991:Önceden belirlenen kur, Kas.1991-Ara.1994:bant içinde hareket

A :”Kriz” kelimesi burada merkez bankası rezervlerindeki büyük azalışları kastetmektedir

B :12 aylık enflasyona göre en düşük enflasyon

C :Programın başladığı aydan önceki 12 aylık enflasyon oranı

D :1997 tarihi itibari ile devam eden programı göstermektedir.

Kaynak:Guillermo A. Calvoand Carlos A. Vegh, “InflationStabilizationand BOP Crises in DevelopingCountries”, 1997 (çevrimiçi), <http://drum.lib.umd.edu/bitstream/1903/4290/1/ciecrp1.pdf>, s.78 ve Reinhart, C.M, and C.A. Vegh, “Do exchange rate-basedstabilizatiostheseeds of TheirOwnDestruction?”, IMF 1995.

IV.PARASAL KONTROLE DAYALI NOMİNAL ÇAPA

Parasal kontrole dayalı nominal çapa hedeflemesinde merkez bankası, sabit bir para artış hızını, örneğin M2 para arzı artışını %10 ya da rezervlerinin artış oranını % 5 olarak taahhüt eder ve elindeki para politikası araçları ile bu taahhüdünü tutturmaya çalışır. Para arzı çapasında arz edilen parasal büyüklük gelecek dönem enflasyon oranını belirleyen tek unsurdur.

Tüm istikrar politikalarında olduğu gibi parasal büyüklük hedeflemesinde de hedeflenen enflasyon oranı etrafında fiyatların istikrara kavuşması ve bu seviyelerde devamlılık arz etmesidir. Para arzı gelecek enflasyon oranını belirlemede tek tahmin edici değişken olarak ele alınırsa, para politikası araçları bir dönem gecikmeli olarak parasallaşma olgusuna etki ederek iki dönem sonra fiyat seviyesini etkileyebilmektedir. Şematik olarak da şöyle gösterilebilir:

$$i_t \rightarrow m_{t+1} \rightarrow \pi_{t+2}$$

Cari dönemdeki parasal büyüme $m_t - m_{t-1}$ ile gösterilirse (m_t geniş tanımlı M2 para arzının logaritmik değeridir.), $\hat{m}_t - \hat{m}_{t-1}$ ifadesi de hedeflenen parasal büyümenin, yani merkez bankasının taahhüt ettiği, seviyesini gösterecektir. Bu durumda merkez bankası kayıp fonksiyonu aşağıdaki gibi yazılacaktır:

$$L_t = \frac{1}{2}(m_t - m_{t-1} - \hat{m}_t + \hat{m}_{t-1})^2$$

Merkez bankası bu değeri minimum kılmak istemektedir. Matematiksel bir anlatımla ifade edecek olursak parasal büyüme hedefi, mümkün olan tüm bilgileri ve para politikası araçlarını kullanarak, $m_t - m_{t-1}$ değerini cari parasal büyüme, $\hat{m}_t - \hat{m}_{t-1}$, seviyesine yaklaştırmak olarak yorumlanabilmektedir (Svensson, 1998: 23).

1960'dan sonraki dönemde, yüksek enflasyon gelişmekte olan ülkeler için hep önemli bir makroekonomik sorun olagelmıştır. Dışa açık gelişmekte olan bir ülkede yüksek enflasyon borçlanma maliyetlerinin yüksek olması anlamına gelmektedir. Mundell-Fleming modeline göre eğer ülkede sermaye hareketleri tam serbest ise faiz oranları dünya faiz oranlarına eşit olacaktır. Bağımsız para politikası ve serbest sermaye akımları beraberinde esnek döviz kuru rejimini şart koşmaktadır. Tam

sermaye hareketliliği koşulu altında $r_{iç} = r_{dünya}$ olduğunda nominal faizleri belirleyen tek unsur enflasyon beklentisi olmaktadır. Bu da kararsız bir yapıya neden olmaktadır. Bu durum yerel paranın nominal çapa (dayanak) olarak kullanılmasına engel teşkil etmektedir.

Para arzı, para otoritesinin direk kontrolü altında bulunan ve para politikası araçlarıyla istenilen yönde (artış-azalış) değişikliklere gitmesine imkan tanıyan bir değişkendir. Bundan dolayıdır ki 1980'lerin ilk yarısına kadar birçok devlet tarafından nominal çapa olarak kullanılmıştır. Daha sonraları ise para talebindeki oynaklıkların Friedman'ın öngördüğü şekilde merkez bankalarınca öngörülebilmesi yada tahmin edilmesini teoride öngörüldüğü kadar kolay olmamıştır.

Ayrıca 1990'lardan sonra yapılan çalışmalarda para tabanı ara hedefi ile fiyatlar arasında yüksek bir korelasyon seviyesi olmadığı ortaya çıktığından (Oktar, 1996: 22). Merkez bankalarının öngördükleri parasal hedefleri tutturmaları giderek zorlaşmıştır. Kağıt para yerine geçen elektronik paranın yaygınlaşması, alışverişlerde teknolojinin giderek daha çok yer etmesi gibi farklı buluşlar ve yeni uygulama yöntemleri paranın dolaşım hızını oldukça volatil kılmıştır. Dolayısıyla merkez bankaları parasal hedeflemelerde yüksek oranlı sapmalar yaşamaya başlamıştır. İlave olarak, para arzının bir nominal çapa olarak kullanıldığı istikrar programlarında, enflasyon kontrol altına alınmış olmasına rağmen, ekonomide dalgalanmalar ve ani şoklar görülmeye devam etmiştir. Bütün bu nedenlerden dolayı parasal hedefleme ya da para arzına dayalı nominal çapa rejimleri 1990'ların başında terk edilmeye başlanmıştır (Svensson, 1998: 23).

Bu politikada önemli olan bir unsur da hangi parasal büyüklük göstergesinin ara hedef olarak seçileceğidir. Mesela M1 (dolaşımdaki para artı vadesiz mevduat) gibi dar bir parasal büyüklük hedefinin yüksek düzeyde dalgalanmalara maruz kalacağı aşikârdır. Nitekim Almanya Merkez Bankası Bundesbank 1975 yılında parasal hedef olarak başlangıçta M1 değişkenini seçmiş, ancak zamanla hedefte ciddi sapmalar meydana geldiğini fark ettiğinden kamuoyuna karşı verilen taahüt nedeniyle bu ara rejim politikası terk edilerek yerine 1988 yılından itibaren M3 gibi daha geniş bir parasal büyüklük hedefine yönelmiştir. Bundesbank ayrıca ara hedefi yıllık değil üçer aylık olarak ilan ederek olası tesadüfi dalgalanmaların önüne geçmeye çalışmıştır

(Oktar, 1998: 20). Ancak daha sonra fiyatlar ve para arzı arasındaki ilişkinin düşünöldüğü gibi sabit bir doğrusal ilişkiye sahip olmadığı ve parasal kontrolün etkin olarak sağlanamayacağı ortaya çıktığından Almanya ve Avrupa Para Sistemi¹ parasal hedeflemenin uygun bir strateji olmadığına karar vererek uygulamaya son vermişlerdir(Issing, 1998).

Para arzı hedeflemesinde, paranın dolaşım hızının istikrarlı olması şok dalgalanmaların ve risklerin eliminasyonu açısından büyük önem arz etmektedir. Zaten miktar teorisi de dolaşım hızının sabit olduğu varsayımı üzerine inşa edilmiştir. Gelişmiş ölkeler geliştirmekte olan ölkelere göre paranın dolaşım hızının istikrarlı olduğu yerlerdir. Gelişmiş Almanya ve İsviçre gibi ölkeler bu politikayı bir ara hedef olarak 20 yıldan uzun bir süre başarı ile kullanmışlardır (BernankeandMishkin, 1997: 8). İsviçre’de 1989-1992 döneminde % 8 olan enflasyon, programdan sonra % 5 seviyesine inmiştir.

Tablo 2’de para stokuna (arzına) dayalı istikrar programlarından büyük ölçekli olanları yer almaktadır. Dikkat edildiğinde para arzı politikasının bir ara rejim politikası olarak farklı döviz kuru rejimleri ile birlikte kullanıldığı görölmektedir. Parasal hedefleri kontrol ederek fiyatlarda istikrar yakalama çabası 1970’lerin sonunda uygulamaya konulmuş ve üç-dört haneli enflasyon rakamlarını 2-3 yıl gibi kısa sürelerde ikili ve hatta tekli hanelere indirmeyi başarmıştır. Ancak elde edilen düşük enflasyon oranlarını sürdürmek diğer makroekonomik değişkenler de göz önünde bulundurulduğundan kolay olmamıştır. Tabloya bakıldığında parasal kontrollerin kurala göre yada duruma göre uygulandığı ortaya çıkmaktadır. Finansal varlıkların dondurulması, likiditenin sert bir şekilde düşürölmesi ve toplam para stokunun kontrolü gibi ara hedeflerin hepsi merkez bankaları tarafından denenmiştir.

