



T.C.

Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

**ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN BAŞARISININ
BELİRLEYİCİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ (2002-2016)**

Gizem Erkek

14921016

Danışman

Yrd. Doç. Dr. Pelin Karatay GÖĞÜL

Diyarbakır 2017

T.C.
Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İktisat Anabilim Dalı

Yüksek Lisans Tezi

**ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN BAŞARISININ
BELİRLEYİCİLERİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ (2002-2016)**

Gizem Erkek
14921016

Danışman
Yrd. Doç. Dr. Pelin Karatay GÖĞÜL

Diyarbakır 2017

TAAHHÜTNAME

SOSYAL BİLİMLERİ ENSTİTÜSÜ MÜDÜRLÜĞÜNE

Dicle Üniversitesi Lisansüstü Eğitim-Öğretim ve Sınav Yönetmeliğine göre hazırlamış olduğum “Enflasyon Hedeflemesinin Başarının Belirleyicileri Türkiye Örneği: (2002-2016)” adlı tezin tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi ve tez yazım kılavuzuna uygun olarak hazırladığımı taahhüt eder, tezimin kâğıt ve elektronik kopyalarının Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım. Lisansüstü Eğitim-Öğretim yönetmeliğinin ilgili maddeleri uyarınca gereğinin yapılmasını arz ederim.

☐ Tezimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

☐ Tezim sadece Dicle Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.

☒ Tezimin 2 yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/projemimin tamamı her yerden erişime açılabilir.

19/06/2017

Gizem ERKEK

KABUL VE ONAY

Gizem ERKEK tarafından hazırlanan “Enflasyon Hedeflemesinin Başarısının Belirleyicileri: Türkiye Örneği (2002-2016)” adındaki çalışma, 19 Haziran 2017 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalında **YÜKSEK LİSANS TEZİ** olarak oybirliği ile kabul edilmiştir.

Doç. Dr. Halis ÖZER (Başkan)

Doç. Dr. Hakan SAMUR (Üye)

Yard. Doç. Dr. Pelin KARATAY GÖĞÜL (Danışman)

ÖNSÖZ

Bu çalışmada, 1970 sonrası uygulanan iktisat politikalarının temel çerçevesinden yola çıkılarak, enflasyonla mücadele doğrultusunda, ekonomik istikrar hedefinin ön koşullarından biri olan fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik geliştirilmiş alternatif bir para politikası olan enflasyon hedeflemesi başarısının etkileyen faktörler, genel hatlarıyla teorik ve uygulamalı olarak açıklanmıştır.

Çalışma süresince tezimin her aşamasında, değerli fikirlerini paylaşan ve tezimin ana kaynağının yazarı olan Prof. Dr. Fatih Özatay'a, tezimin tüm aşamalarında, göstermiş olduğu özveri, iyi niyeti, bilgisi ve anlayışı için tez danışmanım Yrd. Doç. Dr.Pelin Karatay Göğül'e ve desteğini esirgemeyen Emel Berk'e sonsuz teşekkürlerimi sunmayı bir borç bilirim. Ayrıca, bu aşamada motivasyonumu yüksek tutmamı sağlayan sevgili ailem ve dostlarıma da teşekkür ederim.

Gizem ERKEK

19/06/2017

ÖZET

Gelişmekte olan ekonomilerin en büyük problemlerinden biri olan enflasyonu kontrol altına alabilmek için yasayla fiyat istikrarını sağlamaya yönelik, birçok para politikası stratejisi uygulanmaktadır. Bu politika araçlarından biri olan enflasyon hedeflemesi stratejisi, Türkiye’de TCMB tarafından 2002 yılından itibaren iki aşamalı olarak uygulanmaya başlanmıştır. 2002-2005 yılları arasında, geçiş dönemi olarak nitelendirilen ”Örtük Enflasyon Hedeflemesi“ uygulanırken, 2006 yılından itibaren Türkiye ekonomisi “Açık Enflasyon Hedeflemesi”ne geçmiştir. Bu stratejinin esas politika aracı ise, TCMB’nin belirlediği kısa vadeli faiz oranlarıdır. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi politikasının başarısını etkileyen unsurların araştırıldığı bu çalışma 3 bölümden oluşmaktadır.

Birinci bölüm enflasyon hedeflemesinin tanımını, enflasyon türleri ve nedenlerini, enflasyonun ortaya çıkış ve gelişme sürecine ilişkin tarihsel bilgileri, enflasyona iktisadi doktrinlerin yaklaşımını, genel hatlarıyla enflasyon hedeflemesi uygulanması için gerekli ön koşulları ve başarısını etkileyen faktörleri, bu stratejinin avantajlarını ve dezavantajlarını kapsamaktadır. Çalışmanın ikinci kısmı ise tamamen Türkiye ekonomisi açısından enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrasını, Türkiye açısından enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasını ve başarısı için gerekli ön koşulları açıklamaktadır. Çalışmanın üçüncü bölümü ise, 2002-2016 dönemi Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesinin başarısının belirleyicileri, ekonometrik analiz yardımıyla açıklanmaktadır. Uygulama, bağımlı değişkeni ‘enflasyon’; GDP, cari açık, bütçe dengesi ve faiz oranı bağımsız değişkenler kullanılarak, zaman serisi tekniğiyle değişkenler arasında uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisinin varlığı ARDL Sınır Testiyle incelenmiştir.