Sonuç olarak, para stokunun para otoritesi için bir ara hedef (nominal çapa) olarak belirlenmesi zaman içinde meydana gelen dışsal faktörler, ölkede açılan döviz tevdiat hesapları, merkez bankasının para üzerindeki kontrolünü tam sağlayamaması ve para talebinin öngöröldüğü gibi istikrarlı olmaması gibi nedenlerden dolayı ara hedef ile nihai hedef arasındaki ilişki zayıflamıştır (Oktar, 1996: 7). Finansal yeniliklerle birlikte enflasyonu en fazla etkileyen parasal

¹1975 yılından beri İsviçre M1 parasal büyüklüğü üzerinden ara stratejiler belirlemektedir.

büyüküğün ne olduğunun belirsiz hale gelmesi, yeni finansal yatırım araçlarından olan repo ve yatırım fonlarının birer parasal büyüklük olup olmadıklarının net olamaması ve son olarak da yılın başına göre yıl sonunda bir parasal büyüğün yüzde x kadar artacağını öngörmenin bir çok kimse için bir anlam ifade etmeyişi, zira iktisadi ajanların enflasyon beklentilerini bir hedefe göre oluşturmaları beklenirdi, gibi nedenlerden dolayı birçok ülkede para arzına dayanan para politikası rejiminden vazgeçilip yerine 1990'larda yaygınlık kazanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamaya konulmuştur (Oktar, 1996: 7).

Tablo 2. Seçilmiş Parasal Hedefleme Programları

Program	Başlama ve Bitiş Tar.	Para politikası/Döviz kuru politikası	Program Öncesi Enfl.	Program İçinde En Düşük Enflasyon	Düşük Enf. Gerçekleştiği Tar.
Şili 1975	Nis.1975-Ara.1977	Mihenk noktası toplam parayı kontroldür. Döviz kuru geçmiş dönem enflasyonuna göre ayarlanır	394,3	63,4	Ara.77
Arjantin Bonex	Ara. 1989-Şub.1991	İç borçların yeniden yapılandırılması yolu ile likiditede keskin bir azalmaya gidildi. Dalgalı kur sistemi	4923,5	287,3	Şub.91
Brezilya Collor	Mar.1990-Oca.1991	Finansal varlıkların % 70'i donduruldu. Sıkı para politikası. Döviz kurunun pasif rolü var.	5745,4	1119,5	Haz.91
Dominik C. 1990	Ağu.1990-devam	Ağu.1990-Ara.1991:Döviz kontrolü/kara borsa. Haz.1991-tem1991:İkili döviz kuru rejimi. Tem.1991:Dalgalı kur	60	2,5	Kas.93
Peru 1990	Ağu.1990-devam	Toplam Para Stoku kontrolü; Kirlili dalgalanmalı döviz kuru	12377,8	10,2	Eyl.95

Kaynak:Guillermo A. Calvoand Carlos A.Vegh, "InflationStabilizationAnd BOP Crises in DevelopingCountries", **NationalBureau of EconomicsResearch**, February 1999, s.79 ve Miguel A. KiguelAnd Nissan Liviatan, " The Business CycleAssociatedwith Exchange Rate-BasedStabilization", **Worldbank, WorkingPapers**, No.WPS513, October 1990, s.38.

V.TÜRKİYE'DE PARASAL KONTROLE DAYALI HEDEFLEME REJİMİ

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası kamuoyuna duyurmadan (Özatay, 2011:365) 1986-1989 arası dönemde parasal programlamayı kendi içinde yapmıştır. Ancak planlı bir şekilde parasal büyüklük hedeflerinin taahhüt edildiği, finansal ve fiyat istikrarının ciddi anlamda amaç seçildiği dönem 1990 yılından sonradır. Kamuoyuna duyurulmamasına rağmen 1986 yılına ait hedefler büyük ölçüde başarılımış, 1987 yılında enflasyon oranında bir ciddi sapma meydana gelmiş ama diğer değişkenler hedeflerle uyumlu çıkmıştır (Tablo 3 (Yıldırım, ty)).

Tablo 3. 1986-1989 Dönemi Hedef ve Gerçekleşmeler (%)

	1986		1987		1988	1989
	Hedef	Gerçekleşme	Hedef	Gerçekleşme	Gerçekleşme	Gerçekleşme
Büyüme	5.0	8.1	5.0	7.4	4.1	1.8
Enflasyon Oranı	25.0	25.8	25.0	51.7	68.0	70.0
M2 Artış Oranı	35.0	40.0	30.0	36.0	47.6	83.0

Kaynak: Oğuz Yıldırım, “ Monetary Programming in TurkeyAfter 1990s”, *Sosyal Bilimler Dergisi*, Yıl, ss.,135-140, s.136

İç ve dış finansal liberalizasyonların 1989 yılında bitirilmesi sonucu hazine ile merkez bankası arasında avansların kısıtlanması konusunda varılan anlaşmadan hemen sonra TCMB 16 Ocak 1990 tarihinde ilk parasal hedefleme programını kamuoyuna açıklamıştır. Program merkez bankası bilançosuna hedefler koymaya dayanmaktadır. Programın orta vadede üç amacı vardır. Birincisi, yurtiçi kredi genişlemesini kontrol altında tutarak bilançonun büyümesini frenlemek, ikincisi, merkez bankası döviz yükümlülüğünü aşağı çekerek, toplam yükümlülükler içindeki merkez bankası parasının oranını arttırmak, üçüncü amaç da merkez bankasının döviz riski pozisyonunu yukarıya çekmek için bankanın döviz varlığını (Net Uluslar arası Rezervler-NUR) arttırmaktır.

1990 programında merkez bankasının bilanço için artış hedefi yüzde 12-22; TCMB'nin toplam iç varlıkları için artış hedefi yüzde 6-16; yurtiçi yükümlülük büyüme oranları için hedef yüzde 15-25 ve merkez bankası parası büyüme oranı için hedef yüzde 38-48 olarak belirlenmiştir (Ersel ve İskenderoğlu, 1990: 2-14). Tablodan da görüldüğü gibi bu hedefler yüzde 90 oranında tutturulmuştur (Tablo 4). Daha sonraki yıl Körfez Savaşı'nın etkisi ile program açıklanamamış; 1992 yılında açıklanan program ise istenilen başarıyı yakalayamamıştır. 1992 yılında bütün hedeflenen büyüklükler yüzde 100 sapma ile gerçekleşmiştir. Bu başarısızlığın olası iki sebebinden birincisi kamu açıklarının baskısı; ikincisi de hazinenin programın daha altıncı ayında kısa vadeli avans üst sınırını aşmasıdır (Yıldırım, ty: 7). 1993 yılında kamuoyuna duyurulmadan merkez bankası kendi içinde yine MB bilançosuna, toplam yurtiçi yükümlülük ve varlıklara ve merkez bankası parasına hedefler koymuştur. 1994'den sonra finansal istikrar ile beraber fiyat istikrarının da nihai amaç oluşu Tablo 4'ten görülmektedir.

1995 yılından sonra da merkez bankasının üç nihai amaç için parasal programlama yaptığını görmekteyiz: Finansal istikrar, fiyat istikrarı ve rekabet

edebilirlik. Bu nihai amaçlara ulaşmak için 1990-1993 döneminde yukarıda sayılan ara hedefleri kullanan merkez bankası, 1994-1999 arasındaki dönemde ara değişkenleri net uluslar arası rezervler, net yurtiçi yükümlülük ve varlıklar, rezerv para, döviz kuru sepeti ve bankacılık sektörü yabancı mevduat toplamı olarak değiştirmiştir.

İlk yıllardaki başarılı uygulamaların zaman içinde kamu maliyesinden gelen baskılar ve artan yurtiçi ve yurtdışı borç yükü sayesinde hedeften saptığını görmekteyiz. TCMB, 1994 krizinden sonra 1995'in ikinci yarısından itibaren 1998 yılı başına kadar parasal programını duyurmamayı tercih etmiştir. Kurala göre para politikası yürütmeye başlayan TCMB bununla beraber, duruma göre müdahale etme seçeneğini de kullanarak fiyat istikrarı ve finansal istikrar temel amaçları doğrultusunda piyasalara müdahalede bulunmuştur.

Türkiye, 1996 yılına 1995 yılı sonunda yapılan erken seçimin yarattığı siyasi belirsizlik, IMF ile yapılan Stand-by anlaşmasının sona ermesinin yarattığı kırılganlık ve Gümrük Birliğine girilmesinin mali piyasalarda ortaya çıkardığı belirsizlik ile girmiştir. Bu koşullar altında merkez bankası hem enflasyonu düşürmek amaçlı hem de mali piyasalarda var olan belirsizliği giderici bir para politikası uygulamayı tercih etmiştir. Uygulamaya sokulan para politikasının temel ilkeleri daha önceki yıllarla aynıdır. Para Programı, Merkez Bankası iç varlık artışının sınırlandırılmasını ve dış varlık artışı kadar Türk lirası yükümlülüğünün yaratılmasını öngörmüştür. Bu bağlamda 1996-1997 döneminde TCMB finansal istikrarı fiyat istikrarından daha fazla önemsemiş ve para politikasını bu yönde kullanmıştır. Bu dönemde döviz kurları beklenen enflasyona göre şekillenmiş, sürdürülebilir cari açık ve dünya ile rekabet edebilirlik yine TCMB politikaları ile gerçekleştirilmeye çalışılmıştır. 1989-93 dönemindeki 6 milyar USD rezervine karşılık TCMB'nin rezervleri 1997 sonunda 21 milyar USD'ye ulaşmıştır (Emir, vd., 2000: 6-9).

1998 yılında tekrar parasal programını duyuran merkez bankası, fiyat istikrarı ve finansal istikrarı hedeflemiş olsa da temelde 1998 para programı finansal programlama mantığına dayanmaktadır. Merkez bankası rezerv parasına hedefler koymuştur. Bütçe büyüklüğü ve ödemeler dengesi pozisyonu merkez bankasının 1998 yılı para programında belirleyici unsurlar olmuşlardır. Para programı sayesinde

enflasyonun yılın ilk yarısında yüzde 70 düzeyine indirilmesi hedeflenmiştir. Para politikası hedefleri bu beklenen enflasyon hedefi doğrultusunda oluşturulmuştur. Ayrıca iç varlık artışı sınırlandırılarak, para yaratılması dış varlık artışına bağlanmıştır (Erçel,1998). 1998 yılının sonunda meydana gelen gerçekleştirmeler, tüm hedeflenen değer ve oranların altında olmuştur. Rezerv para artış oranına mart ve haziran dönemlerinde sırasıyla yüzde 18-20 ve 14-16 hedefleri konmasına rağmen gerçekleştirmeler yüzde 17.3 ve 13.1 olmuştur.

1998 yılında IMF ile imzalanan gözetim anlaşması ile net yurtiçi varlıklara bir tavan hedefi konulmuştur. Bununla beraber faizlerde görülen düşme sayesinde ekonomide iyileşme sinyalleri görülmüştür. Ancak, 1998 Rusya krizi, maaş zamları, vergiler üzerindeki belirsizlik ve erken genel seçimler bir anda bu trendi negatife çevirmiştir. Bu yüzden de yılın sonuna doğru gevşek bir para politikası uygulaması olmasına rağmen, net yurtiçi varlıklar hedefi daha yüksek bir değere çıkarılmıştır. Yılın sonuna doğru yükselen reel faizler bütçenin faiz servisi yükünü ağırlaştırmış ve bu durum 1999 yılının borç dinamiğini bozarak ekonominin durgunluğa girmesine yol açmıştır (Emir, Karasoy ve Kunter, 2000: 9).

Rusya krizi asıl yıkıcı etkisini 1999 yılında göstermiş; ekonomi yüzde 6 daralmıştır. Yılsonunda net iç varlıklar tutturulmuş olsa da faiz ödemeleri kamu kesimi kaynaklı fiyat enflasyonunu kontrolden çıkarmıştır. Rusya krizinin kötü sonuçlarını telafi etmek, fiyatlara istikrar kazandırmak ve en önemliside artan borç yükünü azaltmak için 1999 yılında IMF ile Stand-by anlaşması imzalanmış ve enflasyonu düşürme programı için sabit döviz kuru (1 dolar+0.77Euro sepeti) rejimi çapa olarak atanmıştır. Döviz kurunun değeri günlük olarak merkez bankası tarafından belirlenerek anons edilecekti. Bu program sayesinde 12 aylık bir süre zarfında (Ocak 2000-Aralık 2000) TEFE enflasyonunun yüzde 20 kadar artması öngörülürken; kurdaki aylık devalüasyon oranlarının toplamda yüzde 20'ye denk gelecek şekilde ayarlanması kararlaştırılmıştı. Böylece 2000 yılında hedeflenen bu TEFE enflasyon oranıyla paralellik arz edecek şekilde yeni bir para programı uygulamaya koyulmuştur (Erçel, 1999). 2000 yılı için hazırlanan parasal program, Aralık 1999'da IMF'ye sunulan Niyet Mektubu ile somutlaşan "Enflasyonu Düşürme Programı" olarak Aralık 1999 yılında TCMB tarafından kamuoyuna duyurulmuştur. Üç yıllık bir evreyi kapsayan programın temel amacı enflasyonu kontrol altına almaktır. Bu dönem

boyunca para programı, döviz kuru ve maliye politikaları bir plan dâhilinde performans kriterleri olarak tespit edilmiş ve belirlenen stratejik hedefler bir takvim dahilinde başarılmaya çalışılmıştır. Programın diğer ayağı da yapısal reformlar ile desteklenmiştir (Yeldan, 2001: 158).

VI.ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ

“Enflasyonun geleceğe yönelik olarak belirli bir zaman döneminde bir nokta ya daband şeklinde ilan edilerek bu seviyenin gerçekleştirilmesi ve sürdürülmesine yönelik para politikası yaklaşımı” olarak tanımlayabileceğimiz bu yaklaşım, 1970-1990 yılları arasında ülkelerin fiyat istikrarını gerçekleştirme konusunda yeterli başarıyı sağlayamamaları sonucunda ortaya çıkmıştır (Öztürk, ty). Enflasyon hedeflemesi rejimi, merkez bankası tarafından hedeflenen enflasyon oranının anons edilerek, MB araçlarının buna göre kullanılmasıdır. Bu rejimi diğerlerinden ayıran en önemli özellik ayrıca bir ara hedef ataması yapılmasına gerek duyulmamasıdır (Oktar, 1996: 7-8). Yine bu rejimde de, enflasyonda beklenen ve hedeflenen değerler arasındaki sapmaya göre para politikası enstrümanları para otoritesince kullanılmaktadır (McCallum, 1990). Merkez bankaları da kamuoyuna verdikleri hedefi tutma noktasında kendilerini bağlamış ve hedefe ulaşamaması durumunda da hükümete ve kamuoyuna hesap vermekle yükümlüdürler (TCMB, 2006). Bu politikada merkez bankası bir nokta ya da aralık hedefi tayin etmekte; diğer bütün ara hedefler ve para politikası araçları bu hedefe endekslenmektedir (Çağlar, 2003). Birçok merkez bankası nokta hedeften ziyade bir aralık hedefi koymayı tercih etmektedirler (Bernanke ve Mishkin,, 1997). Yüzde 2-3 gibi bir aralıkta hedefi açıklamaktadırlar. Çünkü petrol fiyatları ve uluslararası likidite koşulları gibi öngörülme-yen şoklar düşünüldüğünde, para politikasının enflasyonu nokta hedef olarak belirleyebilmesi ve bunu sağlamaya çalışması belirsizlikler söz konusu olduğu için oldukça zordur. Bu yüzden de enflasyonun nokta hedefle birebir aynı olma olasılığı son derece düşük kalmaktadır. İşte bu nedenle, öngörüler de nokta tahminden ziyade aralık olarak sunulmaktadır (TCMB, 2006-I: s.56).

Enflasyon hedeflemesi rejimi yaklaşık yirmi yıl önce Yeni Zelanda'nın ve Şili'nin enflasyonun bizzat kendisini hedef alan para politikalarını kamuoyuna duyurmaları ile başlamıştır (MishkinveHebbel, 2001: 1). Özellikle Yeni Zelanda'nın

başarılı deneyimi sonrasında 1990'dan sonra pek çok ülke tarafından bu rejimin kullanıldığını görmekteyiz. Aralarında İngiltere, Kanada, Yeni Zelanda, İsveç Avustralya, Finlandiya, İspanya ve İsrail gibi gelişmiş ülkeler ile Güney Kore, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin bulunduğu pek çok sayıda ülke bu rejimi kullanmıştır. Uygulamanın yapıldığı ülkelerde genellikle başarılı sonuçlar elde edilmiştir.