Anahtar Sözcükler

Enflasyon Hedeflemesi, Para Politikası, Fiyat stikrarı, ARDL Sınır Testi

ABSTRACT

Inflation is one of the biggest economic problem especially in developing countries. To control inflation, lots of monetary policies are applied via rules toward to provide price control. One of these policies is inflation targeting which has firstly implemented in New Zealand in 1990. After then, this strategy also has implemented in Turkey by Central Bank of Turkey with two stages in 2002. While between the years of 2002-2005, described as transition period, “Implicit Inflation Targeting” has implementing, from 2006 to until today “Open Economy Inflation Targeting” is performed in Turkish economy. The main political tool of these strategy is short-term interest rate which is determined by TCMB. This study consist of three parts.

First part of this study consists of definition of inflation, types and cause of inflation, historical overview of emergence and development process of inflation. General approach of economic doctrines for inflation, the preconditions for implementing inflation targetting with general view and the factors that affect its success and includes advantages and disadvantages this strategy. Second part of this study is completely from the pont of Turkey’s historical view pre period and post period of inflation targeting and also this part contains essential conditions to implement and thrive on inflation targeting from point of Turkey’s view. The third part of this study explains determinants of the success of inflation targeting implemented in Turkey in 2002-2016 period with the help of econometric analysis. In Implementation includes one dependent variable as “inflation”; independent variables which are GDP, budget account deficit, budget balance and interest rate. The presence of long-term cointegration relationship between the variables with time-series technique was estimated via ARDL Boundary Test.

Key Words

Inflation Targetting, Monetary Policies, Price Stability, ARDL Boundary Test

İÇİNDEKİLER

Sayfa No.

ÖNSÖZ.....	I
ÖZET.....	II
ABSTRACT	III
İÇİNDEKİLER.....	IV
TABLO LİSTESİ	VII
ŞEKİL LİSTESİ.....	VIII
KISALTMALAR.....	IX
GİRİŞ.....	1
ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖNEMİ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ: TANIMSAL VE TEORİK ÇERÇEVE

1.1. ENFLASYON KAVRAMI VE TÜRLERİ	2
1.1.1. Talep Enflasyonu.....	5
1.1.2. Maliyet Enflasyonu	6
1.1.3. Para Arzı.....	7
1.1.4. Enflasyon Beklentileri.....	7

1.1.5. Enflasyona İktisadi Kuram Çerçevesinde Yaklaşım	8
1.1.6. Enflasyonla Mücadele ve Para Politikaları	14
1.1.7. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi.....	17
1.1.8. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ön Koşulları.....	24
1.1.9. Enflasyon Hedeflemesinin Özellikleri	33

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ

UYGULAMASI

2.1. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ ÖNCESİ DÖNEM

38

2.1.1. 2001 Krizi ve Yaşanan Ekonomik Gelişmeler..... 41

2.1.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Öncesi, 2001 Krizi Sonrasındaki Koşullar..... 44

2.1.3 Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Süreci..... 46

2.1.4.Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejimi için Gerekli Ön Koşullar..... 50

2.1.5.Açık Enflasyon Hedeflemesine Geçiş (2006 ve Sonrası) 55

2.1.6. Enflasyon Hedeflemesinin Belirleyicileri 63

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ ANALİZİ

3.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN BAŞARISININ ANALİZİ KONSUNDA LİTERATÜR

74

3.1.1. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar	75
3.1.2. Dünya’da Yapılan Çalışmalar	80
3.1.3. Veri ve Model.....	85
3.1.4. Yöntem	85
3.1.5. Bulgular	91
SONUÇ	101
KAYNAKÇA	104

TABLO LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 1: Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Geçen Ülkeler ve Geçiş Yılları .	19
Tablo 2: Rakamsal Enflasyon Hedefin İlanı	34
Tablo 3: Tüketici Enflasyonu (2002-2005)	48
Tablo 4: 2001-2006 Dönemi Türkiye Mali Baskınlık ve Piyasa Derinlikleri	52
Tablo 5: Enflasyon Hedefi ve Gerçekleşen Enflasyon.....	59
Tablo 6: ADF Birim Kök Testi Sonuçları	91
Tablo 7: KPSS Birim Kök Testi Sonuçları	93
Tablo 8: Zivot-Andrews Birim Kök Testi Sonuçları.....	94
Tablo 9: ADL Sınır Testi Sonuçları	95
Tablo 10: Uzun Dönem Katsayı Tahminleri	97
Tablo 11: ARDL Modeli Hata Düzeltme Katsayısı Tahminleri	98

ŞEKİL LİSTESİ

	Sayfa No
Şekil 1: Enflasyonun Nedenleri	4
Şekil 2: Merkez Bankası Bağımsızlık Öğeleri.....	27
Şekil 3: Aktarım Mekanizması	30
Şekil 4: Temel Makro Ekonomik Göstergeler (2002-2005).....	49
Şekil 5: Döviz Kuru (Eşit Ağırlıklı Avro ve Dolardan Oluşan Sepetin TL Karşılığı)	58
Şekil 6: Büyüme Hızı ve Gerçekleşen/Hedeflenen Enflasyon İlişkisi (2002-2006)	64
Şekil 7: TCMB Gecelik Faiz Oranları (Borç Alma/Verme) ve Enflasyon....	66
Şekil 8: Türkiye Toplam İç-Dış Borç Stoku (2002-2015).....	69
Şekil 9: Türkiye’de Cari Açık, Büyüme ve Enflasyon İlişkisi(2002-2015) ..	71
Şekil 10: CUSUM ve CUSUMSQ Test Grafikleri	100