Tablo 4. Parasal Programlar

Yıl	Peryot	Hedeflenen Değişken	Hedef	Hedef Orta	Gerçekleşim	Sapma	Nihai Amaç
1990	Yılsonu (%)	MB Bilançosu	12-22	17,00	24,1	-41,76	Bilançoyu kontrol altına alma ve finansal istikrar
		Toplam Yurtiçi	15-25	20,00	21,6	-8,00	
		Toplam Yurtiçi	6-16	11,00	11,9	-8,18	
		MB Parası	35-45	40,00	26,6	33,50	
1991	Yılsonu (%)	MB Bilançosu	Duyurulmadı		58,9		Finansal istikrar
		Toplam Yurtiçi			66,6		
		Toplam Yurtiçi			64,3		
		MB Parası			62,6		
1992	Yılsonu (%)	MB Bilançosu	37-47	42,00	85	-102,38	Finansal istikrar
		Toplam Yurtiçi	38-48	43,00	101	-134,88	
		Toplam Yurtiçi	27-39	33,00	75	-127,27	
		MB Parası	40-50	45,00	100	-122,22	
1993	Yılsonu (%)	MB Bilançosu	Duyurulmadı		60		Finansal istikrar
		Toplam Yurtiçi			49		
		Toplam Yurtiçi			55		
		MB Parası			46		
1994	Yılsonu	Net uluslar arası	Duyurulmadı				Fiyat istikrarıyla beraber finansal istikrar
		Haz. Net yurtiçi varlıklar*	306 tril		271		
		Eyl. Net yurtiçi varlıklar	296 tril	306,00	260	11,44	
		Ara. Net yurtiçi varlıklar	293 tril	296,00	272	12,16	
		Çeyrek Döviz kuru sepeti	Duyurulmadı	293,00		7,17	
1995	Mar.	Net yurtiçi Varlıklar	342 tril		260		Finansal istikrar ve rekabet edebilirlikle beraber fiyat istikrarı
		Haz. Net yurtiçi Varlıklar	367 tril		269		
		Eyl. Net yurtiçi Varlıklar	334 tril	342,00	217	23,98	
		Ara. Net yurtiçi Varlıklar	366 tril	367,00	393	26,70	
		Dönem-Toplam yabancı	Duyurulmadı	334,00	102,6	35,03	
		Çeyrek Döviz kuru sepeti	Duyurulmadı	366,00		-7,38	
1996	Yılsonu (%)	Net yabancı varlıklar	Duyurulmadı		632,2		Fiyat istikrarı ve rekabet edebilirlikle beraber finansal istikrar
		Net yurtiçi Varlıklar			331,7		
		Rezerv para*			610,4		
		Toplam yabancı			353,4		
1997	Yılsonu (%)	Net yabancı varlıklar	Duyurulmadı		1791,1		Fiyat istikrarı ve rekabet edebilirlikle beraber finansal istikrar
		Net yurtiçi Varlıklar			142		
		Rezerv para			1129,6		
		Toplam yabancı			903,5		
1998	Mar.	Rezerv para	18-20	17,30	17,3	-9,83	Fiyat istikrarı ve rekabet edebilirlikle beraber finansal istikrar
		Haz. Rezerv para	14-16	13,10	13,1	-14,50	
	Ara. Net yurtiçi Varlıklar	699 tril	579,40	579,4	-20,64		
	Çeyrek dönem	Rezerv para	Duyurulmadı		3333,2		
		Net yabancı varlıklar			2906,1		
		Net yurtiçi Varlıklar			427,2		
Toplam yabancı			1380				
1999	Nis.	Net yurtiçi Varlıklar	890 tril		369,1	58,53	Fiyat istikrarı ve rekabet edebilirlikle
		Haz. Net yurtiçi Varlıklar	999 tril		899,3	9,98	
		Çeyrek Rezerv para	Duyurulmadı		4482,7		

	dönem	Net yabancı varlıklar	rulmadı		5710.4		beraber
--	-------	-----------------------	---------	--	--------	--	---------

*:Net uluslar arası rezervler= yabancı varlıklar-uluslar arası rezerv yükümlülükleri;Net yurtiçi varlıklar=rezerv para-net yabancı varlıklar; Rezerv para=zorunlu karşılıklar+serbest rezervler+bankacılık sektörü yabancı mevduatları+emisyon.

Kaynak: 'Hedef orta değer' ve 'başarı (%)' yazarın kendi hesaplamalarıdır; diğer veriler Olcay Yücel Emir, Almıla Karasoy ve Kürşat Kunter, "Monetary Policy Reaction Function in Turkey", **TCMB Tartışma Tebliği**, October 2000, s.10'dan alınmıştır.

Enflasyon hedeflemesi esnek bir rejim türü olduğu için tartışmaya açık uygulamaları çoktur.² Bu yüzden de en doğru EHR tipi şu şekildedir demek mümkün olmadığı için de iktisat yazınında enflasyon hedeflemesi rejiminin ülke deneyimleri üzerine yapılmış çok sayıda çalışma ve analiz mevcuttur.³ Fakat enflasyon hedeflemesi rejiminin doğru şekilde uygulanabilmesi ve başarılı olabilmesi için rejimin uygulanacağı ülkede bazı önkoşulların sağlanmış olması gerekmektedir. Modern merkez bankalarının bu rejimdeki başarıları şu temel varsayım ve şartların bir arada uygulanmasıyla daha da artmaktadır: Maliye politikasının para politikası ile birlikte belirlenmesi, zaman tutarsızlığı tuzağına düşülmemesi, para politikasının ileriye dönük olması, hesap verebilirlik yolunun açık olması, para politikasının en az enflasyona verdiği önem kadar büyümeye de önem vermesi ve finansal istikrarsızlığın iktisadi çöküşte ilk sırada yer aldığından hatırdan çıkartılmaması (Mishkin, 2007: 37-38).

Akademik dünya da enflasyon hedeflemesi rejimini tanımlayan çok sayıda farklı bakış açısı bulunsa da uygulamalarda enflasyon hedeflemesini diğer istikrar rejimlerinden ayıran beş temel unsurun ön plana çıktığı görülmektedir (TCMB internet sitesi).

- Bir ya da daha fazla dönem için rakamsal enflasyon hedeflerinin ilan edilmesi,
- Fiyat istikrarına ve bu doğrultuda ilan edilen hedeflere ulaşılma konusunda açık bir taahhüt içeriyor olması,
- Enflasyon tahminlerine önemli bir rol atfeden ve aynı zamanda da "enflasyon tahmini hedeflemesi" olarak adlandırılan bir para politikası stratejisinin izlenmesi,

²Bu çalışmalardan bazıları şunlardır: Bernanke and Mishkin (1997); Svensson 1997a, 1997b, 1997d, 1999b, 1999c, 1999d; Svensson and Woodford (1999)

³Bkz. Ammer and Freeman (1995); Bernanke, Laubach, Mishkin, and Posen (1998); Mishkin and Schmidt-Hebbel (2001); Amato and Gerlach (2002); Leiderman and Svensson (1995).

- Para politikası araçlarına ilişkin kararlar alınırken, yalnızca parasal büyüklükler ya da döviz kuru gibi değişkenlerin değil, gelecek dönem enflasyonunu etkileyebilecek her türlü bilginin dikkate alınması,

- Para politikası uygulamaları çerçevesinde kamuoyu ve piyasalarla iletişimde şeffaflığın esas alınması ve merkez bankasının hedeflerine ulaşması bağlamında hesap verebilirlik yolunun açık olmasıdır.

VII.ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNDE PARA POLİTİKASI MODELİNİN OLUŞTURULMASI

Para politikası modelini oluşturan kuramcılar, geleneksel bir bakış açısıyla, toplumsal refah fonksiyonunun maksimum kılınması ya da merkez bankası kayıp fonksiyonunun para politikası yürütücüleri tarafından minimum kılınmasının toplumsal fayda için en optimum durum olduğu konusunda hemfikirdirler. Amaç, enflasyon (π) ve üretimdeki (y) sapmaların enaz yapılmasıdır. Optimum para politikası durumunda belirlenen enflasyon hedefinden sapma ile potansiyel üretim düzeyinden sapmanın birlikte minimum kılınması amaçlanmaktadır (Oktar, 1996):

$$\text{Min. } L = (\pi - \pi^*)^2 + \varphi(y - y^*)^2 \quad (1)$$

t döneminde gerçekleşen enflasyon, toplam arz (y), dışsal şoklar (ε) ve beklenen enflasyon (π^e) hedefine bağlı şekilleneceğinden t dönemindeki enflasyon aşağıdaki gibi ifade edilir:

$$\pi = \pi(\pi^e, y, \varepsilon) \quad (2)$$

Toplumdaki tüm iktisadi birimlerin aynı bilgi setine sahip oldukları, dolayısıyla gelecek dönem enflasyon beklentisi konusunda aynı öngöründe buldukları göz önünde bulundurularak, özel sektörün t dönemi için yaptığı enflasyon bekleyişi, $t - 1$ döneminde ileriye dönük enflasyonun beklenen değeri olarak şöyle ifade edilir:

$$\pi_t^e = E[\pi_{t-1}] \quad (3)$$

Şimdi bu ekonomik ortamda para otoritesinin enflasyon hedeflemesi rejimini benimsediğini kabul edelim. Bu durumda para otoritesi özel kesim bekleyişlerini

yönlendirmek istediğinden, toplumun bekleyişlerini π kabul etmek yerine, kendi hedeflediği enflasyon tahmininin (π^h) gerçekleşecek enflasyon yerine geçmesine uğraşacaktır. Bu durumda (2) denklemini yeniden aşağıdaki gibi yazılır:

$$\pi = \pi(\pi^h, y, \varepsilon) \quad (4)$$

Böylece enflasyon hedefi doğrultusunda optimal para politikası kuralı beklenen enflasyonun hedeflenen enflasyona eşitlendiği düzeyde gerçekleştirilmiş olur:

$$E[\pi_{t-1}(\pi^h, y^*, \varepsilon)] = \pi_t^h \quad (5)$$

Bu politika aracılığı ile merkez bankası, bir enflasyon tahmini açıklayarak ortalama toplumsal enflasyonist beklentileri aşağı çekebilmektedir (Oktar, 1996: 36-41). Bu sayede t döneminde özel kesim beklentileri hedeflenen düzeyden yukarıda çıksa bile enflasyon hedeflemesi rejminden önceki enflasyon düzeyinin altında kalacağı kesindir. O halde son tahlilde elde edilecek enflasyon oranları için şu sıralama yapılabilir:

$$\pi_t^h < \pi_t^p < \pi_{t-1} \quad (6)$$

- π_t^h : t dönemine ait merkez bankası enflasyon hedefi
- π_t^p : t dönemine ait özel kesim enflasyon beklentisi
- π_{t-1} : $t-1$ dönemine ait, hedefleme öncesi enflasyon oranı

Bu noktada (6) eşitsizliğinin gerçekleşmesi için politika yürütücülerine güvenmek büyük önem arz etmektedir. Sözünde duran bir bankanın enflasyon hedeflemesi ile ulaşacağı enflasyon oranı, sözünde durmayan bir bankanın elde edeceği sonuçlardan farklı olacaktır. Barro ve Gordon merkez bankasının sözünde durup durmamasına göre toplumsal kayıp fonksiyonunun değiştiğini ispatlamışlardır.

Diğer rejimlerde olduğu enflasyon hedeflemesi rejiminin de bazı avantaj ve dezavantajları vardır. Bu rejimin, üretim, enflasyon, reel döviz kuru ve faiz oranlarındaki oynaklık bakımından diğer iki nominal çapa (döviz kuru ve parasal hedefleme) ile karşılaştırılması sonucu elde edilen bulgular Tablo 5'te gösterilmektedir. Tabloya göre, enflasyondaki oynaklığın ve kayıp fonksiyonun standart sapmasının, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde en az olduğu; çıktı

açığındaki oynaklığın parasal hedefleme rejimi uygulayan ülkelerde en az olduğu; döviz kurundaki değişkenliğin ise döviz kuru çapası uygulayan ülkelerde en az olduğu görülmektedir. Edwards'ın (2006) döviz kuru oynaklığını test etmek için gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerle ilgili yaptığı çalışmada elde ettiği sonuçlara göre, enflasyon hedeflemesi rejimi politikası bu ülkelerde nominal döviz kurlarında herhangi bir artışa yol açmamaktadır (Edwards, 2006). Bir diğer deyişle, enflasyon hedeflemesi rejiminde tüm nominal fiyatlar diğer rejimlere göre daha istikrarlıdır.

Tablo 5. Enflasyon Hedeflemesi, Parasal Hedefleme ve Döviz Kuru Çapası Rejimlerinin Karşılaştırılması

	Enflasyon Oranlarındaki Oynaklık	Çıktı Açığı Oynaklığı	Faiz Oranlarındaki Oynaklık	Reel Döviz Kuru Oynaklığı	Kayıp F. Stan. Spma.*
Enflasyon Hedeflemesi	1,6	1,8	0,8	5,1	6,7
Döviz Kur.Hedeflemesi	2,7	3,2	8,5	2,9	53,8
Parasal Hedefleme	2,0	2,1	0,7	5,9	8,8

*Kayıp fonksiyonun standart sapması= $\sigma^2 \left(\frac{P_t}{P_t} \right) + \sigma^2(\text{çıkıtı açığı}) + 0,5\sigma^2(i_{t-1} - i_{t-1})$

Kaynak: IMF, "Inflation Targeting and the IMF", IMF, 16 Mart, 2006, s.47

Enflasyon hedeflemesi rejiminde sistematik olarak beklenen gelecek dönem enflasyon oranı değerlendirilmeye tabi tutulur ve bu hedef doğrultusunda diğer makro politikalar şekillenmektedir. Oysa diğer ara rejim politikalarında cari dönem ya da geçmiş dönem enflasyon oranları üzerinden istikrar arayışına gidilmektedir. Bu durum hem avantajdır hem de merkez bankasının para politikası üzerinde aksak bir kontrol hakimiyeti söz konusu olacağı için aynı zamanda dezavantajdır (Masson, Savastano ve Sharma, 1997: 11).

Enflasyon hedeflemesi rejimi şeffaflık, hesap verilebilirlik ve kamuoyu tarafından kolayca anlaşılabilirlik açısından önemli bir avantaja sahiptir. Yüksek derecede şeffaflık ve hesap verebilirlik merkez bankaları için hedeften sapmama adına içsel bir güdü oluşturmaktadır (Svensson, 1998: 13).

Enflasyon hedeflemesi rejimi esnek, sistematik ve rasyonel bir para politikası rejimi olduğu için diğer para politikası rejimlerine göre bir adım önde görünmektedir. Örneğin, enflasyon hedeflemesi rejimi ilk defa Yeni Zelanda'da ortaya çıktığında katı bir uygulama şekli benimsenmiştir. Çünkü ülke için reel ekonomiyi dikkate almaksızın yüksek seyreden enflasyonu düşürmek en büyük amaçtı. Enflasyon tek

haneye inince reel ekonomiyi de dikkate alan esnek bir hedefleme düzenine geçilmiştir.

Ayrıca EHR düzeninde merkez bankası enflasyon hedefini açık şekilde ilan ettiğinden kurların risk unsuru olmasının önüne geçilmekte ve aynı zamanda finansal piyasalarda menkul kıymetlerin değerinde büyük ölçekli dalgalanmaların önüne geçilebilmektedir (Enzo ve Mohsin, 2000: 50). Yani, belirsizliklerin bu rejimde azaltılmış olması, yatırım ve tasarruf kararlarını kolaylaştıran bir unsur olmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin para politikaları ve genel ekonomik performans açısından bazı dezavantajları da şunlardır:

Tablo 6. Enflasyon Hedeflemesi Politikasını Uygulayan Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkeler ve Uygulama Sistematiği

Ülkeler ve EHR'ye geçiş tarihleri	Hedef Bandın Genişliği	Hedef Endeksi	Hedef patikası	Enf.Hedefinin Belirlenme Şekli	Hedeften Sapma durumunda Hesap Verebilirlik
1.Avustralya 1994	%2-3	Çekirdek TÜFE	1 yıldan fazla	Hükümet ve Merkez Bankası	Yok
2.Meksika 1999	Ort. %3-10	TÜFE	1998-2002: 1 yıl 2002 sonrası: belirsiz	Merkez bankası	yok
3.İngiltere 1992	Ort.% 1-2,25	TEFE	1995 yılına kadar bir yıldan çok, 1996 dan beri belirsiz	hükümet	Maliye bakanına mektup yazılması
4.İsveç 1993	1995'den beri %2 (+-%1)	TÜFE	1995 yılına kadar bir yıldan çok, 1996 dan beri belirsiz	Merkez bankası	yok
5.Yeni Zelanda 1990	Ort. %0-3	TÜFE	1990-1992:1 yıl 1993-1996: 1 yıldan fazla, 1997 sonra belsz.	Hükümet ve Merkez Bankası	Maliye Bakanı MB Başkanının istifasını isteyebilir.
7.Tayland 2000	2000:%0-3,5	Çekirdek TÜFE	belirsiz	Merkez bankası ve hükümet	Kamuoyuna açıklama
8.İsrail 1992	Ort. %3-10	TÜFE	1 Yıl	Hükümet ve Merkez Bankası	Hedeften %1'den fazla bir sapma söz olması durumunda kamuya açıklama
9.İspanya 1994	Ort. %2-4	TÜFE	1996 'ya kadar bir yıldan çok 1997-1998 arası 1 yıl	Merkez bankası	yok
10.Peru 1994	Ort. %8-15	TÜFE	1 Yıl	Merkez Bankası ve Hükümet	Yok
11.Çek Cumh.1998	Ort. %4-5	Çekirdek TÜFE	1 Yıl	Merkez Bankası	Yok
12.Polonya 1998	Ort. % 4-8	TÜFE	1998-2000 arası 1 yıl; 2000-03 arası 1 yıldan çok; 2003 sonra bels.	Merkez Bankası	Yok
13.Brezilya 1999	Ort. %4-8	TÜFE	1 Yıl	Hükümet ve Merkez Bankası	Maliye bakanına mektup
14.Güney Afrik.2000	2003:%3-6	Çekirdek TÜFE	1 yıldan çok	Merkez bankası	yok
15.İsviçre 2000	<%2	TÜFE	3 yıl	Merkez bankası	yok
16.Güney Kore 1998	Ort. % 2,5-3		1998-200 arasında 1 yıl 2001 ve sonrasında belirsiz	Hükümet ve merkez bankası	yok
17.Finlandiya 1993	%2	Çekirdek TÜFE	1995'e kadar çok yıl 1996 dan sonra belirsiz	Merkez Bankası	Yok
18.Kanada 1991	Ort. %1-3	Çekirdek TÜFE	1991:22 ay 1992 sonrası çoklu yıl	Hükümet ve Merkez Bankası	Kamuoyu açıklaması
19.Kolombiya 1999	Ort. %6-15	TÜFE	1 Yıl	Hükümet ve Merkez Bankası	yok

Kaynak: Frederic S. Mishkin and Klaus Schmidt-Hebbel, "One Decade of Inflation Targeting in The World: What Do We Know and What Do We Need To Know?" **NBER Working Paper**, No: 8397., 2001, s.41-44., Norman Loayza and Raimundo Soto, "Inflation Targeting: An Overview", Central Bank of Chile, 2002, s.12-17., Serdar Öztürk, s.4., Andrea Schaechter, Mark R. Stone and Mark Zelmer, **Adoption Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries**, IMF Washington DC, 2000, s.31-35