KISALTMALAR

AR	Autoregression
ARDL	Auto Resressive Distributed Lad
BA	Bütçe Açığı
CA	Cari Açık
CUSUM	Cumulative Sum Control Chart
DİBS	Devlet İç Borçlanma Senetleri
EH	Enflasyon Hedeflemesi
EKK	En Küçük Kareler Yöntemi
GMM	Generalized Method of Moments
GSMH	Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	International Money Fund
IMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KİK	Kamu İhale Kurumu
KKBG	Kamu Kesimi Borçlanma Gereği
KPSS	Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin
LM	Lagrange Multiplier
M2	Nakit para+vadesiz mevduat+kısa vadeli mevduat
ÖEH	Örtük Enflasyon Hedeflemesi
PPK	Para Politikası Kurulu
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
TBMM	Türkiye Büyük Millet Meclisi
TCMB	Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
VCEM	Vector Error Correction Model
VAR	Var Auto Regression
ZA	Zivot Andrews

GİRİŞ

ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN ÖNEMİ

Fiyatlar genel düzeyi ve onun diğer ekonomik göstergelerle olan ilişkisi enflasyon olarak tanımlanmaktadır. Enflasyon belirli bir dönemi kapsadığı için sürekli yükselen fiyat artışları o dönemde bazı iktisadi dengesizliklere yol açmaktadır. Enflasyon, gelir dağılımını, yatırım kararlarını ve tüketim kararları üzerinde oldukça etkilidir. Sürdürülemez düzeylere ulaşan enflasyon, piyasalarda domino taşı etkisi yaratarak, sosyo-ekonomik bozulmalara neden olmaktadır.

Ekonomik işleyişi bu denli etkileyen enflasyonun kontrol altına alabilmesi için iktisatçılar, akademisyenler ve kamu otoriteleri tarafından birçok para politikası stratejisi geliştirmiştir. Ancak son zamanlarda, enflasyonla mücadelede en optimal çözüm olan enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaktadır. Enflasyondaki ataleti kırabilmenin yolu ise, karar birimlerinin kamu ve para otoritelerine güven duymalarından geçmektedir. Bu sebeple enflasyon hedeflemesi, bireylerin, işçi ve işverenlerin ileriye yönelik kararlarının şekillenmesinde önemli rol oynamaktadır. Ancak, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı ise daha önemlidir.

BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİ: TANIMSAL VE TEORİK ÇERÇEVE

1.1. ENFLASYON KAVRAMI VE TÜRLERİ

Enflasyon kavramı, ilk olarak ikinci dünya savaşı sonrasında talep yaratmaya yönelik Keynes kökenli ekonomi uygulamaları ile ortaya çıkmıştır. Bu dönemde, ülkelerarası ikili ve çoklu anlaşmaların yapılması, ekonomik büyüme isteği, kalkınma ve istihdam yaratma arzusu, küreselleşme ve yeni neoklasik sentezle birlikte, ülkelerin enflasyon ve enflasyon ile mücadeleleri gündeme gelmiştir.

1944 yılında, Bretton Woods toplantısı ile İkinci Dünya Savaşı sonrası yaralarını hızla sarmak zorunda olan Avrupa ve İngiltere'den, yüz yıllık büyük devlet unvanını almak, kalkınmak ve benzeri sebeplerle yeni kaynaklar yaratmak isteyen ekonomiler, Amerika Birleşik Devletleri öncülüğünde yeni iktisadi modeller üreterek 1970'li yıllara kadar büyüme göstermişlerdir. O dönemde Sovyetler Birliği hızla gelişimini sürdürürken, Türkiye de tarımda verimlilik ve sanayileşme doğrultusunda kalkınmaya çalışmıştır. Birçok ülke aynı yıllarda yüksek enflasyon, yüksek işsizlik ve durgunluk(negatif büyüme) sorunuyla karşı karşıya kalmıştır

Enflasyon kavramı için literatürde tek tip bir tanım bulunmamakla birlikte, bu olgu birçok ekonomik terimle göreceli olarak açıklanmıştır. Mishkin (2000)'e göre, enflasyon bir ekonomideki mal ve hizmetlerin ortalama fiyatı, fiyatlar genel düzeyi veya fiyat düzeyi olarak adlandırılır. Fiyatlar genel düzeyindeki sürekli artış

anlamına gelen enflasyon, bireyleri, devletleri ve işletmeleri olumsuz etkilemektedir. Zengin (2012: 5)'e göre de paranın satın alma gücünün düşmesi ve bir malın fiyatının düşmesi arasında fark bulunmaktadır. Bir malın değerindeki düşme, sadece o malın üreticisini ve satıcısını etkilerken, paranın satın alma gücünün düşmesi tüm toplumu etkiler. Bu tanımlara ek olarak Mishkin, enflasyonu çözülmesi gereken önemli bir sorun olarak görüp, enflasyonun politikacıların ve karar alıcıların ilgilendikleri temel gösterge niteliği taşıması gerektiği görüşündedir.

Enflasyon özellikle 1980'li yıllardan bu yana gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerin en temel ekonomik sorunu haline gelmiştir. Enflasyon ekonominin mevcut durumunu etkilemekle kalmayıp, beklentiler yolu ile ekonominin geleceğini olumsuz etkilemektedir. Uzun vadede süregelen enflasyon, ülkelerin sosyo-kültürel yapılarına zarar vermekte, iktisadi sorunlar sosyal bozulmaları da beraberinde getirmektedir. 1980'li yıllardan itibaren liberalleşme adımlarının atıldığı, sancılı politik ve sosyal bölünmelerin yaşandığı Türkiye'de, büyüme ve gelişme ile eşanlı olarak iki haneli enflasyon, dönemsel krizler ve hiper-enflasyon uzun yıllar etkisini sürdürmüştür.