Bu rejimde enflasyon, döviz kuru ve para arzı gibi büyüklükler artık merkez bankasının kontrolünden çıkmaktadır. Merkez bankasının yaptığı duyurular hemen yerine ulaşamamakta ve sonuçları gecikmeli olarak ortaya çıkmaktadır. Politika etkilerinin ortaya çıkmasında yaşanacak gecikmeler zaman içinde enflasyonist bekleyişler doğurabilmektedir. Gelişmekte olan ülkeler için EHR uygulaması enflasyonun yüksek düzeylerden düşük düzeylere bir anda indirilmesi anlamı taşıdığından (Masson, Savastano ve Sharma, 1997: 20), uygulamanın başında enflasyon tahminlerindeki sapmalar büyük olasılıkla büyük olacaktır. Bu konuda kamuoyu sabırla davranıp politikaya güven duymazsa sistem kısa sürede çökebilir. Türkiye bu süreci yaşamış, ancak kamuoyu güven duyduğundan rejim devam ettirilmiştir. Zira Türkiye’de de enflasyon hedeflemesinin ilk üç yılında merkez bankası %100’den fazla oranda hedef seviyeden sapma göstermiştir. Ancak başka birçok ülke uygulamasında görüldüğü üzere, parasal büyüklük ve döviz hedeflemesinde merkez bankası bu değişkenleri tam kontrol etmektedir (Mishkin, 1997: 6).

EHR düzeninde merkez bankası enflasyon hedefini toplumun beklediği enflasyon değerinin altında belirleyerek, ortalama enflasyonu potansiyel olarak düşürmek istemektedir. Ancak toplumsal refah fonksiyonunda⁴ ya da kayıp fonksiyonda gördüğümüz gibi merkez bankası özel kesimin beklentilerini tamamıyla kontrol edememekte ve bir hedef belirlemesine rağmen enflasyonu aksak/eksik kontrol etmektedir (Svensson, 1998). Çünkü özel kesim merkez bankasının genişletici politikalar uygulamaya başladığını öğrendiği andan itibaren enflasyonist süreç tekrar tırmanışa geçebilir ve böylece enflasyon hedefini aşan enflasyonist beklentiler enflasyon hedeflemesine olan güvenin azalmasına neden olabilir.

Merkez bankaları EHR uygulamasında politika aracı olarak ellerinde kısa vadeli faiz oranlarını tutarlar. Ancak kısa vadeli faiz oranlarının arttırıp azaltmak ile merkez bankaları aşağıda da gösterileceği gibi pür bir geçiş mekanizması ile ekonomiye etki etme şansına sahip olamayabilir. Zira faiz oranlarını etkileyen tüm

⁴Sosyal refah, işsizliğin ve enflasyonun birlikte ele alınması ile $L_t = \frac{1}{2}P_t^2 + \chi \frac{1}{2}U_t^2$, denkleminin minimumkılınmasına dayanır. Burada P fiyatları, χ işsizliğe verilen önem ve U da işsizlik haddini göstermektedir (SylvesterEijffinger ve EricSchaling, “The UltimateDeterminants of Central Bank Independence”, Center Conference ‘PositivePoliticalEconomy: TheoryandEvidence’, January 23-24, 1995, Tilburg, TheNetherlands, s.7.

göstergeler merkez bankası hâkimiyetinde olan ya da toplumca gözlemlenebilen değişkenlerden değil de, rassal etkilerden de meydana gelmiş olabilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi politikasına bağlı olarak enflasyonun düşürüldüğü ülke deneyimleri ile

VIII.TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ UYGULAMASI

Para politikası çalışmalarını 2001 yılından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimine geçme niyetine göre ayarlayan TCMB, 2002 yılında parasal hedefleme ile birlikte örtük enflasyon hedeflemesini kullanacağını kamuoyuna önceden duyurmuştur. Ülkedeki enflasyon yüksek olduğu ve açık enflasyon hedeflemesi için gerekli önkoşullar tam sağlanamadığı (TCMB, 2002) için merkez bankası enflasyon hedeflerini kamuoyuna taahhüt etmeden önce kendi içinde yapmayı tercih etmiştir. Enflasyon öngörülebilir bir düzeye inince (TCMB, 2006), 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir (TCMB, 2002). Ön koşulların yanı sıra örtük bir enflasyon hedeflemesi ile açık enflasyon hedeflemesine geçilmek istenmesinin diğer sebebi de geçmiş enflasyona dayalı fiyatlama alışkanlığının ve döviz kuru artış hızının enflasyon ile ilişkisinin 2002 yılında hala çok kuvvetli olmasıdır. Bu ilişkiyi kırmak için önce kurun dalgalanmasına izin verildi,⁵ ardından da örtük süreçte merkez bankası bireylerdeki fiyatlama alışkanlığının geçmiş dönem enflasyonu yerine gelecekteki enflasyona endekslenmesi ve bunun yaygınlaşması için çalışmalar başlattı (TCMB, 2002). Bu saydığımız nedenlerden ötürü merkez bankası açık bir enflasyon hedeflemesine geçişi riskli buluyordu (Özatay, 2011: 406-407). Bu yüzden de TCMB aşamalı olarak enflasyon hedeflemesi rejimine geçmeye karar vermiştir. Bu bağlamda çözüm olarak bulunan “örtük enflasyon hedeflemesi rejimi” bir geçiş sürecini temsil edecekti. Bu rejim enflasyon hedefini resmi olarak ilan etmeden, merkez bankası politika araçlarını kullanarak tahmin edilen enflasyon hedefini tutturmaya dayanmaktaydı. Merkez bankası böylece beklentileri örtük de olsa yönetmekte ancak hesap verme sorumluluğunu üstlenmemekteydi. Yine bu süreçte fiyat istikrarına

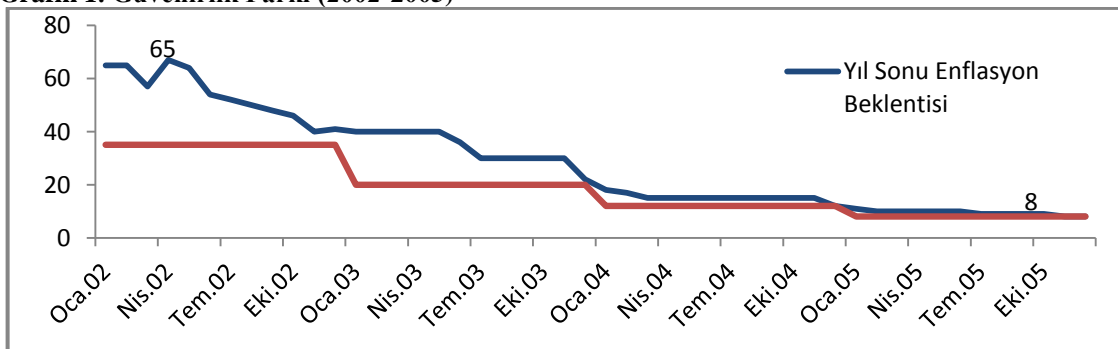
⁵ 2001 şubat ayında dalgalı kur rejimine geçilmesinin en önemli nedenlerinden bir tanesi de merkez bankasının rezervlerini kaybetmesinin önüne geçmek ve kur riskini piyasaya yüklemek istemesidir.2001 yılında 25 milyar dolar olan döviz rezervleri iki günde dokuz milyar dolar azalınca döviz rezervlerini daha fazla eritmek istemeyen banka hükümetle ortaklaşa karar alarak, sabit kurdan dalgalı kura geçmiştir.(Süleyman Yaşar, “Kendi Portföyünüz mü Türkiye mi?”, Sabah Gazetesi, 10 Ekim 2011

ulaşma noktasında örtük enflasyon hedeflemesi rejimi, parasal büyüklük hedefleri ile birlikte kullanılmıştır (Kara ve Orak, 2008).

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde gerçekleştirilen bankacılık reformu, iyileşen mali yapı, uluslararası piyasalarda Türkiye'nin kredi riskinin tarihin en düşük seviyesine gerilemesine yol açmıştır. 2002-2005 arası dönemde, uygulanan sıkı maliye politikalarının da desteği ile başarılı bir politika süreci izlenmiş (Özatatay, 410-411) ve 2006 yılında açık EHR düzenine geçilmiştir. Örtük enflasyon hedeflemesi ile açık enflasyon hedeflemesi arasında geçen 4 yıllık sürede merkez bankası enflasyondaki ataleti kırmak için kararlı bir tutum sergilemiştir. Politikaların kredibilitesini arttıran bu durum iktisadi ajanların enflasyon beklentilerinin hedefle yakınsamasını sağlamıştır. Yılsonu enflasyon hedefi ile enflasyon beklentisi arasında 2002 Ocak ayında 13,3 puanlık bir güvenilirlik farkı varken; 2005 Ocak ayında bu fark 0,78 puana kadar inmiştir (Grafik 1) (Yılmaz, 2007). Beklentilerin iyi yönetildiğini ve iletişime özel bir önem verildiğini yüzde 65'ten yüzde 8'e inen yılsonu enflasyon beklentisi de teyit etmektedir.