Enflasyondan niçin hoşlanılmadığını Özatay (2011: 246) dört maddede sıralamıştır;

1) Enflasyon gelir ve servet dağılımını değiştirmekle birlikte, gelirlerini enflasyona endeksleyemeyenler kaybetmektedirler. Buna karşın, fiyatlardaki artış ile genellikle enflasyona uyum gösteren gayrimenkul ve araba sahipleri kazanabilmektedirler. Tam aksine, getirileri enflasyona endeksli olmayan menkul kıymetleri tutanlar kaybetmektedirler. Aynı şekilde borç verenlerin enflasyonun ileride alacağı değeri düşük öngörmeleri, borç için istenen nominal faiz haddini bu öngörüye göre ayarladıkları zaman zararlı çıkabilmektedirler.

2) Enflasyonun ileride alacağı değer tahmininde bulunmak zorlaştıkça, yatırım ufku daralmakta ve yatırım karar alma mekanizması negatif etkilenmektedir.

3) Enflasyonist süreçte, farklı mal ve hizmet fiyatları aynı oranda artmamaktadır. Bu da üretici yatırımcının, üreteceği malın fiyatının, o malı üretmek için kullanacağı girdi fiyatının az mı ya da çok mu artacağını kestirebilmesini

güçleştirmektedir. Kısacası, ortalama bir düzey etrafında enflasyonun çok fazla dalgalandığı durumlarda yatırımcının kar tahminleri belirsizleşmektedir.

4) Enflasyon yükseldikçe elde nakit para tutmanın maliyeti artmaktadır. Bu durum literatürde, ‘ayakkabı derisi’ maliyeti olarak adlandırılır. Çünkü tutulan paranın reel satın alınma gücü azalmaktadır. Bu durumda, karar alma birimleri ellerinde daha az nakit, daha fazla mali getirisi olan mali araçlar tutmak istemektedirler. Nihai olarak, elde tutulan nakdin başka bir finansal varlığa dönüşmesi hem maddi hem de manevi maliyet oluşturmaktadır.

Bu dört unsur doğrultusunda, ücretler, faiz, maaş ve benzeri gelirler geçmiş enflasyona endekslenip ilk maddede yer alan maliyet minimal düzeye indirilerek, günümüzde internet bankacılığıyla birlikte yapılan finansal işlemler aracılığıyla da zaman ve maddi açıdan kolaylık sağlanarak enflasyonun zararları azaltılmaya çalışılmaktadır. Açıktır ki, enflasyonun yarattığı maliyetten ziyade enflasyonu yaratan sebepler daha fazla önem teşkil etmektedir. Toplumun refahı açısından fiyatlar genel düzeyinin sürekli artış göstermesi arzulanan bir durum değildir.

Ülkelerin sosyo-ekonomik yapısını etkileyen bir sorun olan enflasyonun nedenleri dört gruba ayrılır:



Kaynak: Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB), 2013

Şekil 1: Enflasyonun Nedenleri

1.1.1. Talep Enflasyonu

Tüketim, yatırım ve devlet harcamaları toplamından oluşan toplam talep, ekonominin tam istihdam seviyesi durumunda toplam arzdan fazla olması durumunda, enflasyonist açık oluşmaktadır. Toplam talep ve toplam arz arasındaki daha büyük bir açık daha hızlı bir enflasyon anlamına gelmektedir. Jhon Maynard Keynes (1883-1946) ve öğrencileri toplam talebin, talep enflasyonuna neden olduğu kanaatine varmıştır. Bir ekonomide tam istihdam düzeyine ulaşılmadan önce üretim faktörleri ve ortaya çıkan bazı ekonomik gelişmeler perakende fiyatlarda yükselmelere neden olabilmektedirler.

Keynes'in talep enflasyonuna göre, toplam talebin her bir bileşenini azaltmak için uygulanacak olan politikalar, talep ve enflasyon üzerindeki baskıyı azaltacaktır. Örneğin kamu harcamalarının azaltılması kapsamında vergi oranlarının artırılması ve para arzının kontrol altına alınması, efektif talep ve enflasyon üzerinde kontrol etkisine sahiptir. Zorlayıcı ekonomik koşullarda, örneğin hiperenflasyon, savaş gibi durumlarda, para hacminin kontrol altına alınması ya da genel harcamaların azaltılması, vergilerde pratik bir artış yaratamayarak talep üzerinde doğrudan bir etki yaratabilir. Bir ekonomide, devletin aşırı kamu harcamalarına yönelerek ihtiyaç duyulan miktardan fazla para arzını arttırması, kredi hacminin genişlemesine, reeskont faiz oranının düşük seyrine, yatırımın tasarruftan fazla olmasına, özetle gelirden fazla giderin olması yani fiyatlar genel düzeyinin artmasına yol açmaktadır (Yavuz ve Peker: 10). Genellikle piyasaların canlandığı durumlarda, yatırım iştahı artmaktadır. Çoğalan işgücüyle birlikte tüketiciler harcama eğilimine girerler ve artan talebi karşılayacak olan piyasadaki mal ve hizmet üretimi, bu talepteki artıştan daha düşük seviyelerde seyredince, toplam talep toplam arzdan daha fazla olmaktadır. Artan talebin, ekonomideki mevcut üretim kapasitesini aştığı durumlarda, kaynaklar üzerindeki baskı talep enflasyonuna sebebiyet vermektedir (TMCB, 2013). Böyle durumlarda, politika yapıcılar enflasyon ve büyüme arasındaki dengeyi sağlamakta zorlanırlar. Sonuç olarak, fiyat artışından sabit gelirli bireyler olumsuz etkilenirken, yatırım müteşebbisler kazançlarını arttırmaktadırlar. Enflasyon nasıl açıklanır sorusunun en temel yanıtı hiç şüphesiz ki, fiyatlar genel düzeyi ve onun diğer ekonomik göstergelerle olan ilişkisidir.

1.1.2. Maliyet Enflasyonu

Maliyet enflasyonun temel nedeni, işçi sendikalarının baskısıyla ücretlerin arttırılırken, işverenlerin de kar oranlarını arttırma isteğidir. Bu enflasyon türü yeni bir olgu olmamakla birlikte, ortaçağ dönemi öncesinde ortaya çıkmıştır. Hatta 1950lerde tekrar gündeme gelen maliyet enflasyonu, 1970lerde fiyatlar genel düzeyinin artmasının en önemli nedenleri arasında gösterilmiştir. Bu kavram ‘Yeni Enflasyon’ olarak adlandırılmıştır. Maliyet enflasyonun temel nedeni, nominal ücretlerin, emek verimliliğinden daha hızlı artmasıdır. İşçi sendikalarının ücretlerin arttırılması konusundaki baskısı, üretilen ürünlerin maliyetini arttırmaktadır. Böylelikle işverenler ürünlerinin fiyatlarını arttırmaları, fakat artan bu fiyatlara rağmen çalışanların öncesine kıyasla satın alma gücü de artmaktadır. Öte yandan artan fiyatlar, sendikaların daha yüksek maaş baskısını azaltacaktır. Bu durum, ücret-maliyet sarmalı olan ülkelerde, sonuç olarak maliyet enflasyonuna neden olmaktadır.

Maliyet enflasyonu artan yaşam maliyetlerinin telafisi için ücretlerin arttırılmasıyla birlikte daha da artmaktadır. Bu noktada, belki çok az sektör ücret ve fiyat artışından etkilenmektedir. Ancak fiyatı artan bir ürün, başka bir sektörün girdi fiyatı olarak kullanılıyorsa, bu o sektör için de maliyetlerin artması anlamına gelmektedir. Böylelikle birkaç sektörde oluşan ücret enflasyonu, kısa bir süre sonra tüm sektörleri kapsayan maliyet kökenli bir enflasyonist baskı yaratacaktır. Ayrıca, ithal edilen ürünlerdeki fiyat artışı da maliyet enflasyonuna neden olmaktadır.

Maliyet enflasyonunun bir diğer nedeni ise, kar kökenli enflasyona neden olmasıdır. Oligopolist ve monopolist firmalar artan ücretler karşısında kar marjlarını arttırmak için ürünlerinin fiyatlarını arttırabilirler. Eksik rekabet koşullarının geçerli olduğu bazı firmalar da ücretlerini piyasaya hakim firmaların belirlediği fiyatlara göre ayarlama yapmaktadırlar. Sonuç olarak, kar enflasyonu fiyat enflasyonu ya da tekelci fiyat enflasyonuna dönüşmektedir (Totonchi, 2011). Özetle, Maliyet artışlarından kaynaklanan enflasyon durumunda, bir yandan fiyatlar genel düzeyi yükselirken diğer yandan arz miktarında azalma eğilimleri görülecektir. Üretim maliyetindeki artışlar maliyet enflasyonun temel sebebi olarak da değerlendirilmektedir. Bir ekonomide gıda fiyatlarında ve hammadde kaynaklarında

azalma, bunlara ek olarak devletin yapmış olduğu düzenlemeler sonucu vergilerin artması, kredi faiz oranlarının yükselmesi, girdi fiyatlarının maliyetinin artmasına, dolayısıyla fiyat düzeyinin artmasına yol açmaktadır.

1.1.3. Para Arzı

Belirli bir dönemde dolaşımda olan para miktarı, para arzı olarak tanımlanır. Uzun vadede enflasyon oranı dolaşımdaki para miktarı tarafından belirlendiğinden, para arz fazlası enflasyona neden olmaktadır. Para arzının artması ekonomiye canlılık getirdiğinden, yatırım ve tüketim harcamalarının artması enflasyona neden olmaktadır (TMCB, 2013).

1.1.4. Enflasyon Beklentileri

Uzun süre devam eden enflasyon, ekonomik birimlerde yüksek enflasyon beklentisi yaratır ve tüm sözleşmeler bu beklentilere göre şekillenir. Enflasyonun uzun süre yüksek seyrettiği ölkelerde, ekonomik birimler ileriye dönük kararlarını alırken, geçmişteki enflasyonu dikkate alırlar. Üretici ve tüketicilerin yüksek enflasyon beklentileri, geleceğe dönük mal ve hizmet fiyatlarına artış olarak yansır. Bu bağlamda, ücret artışları, faizler, döviz kurları geçmiş enflasyona göre şekillenir. Bu uygulamayla birlikte yükselen enflasyonun karşısında, gelirlerin aşınması önlenmeye çalışılır. Bu tür politikaların uygulandığı ölkelerde, sözleşme vadelerinin kısaldığı ve enflasyonun yükselttiği gözlemlenir. Açıktır ki, geçmişe endeksleme uygulaması enflasyonla mücadeleyi zorlaştırmakta ve enflasyonda inatçılığa neden olmaktadır. Bu durumda merkez bankaları, enflasyon beklentilerini iyileştirmek için alternatif politikalar üretmektedirler.

Enflasyondaki inatçılığı kırabilmenin en önemli yolu saygınlıktan geçmektedir. Çünkü uygulanacağı açıklanan iktisat politikalarına güven artarsa, ileriye yönelik olarak imzalanacak ücret artış sözleşmeleri, geçmiş enflasyondan arındırılmış olacaktır ve enflasyonun gelecekte düşeceği beklentisi, daha düşük faize, ücrete ve fiyat artışına neden olacaktır. Böylelikle enflasyondaki atalet ortadan kalkmaktadır (Özatay, 2011: 267).