Örtük dönemde hedeflenen enflasyon oranları tutturulmuş (tablo 7) ve enflasyondaki düşüş ile birlikte 2006 yılından açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir. Açık dönemde TCMB, enflasyon hedeflerini para ve kur politikası çerçevesini çizen temel politika metinleri yoluyla, üç yıllık dönemi kapsayacak şekilde her yılın sonunda anons etmeye başlamıştır. Üç yıl olarak belirlenen bu "enflasyon ufku" her yılın sonunda yapılan duyurularla korunmuş ilerleyen süreçte bu ufuk iki yıla kadar inmiştir.

Grafik 1. Güvenirlik Farkı (2002-2005)



Kaynak: TCMB

Örtük enflasyon hedeflemesinden farklı olarak açık hedeflemede şeffaflık ve kurumsal yapı ön plana çıkmaktadır (Yılmaz, 2007). Ve para kurulu faizler üzerinde etkili bir karar alma mekanizmasıdır. TCMB her üç ayda bir enflasyon raporu yayınlarak hükümeti başta olmak üzere tüm kesimleri enflasyonun genel gidişatı hakkında bilgilendirmekte, sapma olmuşsa sapmanın nedenleri ve ne kadar sürede tekrar tahmin ufku içine gireceği hakkında ayrıntılı bilgi sunmaktadır.

Tablo 7. Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Hedef (%)	35	20	12	8	5	4	4	7,5	6,5	5,5	5	5
Gerçekleşme(%)	29,7	18,4	9,3	7,7	9,7	8,4	10,1	6,5	6,4	-	-	-
Sapma oranı (%)	-15	-8	-22	-4	+94	+110	+152	-13	-1,5	-	-	-

Kaynak: TCMB

Açık enflasyon hedeflerini yasa gereği hükümet ve TCMB birlikte belirlemektedir. Ayrıca TCMB ancak olağanüstü hallerde hedeflemeden çıkış stratejisi belirleyebilmektedir. Tasarlanan enflasyon hedeflemesinin bir diğer önemli unsuru da şoklar karşısında merkez bankasının ani reaksiyonlar vermesinin önüne geçilecek, ücret, kira ve diğer fiyatların enflasyonist beklentileri olumsuz etkileyip hedeften geçici sapmalara yol açması karşısında enflasyonun tekrar orta vadede hedef patikaya girmesi için ek önlemlere başvurulmasına onay verilmiş olmasıdır (Yılmaz, 2007).

IX.NOMİNAL ÇAPA UYGULAMA SONUÇLARINA GÖRE TCMB PERFORMANSI

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 1990-2011 arası dönemde hem fiyat istikrarı temel amacı için hem de finansal istikrar için dört farklı nominal çapa uygulamıştır. Bu çapalar tablo 8’de görülmektedir. En uzun süreli uygulanan çapa parasal hedefleme olmuştur. Her bir rejim döneminde merkez bankasının koyduğu ara hedefleri tutturmuş olması ya da hedeflerden sapma göstermiş olması, bankanın başarısını yani performansını göstermektedir. Hedeflenen ve gerçekleşen değerler arasındaki fark aynı zamanda güvenilirlik açığını da göstermektedir.

Tablo 8. Merkez Bankasının Uyguladığı Ara Rejimler (Para Politikası Rejimleri)

Uygulanan Ara hedefleme Rejimi*	Dönem	Temel Amaç
Parasal Hedefleme	1990-2005	Fiyat istikrarı+finansal istikrar
Nominal Döviz Kuru Çapası	2000-2001**	Fiyat istikrarı
Örtük Enflasyon Hedeflemesi	2002-2005	Fiyat istikrarı
Açık Enflasyon Hedeflemesi	2006--	Fiyat istikrarı+finansal istikrar

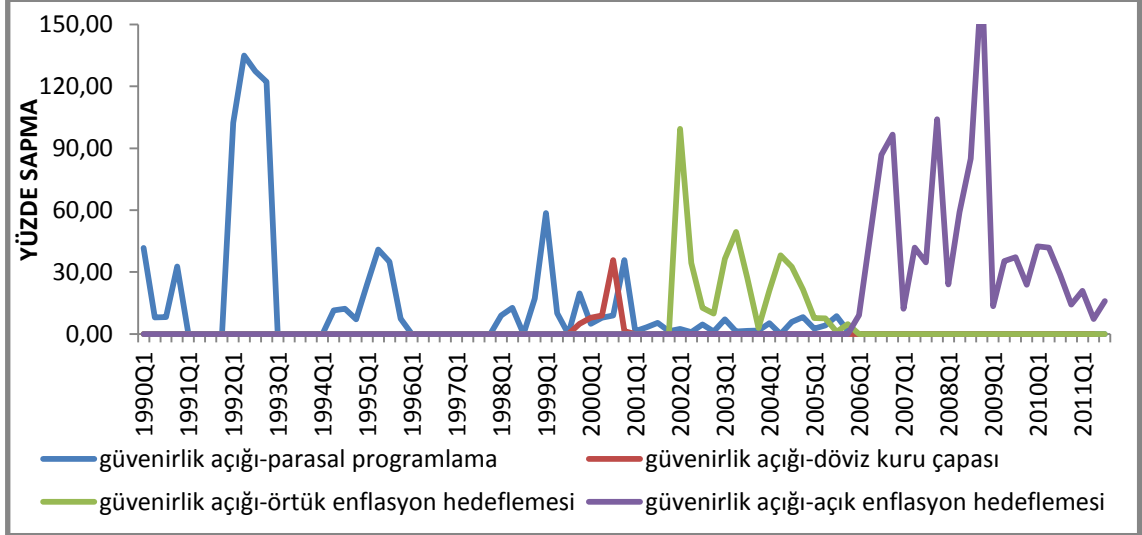
*. Parasal hedefleme 2005 yılına kadar devam etmiş olmasına karşın biz bu çalışmada ilgili dönemde öne çıkan nominal çapayı hedef rejim olarak ele almaktayız. **: Bu rejim 13 ay sürmüştür.

x gerçekleşen büyüklük (M2 para arzı, Rezervler ya da merkez bankası bilançosu, hedeflenen enflasyon), x^* ise dönem başında hedeflenen büyüklük değeri olmak üzere; merkez bankasının ara rejim hedeflemelerinde göstermiş olduğu yüzdelik sapma aşağıdaki gibi hesaplanır (Doğru, 2012):

$$\text{Güvenirlilik Açığı} = 100 \left| \frac{(x - x^*)}{x^*} \right|$$

Hedeflenen politikadan pozitif ya da negatif yönlü sapmalardan ziyade sapma miktarının önemli olmasından dolayı güvenirlilik açığı mutlak değer ile ifade edilmiştir. 1990:Q1- 2011:Q3 döneminde çeyrek verilerle elde edilen güvenirlilik açıkları grafik 2’de sunulmaktadır.

Grafik 2. Nominal Çapalara Ait Hedeften Sapma Yüzdeleri: 1990Q1-2011:Q3



Grafiğe göre, merkez bankasının en başarılı olduğu zaman dilimi, mavi renkle gösterilen parasal hedeflemenin örtük enflasyonla birlikte yürütüldüğü döneme aittir.⁶ Yine grafik 2’den başarılı geçen dönemler olarak ilk parasal programlamanın olduğu 1990 yılı, 2001 krizi olmasına rağmen 1998-2005 dönem ve küresel mali krizden sonraki dönem öne çıkmaktadır. Burada 1998-2005 dönemi başarı açısından sürpriz olarak değerlendirilebilir, ancak bu dönemin parasal hedeflerini IMF’nin koyduğuna, özellikle NUR ve NİV açısından merkez bankasının kendisini bağladığına, sıkı para ve maliye politikası izlendiğine dikkat etmek gerekir. Ayrıca merkez bankasının başarılı olması güvenilirlik ve hesapverebilirlik açısından önem arz etmektedir; ekonominin genel gidişatında pozitif bir görünüm olmasına gerek yoktur.

Grafiklerde dikkat çeken bir diğer husus da başarılı dönemleri başarılı dönemlerin başarısız dönemleri de başarısız dönemlerin takip ettiğidir. Bu durumun muhtemel sebebi olarak para politikalarının bir geçiş mekanizmasına sahip olması ve politika sonuçlarının geç ortaya çıkması gösterilebilir.

Hedeflenen büyüklükler üzerinden merkez bankasının başarı durumunu daha yakından gözlemlemek için güvenilirlik açığı (GA) değerlerini gruplandırıp başarılıdan başarısza doğru bir algoritma ile incelemekte yarar vardır. Merkez bankası enflasyon hedeflerini açıklarken nokta hedef etrafında ± 2 puanlık sapmayı da kabul edilebilir gördüğüne göre, merkez bankası için yaklaşık %25 kadar hedeften sapma kabul edilebilir bir politika olarak değerlendirilmektedir. Buradan hareketle GA değerleri bu referans aralığa göre sınıflandırıldığında ortaya çıkan sonuçlar Tablo 9’da görülmektedir. Yüzde 25’lik referans aralığa göre sınıflandırılan sapma değerleri çok başarılıdan çok başarısza doğru dört sınıfta toplanmıştır.

Tablo 9. Sapmaların Numaralandırılması

GA sapma yüzdesi	Değer	Başarı durumu
$\pm 0 - 25$	1	Çok Başarılı
$\pm 26 - 50$	2	Başarılı
$\pm 51 - 75$	3	Başarısız
$\pm 76 - 200^*$	4	Çok başarısız

*: çalışmadaki maksimum sapma değeri %173’tür.

⁶Benzer bir başarı Alan Greenspan yönetiminde FED tarafından 2000’lerin başında örtük şekilde hedeflenen enflasyonla birlikte uygulanan parasal hedefleme rejiminde Amerika’da elde edilmişti (Mishkin, International Experiences With Different Monetary Policy Regimes, t.y., s.1-89).

Tablo daki değerlere göre, merkez bankası analiz edilen verilerden 31 tanesinde çok başarılı, 11 tanesinde başarılı, 3 tanesinde başarısız ve 8 tanesinde de çok başarısız olmuştur.

SONUÇ

Bu çalışmanın amacı merkez bankalarının fiyat istikrarı ve finansa istikrar için uyguladıkları nominal apaları (ara rejim hedeflemeleri) analiz etmek ve Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'nın uygulama sonuçlarını çapalar bazında incelemektir. 1990-2011 dönemi için yapılan analiz sonuçlarına göre TCMB enflasyonu sürdürülebilir bir düzeye indirmek için yaklaşık 20 yılda dört farklı çapa kullanmıştır. 1990-2005 arasında parasal hedefleme çapası 2000-2001 arasında (13 ay) döviz kuru çapası, 2002-2005 arasında hem parasal hedefleme hem de örtük enflasyon hedeflemesi birlikte uygulanmış ve 2006 yılından sonra da açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir.

Hedeflenen büyüklüklerle gerçekleşen büyüklükler arasındaki fark güvenirlik açığı olarak tarif edilmektedir. Güvenirlik açığı sonuçlarına göre merkez bankası parasal hedefleme ile örtük hedeflemeyi birlikte uyguladığı 2002-2005 döneminde diğer dönemlere göre daha başarılı olmuştur. 1990 yılındaki ilk hedefleme dönemi ve IMF ile birlikte programlamanın yürütüldüğü 1998-2000 arasındaki dönemde de merkez bankasının başarılı olduğu kabul edilebilir.

Çalışmanın bir diğer bulgusu da açık enflasyon hedeflemesi döneminde merkez bankasının zannedildiğinin aksine başarılı olmamasıdır.

KAYNAKÇA

AMMER, John ve Richard T. Freeman: (1994), "Inflation Targetting in the 1990s: The Experiences of New Zealand, Canada, and The United Kingdom", Discussion Papers, No.473.

BEN S.Bernanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin ve Adam S. Posen, Inflation Targetting: (1999), Lessons from the International Experience, Princeton, N. J.: Princeton University Press.

BENNETT T. McCallum, (1990), “Inflation: Theory and Evidence,” in B. Friedman and F. Hahn (eds.), Handbook of Monetary Economics, Vol. II, Amsterdam: North-Holland, ss. 963–1012.

BERNANKE, Ben S. ve Frederic S Mishkin: (1997), “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, NBER Working Papers, No.5893.

BÜLENT Doğru, (2012), “Merkez Bankası Politikalarının Fiyat İstikrarı ve Diğer İktisadi Olgular Açısından Değerlendirilmesi ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Örneği”, İstanbul Üniversitesi sosyal Bilimler Enstitüsü Yayınlanmamış Doktora Tezi.

DURMUŞ Yılmaz, (2007), 75. Olağan Genel Kurul Toplantısı Açış Konuşması, Ankara, TCMB, 6 Nisan.

EDWARDS, 2006, The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited, s.1-47.

ENZO Croce ve Mohsin S. Khan, (2000), ”Monetary Regimes and Inflation Targeting,” Finance and Development, Cilt. 37, No. 3, September.

ERİNÇ Yeldan (2001), “Birinci Yılında 2000-Enflasyonu Düşürme Programının Değerlendirilmesi”, Mülkiye Dergisi, Cilt: 25, Sayı: 226, Ocak-Şubat s.157-174.

FATİH Özatay, (2011), Parasal İktisat Kuram ve Politika, Efil Yayınevi, Ankara.

FREDERİC S. Mishkin, “ Inflation Targeting: Lessons From The International Experience”, t.y., s.1-89,

FREDERİC Mishkin, (2007), “What Should Central Banks Do? “ in Monetary Policy Strategy, MIT Press.

FREDERİC S. (2001), Mishkin and Klaus Schmidt-Hebbel , “One Decade of Inflation Targeting in The World: What Do We Know And What Do We Need To Know?” NBER Working Paper, No: 8397.

FREDERİC S. (1998), Mishkin, “International Experiences With Different Monetary Policy Regimes”, SeminarPaper, No. 648.

GAZİ Erçel, (1999), “Disinflation Program for the Year 2000: Implementation of Exchange Rate and Monetary Policy”, TCMB.

GAZİ Erçel, (1998), 1998 Yılı Para Politikası Uygulaması: Basın Toplantısı, Ankara, 8 Ocak.

GAZİ Erçel, (1996), Türkiye'de Para Politikası Uygulamaları ve Etkileri, TCMB Konuşmalar.

GUILLERMO A. Calvoand Carlos A.Vegh, (1999), “Inflation Stabilization And BOP Crises in Developing Countries”, National Bureau of Economics Research, February.

HAKAN Kara ve Musa Orak: (2008), “Enflasyon Hedeflemesi”, Ekonomik Tartışmalar Konferansı, Emin Öztürk’ün Anısına, Ekim.

HASAN Ersel Lerzan İskenderoğlu, (1990), “Monetary Programming in Turkey”, TCMB Tartışma Tebliği, No.9006, s.2-14.

İLKER Parasız, (2003), Para Politikası, 6.baskı, Ezgi Kitabevi.

JAİME de Meloand Sumana Dhar, (1992), “Lessons of Trade Liberalization in Latin Americafor Economies in Transition”, The Worldbank Working Papers, No.1040, November.

JEFFREY A. Frankel, Sergio L. Schmukler and Luis Servén, (2002), “Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime”, WorkingPaper, No.8828, March.

JEFFREY D. Amato and Stefan Gerlach, “Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade,” European Economic Review, Cilt: 46, No: 4-5, Mayıs, ss. 781–90.

JEFFREY Sachs, Aaron Tornelland Andres Velasco, (1996), “Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons From 1995”, NBER Working Paper, No. 5576.

LARS E.O Svensson, (1999), “Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule”, Journal of Monetary Economics.

MASSON, Paul R., Miguel A. Savastano ve Sunil Sharma: (1997), “The Scopefor Inflation Targeting In Developing Countries,” IMF Working Paper, No.130.

OĞUZ Yıldırım, “ Monetary Programming in Turkey After 1990s”, Sosyal Bilimler Dergisi, t.y., ss.,135-140

OĞUZ Yıldırım, “Türkiye’de Parasal Programlama ve Enflasyon Hedeflemesi”, Basılmamış Eser, t.y.

OLCAY Yücel Emir, Almıla Karasoy ve Kürşat Kunter, (2000), “Monetary Policy Reaction Function in Turkey”, TCMB Tartışma Tebliği.

PETER Montiel and Jonathan Ostry, (1993), “Targeting The Real Exchange Rate in Developing Countries”, Finance and Development, vol.30, No.1, March.

STANLEY Fischer, (1996), “Maintaining Price Stability,” Finance & Development, Cilt:33, No: 4, Aralık, ss. 34-37.

SUAT Oktar, (1998), Enflasyon Hedeflemesi, Bilim Teknik Yayınevi.

SÜLEYMAN Yaşar, (2011), “Kendi Portföyünüz mü Türkiye mi?”, Sabah Gazetesi, 10 Ekim.

SYLVESTER Eijffinger ve Eric Schaling, (1995), “The Ultimate Determinants of Central Bank Independence”, Center Conference ‘Positive Political Economy: Theory and Evidence’, January 23-24, Tilburg, The Netherlands.

TCMB (2006), Enflasyon Raporu 2006-I

TCMB, (2002), “2002 Yılında Para ve Kur Politikaları ve Muhtemel Gelişmeler”, Basın Duyurusu 2 Ocak.

TCMB, (2006), “Enflasyon Hedeflemesi Rejimi”.

TCMB, (1999), Yıllık Rapor.

TCMB, (2000), Yıllık Rapor.

TCMB, (2001), Yıllık Rapor.

ÜNAL Çağlar, (2003), Döviz Kurları Uluslararası Para Sistemi ve Ekonomik İstikrar, Alfa Yayınları.