1.1.5. Enflasyona İktisadi Kuram Çerçevesinde Yaklaşım

Enflasyon için iktisat yazınında birçok tanım yapılmıştır. Friedman (1973)'e göre enflasyon uzun yıllar yükselen fiyatlardır. Ekonomi Ansiklopedisi ise enflasyonu, toplam mal ve hizmet arzının toplam talebi karşılayamaması, yani dengenin kurulamaması olarak tanımlamıştır.

İktisat tarihinde her açıdan büyük bir öneme sahip enflasyonun nedenleri, alınabilecek önlemler ve önlemeye yönelik politikalar için modellemeler yapılmıştır. Fakat Ceylan (2013: 3) 'a göre iktisat okullarının görüş ayrılıkları çoğunlukla enflasyonun çıkış noktası ve alınabilecek önlemleri kapsamaktadır. Enflasyonun fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik yaklaşımları, Klasik, Keynesyen, Parasalcı Teori ve Rasyonel Bekleyişler Teorisi olarak sıralanabilir.

1.1.5.1. Klasik Yaklaşım ve Enflasyon

Klasik ekonomi teorisi, enflasyon açısından iki önemli sonuç doğurmaktadır. Bunlardan biricisi, para arzı artışları sadece fiyatlar genel seviyesini yükseltecek ve bu yükseliş para arzı artışıyla aynı oranda olacaktır. Şayet, para arzındaki artış devam ederse, fiyatlardaki artış enflasyon olarak tanımlanabilir. İkinci sonuç ise, ekonomide gayri iradi işsizlik veya atıl kapasite bulunmayacak, bu durumda ekonomi tam istihdam düzeyinde bulunacak, bazı durumlarda noktadan sapmalar olsa da, kısa sürede ekonomi dengeye gelecektir. Klasikçilere göre, enflasyonun en önemli nedeni para arzıdır ve para arzı kontrol altında tutulduğu sürece enflasyonist bir baskı oluşmayacaktır. Klasik teori, paranın yalnızca değiş tokuş aracı olduğunu ve para tutma güdüsüyle talep edildiğini, üretim hacminin reel koşullarda ve piyasada tam rekabet koşullarının sınırlı olduğu, ücret ve fiyatların esnek olduğu, yatırım ve tasarrufların faiz haddi ile birbirine eşitlendiğini varsaymaktadır (Çubukçu, 1983). **Miktar Teorisi** çerçevesinde, Irving Fisher, dolaşımdaki para ile enflasyon arasında doğrudan bir ilişki olduğunu savunmuştur. Fisher'e göre, üretim hacmi artmaksızın tedavüldeki paranın artması ve nüfus artışı fiyatlar genel düzeyindeki atışı baskılamaktadır.

Klasik iktisatçılardan J.B. Say' a göre "Her arz kendi talebini yaratır." Şeklinde bilinen "Mehreçler Yasasına" göre, üretilen her mal satılacaktır ve ekonomi her zaman tam istihdam düzeyinde olacağından üretilen mallarını satan kimseler, gelirlerinin tamamını tüketeceği için piyasada talep yetersizliği görülmeyecektir (İmren ve Akman, 1994: 14-16). Fakat üreten mallarını satan üreticiler elde ettikleri gelirlerini harcamayıp tasarrufa çevirmeleri halinde, genel bir talep yetersizliği oluşmakta ve bu da Say yasasının yetersiz kaldığı durumdur. Bu durumda, bireyleri tasarruf yapma eğilimine iten en önemli kavram ise tasarruflarına ödenen "bedel" yani faiz teorisi. Böylelikle tasarruf ve faiz ilişkisi sayesinde, ekonomi tekrar dengeye gelmektedir (Aren, 2014: 160-180).

Klasik yaklaşıma göre, cari açık bir ülkedeki enflasyonu tetiklemektedir. Bu noktada, cari fazlası olan ülkelere, açık veren ülkelere doğru sermaye akışı olur ve iki ülkenin de ödemeler dengesi denk hale gelecektir (İmren ve Akman, 1994: 15). Hâlbuki bu durum olağan üstü haller, politik gerginlik, savaş gibi durumlarda tam tersi olmaktadır.

Sonuç olarak, parayı bir değişim aracı olarak gören klasikçilere göre, satın alma ölçütü mallarla ifade edilir. Para arzındaki artışın, aynı oranda fiyatlar genel düzeyinde artışa neden olacağını ileri sürmüşlerdir. Ekonomi politikalarında "laissez faire" yani bırakınız yapsınlar olmalı ve devlet sadece özel kesimin yapamayacağı, diplomasi, adalet, savunma, sağlık ve bayındırlık hizmetlerini yerine getirmelidir (Bilgili, 2012: 69). Klasikçiler, ekonomide bir dengesizlik durumunda, maliye politikaları yerine para politikaları uygulanması gerektiğini savunurlar. Zira devlet harcamalarının arttırılması gibi bir mali politika aracı için, merkez bankasının para basması veya kamu harcamalarını iç borçlanma ile finanse etmesi halinde, ekonomide toplam talep artmayacaktır.

1.1.5.2. Keynesyen Yaklaşım ve Enflasyon

Jhon Maynard Keynes, 1930'larda yaşanan "Büyük Bunalım"dan sonra artan işsizlik ve dengesiz iktisadi işleyişin devlet müdahalesi olmadan kendiliğinden dengeye gelemeyeceğini savunmuştur. Keynes, ekonomide ücret ve fiyatlar aşağıya

doğru katı eğilim gösterse dahi, tam istihdam düzeyine ulaşamayacağını iddia edildiği klasik teorinin sonuçlarını, 1936 yılında “İstihdam, Faiz ve Paranın Genel Teorisi” adlı eseriyle eleştirmiştir. Büyük Depresyonun ortaya çıkardığı üretim yetersizliği ve artan işsizliğin ana sebebini “efektif talep” dedi, yani tüketim ve yatırım harcamalardaki yetersizlik olarak görmüştür. Ayrıca, Say yasanın tam tersini, yani “her talep kendi arzını yaratır” görüşünü savunmaktadır. Bu görüşe göre talepte yetersizlikler olduğu zaman, ekonomide denge bozulur ve arzı etkileyebilmek için öncelikle talepteki yetersizliğin giderilmesi gerekmektedir. Ayrıca, yükselen talep karşısında, yatırım yapma isteğinin de artacağı iddia edilmektedir. Keynes’e göre, tasarruf gelir ile doğru orantılıdır. Klasik görüşte, yatırım ve tasarrufun eşitlendiği nokta faiz haddini belirlemektedir. Fakat talep yönlü iktisada göre faiz oranını para talebi ve para arzı belirler.

Talep yönlü iktisat, ekonominin her zaman tam istihdam düzeyinde olmadığını “Görünmez el”in ekonomiyi kendiliğinden ve sürekli olarak tam istihdam seviyesinde koruyamayacağını savunur. Ayrıca, ekonomide “gayri iradi işsizlik” söz konusudur. Bu durumda devletin ekonomiye müdahalesi gerekmektedir (Aktan, 2008: 9-13).

Keynes (1967: 135-170)’e göre, klasik miktar teorisi geçersizdir ve para arzı tamamen fiyatlar genel seviyesini arttırmaz, para arzındaki artışların bir kısmın değiş tokuş aracı dışında spekülasyon ve ihtiyat güdüsüyle belli bir süre harcanmadan elde tutulmaktadır. Fiyatlar genel seviyesini, marjinal maliyete giren üretim faktörlerinin fiyatları, teknik koşullar, istihdam hacminin belirlediğini yani maliyet unsuru olan işgücüne ödenen fiyat (parasal ücretler) belirlemektedir. Genel Teori’de, toplam arzın toplam talebe ya da toplam tasarrufların toplam yatırımlara eşit olduğu noktada makro ekonomik denge sağlanmaktadır. Toplam talebin toplam arzdan fazla olması ya da tasarrufların yatırımlardan az olması durumunda, fiyatlar genel düzeyi artarak enflasyonist açık meydana gelmektedir. Keynes’e göre enflasyonist ve deflasyonist açık ancak, hükümetin efektif talebi uyarmasıyla oluşmaktadır. Bu bağlamda, enflasyon dönemlerinde devletin daraltıcı maliye politikası olarak vergi artırımı veya hükümet harcamalarını azaltması gerekir. Ekonomik bunalım dönemlerinde ise

devlet, kamu harcamalarını attırarak veya vergi indirimine giderek “sosyalizasyona” gitmelidir. Böylelikle, efektif talep arttırılarak otonom yatırımlardaki artış sağlanır ve “çarpan” kavramı ile milli gelirde artış sağlanır.

1.1.5.3. Parasalcı Yaklaşım ve Enflasyon

Bu görüş, 1940’lı yıllardan sonra Keynesyen iktisada karşıt görüş olarak ortaya çıkmıştır. En önemli temsilcisi Chicago okulunu kurucusu Milton Friedman’dır. Friedman yayınladığı birçok eserinde, müdahaleci Keynesyen maliye politikalarını eleştirmiştir. Genel olarak bu görüş, Klasik görüşün uzantısı olarak da yorumlanabilir. Çünkü bu görüş paranın uzun vadede, ekonomide reel anlamda bir etkide bulunmayıp sadece fiyatlar üzerinde etkili olacağını savunmakta ve reel ekonomiyi canlandırma amacıyla para politikasının kullanılmasını sakıncalı bulmaktadır. Çünkü para politikaları kısa vadede etkili olmuş gibi görünse de, uzun vadede ekonominin reel kesimi etkilenmemekte ve parasal genişleme enflasyonist baskı oluşturmaktadır. Bu nedenle, devlet ekonomiye fazla müdahale etmemeli ve rekabetin işleyişini engelleyici tutum içine girmemelidir. Onlara göre devlet iktisadi hayata yön vermekten ziyade, denetim yapmalı ve “laissez faire” yani “bırakınız yapsınlar” politikası uygulamalıdır. Parasalcılar, ekonominin “Serbest Piyasa” mekanizması çerçevesinde, üretim ve istihdam gibi sorunların otomatik olarak çözüleceğini düşünür ve enflasyonun piyasa dışından gelebilecek müdahale sonucu olacağını savunur (İmren ve Akman, 1994: 20).

Monetarizm özellikle enflasyona vurgu yaparak, enflasyonun temel nedenini para otoritelerinin para arzını kontrolsüzce ve gereğinden fazla attırması, kronik bütçe açıkları ve yoğunlaşmış bürokrasi olarak görmektedir. Arttırılan para arzı bir ülkedeki toplam talep eğrisini kaydırarak, fiyatlara etki eder. Bu yaklaşıma göre enflasyon, işsizlik gibi birçok ekonomik ve sosyal dengeyi altüst etmektedir ve istikrarsızlıkların çoğu parasal kaynaklıdır. Friedman, monetarizmin ilkelerini, para arzı büyüme oranı ile nominal gelirin büyüme oranı arasında net olmamakla birlikte bir ilişki bulunduğunu, para arzının geliri etkilemesinin zaman almakta olduğunu ve nominal gelirin büyüme oranındaki artış etkisinin öncelikle üretime, daha sonra fiyatlara yansıtacağı şeklinde belirtmiştir (Macesich, aktaran Aktan, 2008:159).

Monetarizm, bu ilkeleri klasik iktisatçıların açıkladıkları Miktar Teorisini revize ederek ön plana çıkarmıştır. Klasik miktar teorisini bazı yönlerden eleştirmiş ve bu teorinin enflasyonu açıklamak için yetersiz yönlerinin olduğunu ileri sürmüşlerdir. Klasik miktar teorisi $MV=PT$ formülünde; M= Para Miktarını, V=Paranın dolanım hızı, P=Fiyatlar genel düzeyi, T ise ekonomideki işlem miktarını göstermektedir. Diğer bir ifadeyle, para arzında(M) meydana gelen bir değişiklik aynı yönde ve miktarda fiyatlar genel düzeyini arttırmaktaydı. Fakat paranın dolaşım hızının V, sabit değildir ve tam tersine bazı değişkenlerin istikrarlı bir fonksiyonudur. Bu şekilde geliştirilen analiz “ Modern Miktar Teorisi” olarak adlandırılmaktadır (Friedman, 1987:2-5). Parasalcı görüş, serbest piyasa ekonomisinin kendi iç dinamiğiyle istikrarlı bir model olduğunu savunarak, ekonominin her zaman tam istihdam seviyesinde dengede olamayacağını kabul etmektedir. Bireyler daha iyi bir iş arama güdüsüyle iradi olarak işsiz kalabilirler ve bu durum “doğal işsizlik hipotezi” olarak tanımlanır.

Kısaca, monetaristler enflasyonun temel kaynağını para arzındaki artış olduğunu kabul etmektedir. Bu kuram, bir ülkedeki fiyatlar genel düzeyini kısa vadede, karar birimlerin geleceğe dönük beklentileri belirlerken, uzun vadede ise fiyatlar genel düzeyini, karşılıksız para basımı etkilemektedir. Parasalcı kuram mensuplarına göre, enflasyonu kontrol altına almanın en etkin yolu, para politikası araçlarıdır. Para otoritelerinin, para arzının önceden belirlenmesi ve iktisadi gelişmelere bağlı olarak kademeli olarak arttırması iktisadi istikrarsızlığı önlemektedir.

1.1.5.4. Rasyonel Bekleyişler Teorisi ve Enflasyon

Rasyonel bekleyişler teorisi, ilk olarak 1961 yılında Chicago okulu öğrencilerinden Jhon F. Muth tarafından yayınlanan “Rational Expectations and the Theory of Price Movements” adlı makalesinde yer almıştır. Bu görüş, klasik iktisadın temel ilkelerini benimsemiştir. Diğer bir adı Yeni Klasik Teori olan bu kuramın ekonomi literatürüne sağlamış olduğu yenilik “beklentiler” konusunda olmuştur.

Rasyonel beklentiler varsayımına göre enflasyonist dönemlerde karar alma birimleri “uyumcu beklentiler” (adaptive expectations)’ den ziyade “rasyonel beklentiler “ (rational expectations)’e sahiptir. Keynesyen ve Monetaristlere göre bireyler, fiyatlar düzeyinde meydana gelebilecek bir değişimi önceden tahmin etmede “Uyumcu Beklentilere” sahip olmaktadır. Bu teoriye göre, cari yıl enflasyon oranı bir sonraki yılın da enflasyon oranını belirlemektedir. Yani gelecekteki fiyat seviyesi önceki dönemlerdeki fiyatlar tarafından belirlenmektedir (Ekelund ve Tollison, aktaran Aktan, 2008: 175-176). Oysa Rasyonel Bekleyişler Teorisi’ne göre, bireyler “akılcı” davranışları ve rasyonel beklentilere sahip oldukları için uygulanacak bir iktisat politikasının olası etkilerine karşı tam bilgiye sahiptirler (İmren ve Akman, 1994: 23). Bu nedenle, ileriye dönük hata yapma ihtimali de azalmaktadır. Böylelikle, para arzı artışları sadece fiyatlar genel seviyesini yükseltecek ve bu yükseliş para arzı artışıyla aynı oranda olacaktır. Şayet, para arzındaki artış devam ettiğinde, fiyatlardaki artış enflasyon olarak tanımlanabilmektedir.

Başka bir ifadeyle, Rasyonel Beklentiler Teorisi’ne göre, para stokundaki artış sonucunda, bireyler belli bir dönem sonra fiyatlar genel düzeyi ile birlikte nominal faiz haddinin de artacağını tahmin etmektedir. Karar alma birimleri bu durumun enflasyonist bir baskı yaratacağını bildikleri için rasyonel davranmaktadırlar. İşçi ve işveren ücret-fiyat ilişkisini bu beklentiye göre ayarlamaktadır. Çünkü işverenler de fiyatlar genel düzeyi arttığı zaman karlılık oranının artacağını düşünmekte, işçiler de maaşının enflasyon oranında arttırılmasını rasyonel bir şekilde talep etmektedir.

Sonuç olarak, para otoriteri tarafından ekonomide etki yaratması beklenen iktisat politikaları beklenen etkileri yaratmaz. Devlet kısa dönemde, para ve maliye politikası araçlarını kullansa dahi üretim, istihdam, fiyat istikrarı gibi iktisadi göstergeler üzerinde etkili olamamaktadır. Para arzının arttırılması, reel milli gelir ve istihdam düzeyini etkilemeden fiyatlara yansımaktadır. Bu nedenle, hükümet istikrarlı politikalar uygulamalıdır. Yani, para otoriteleri önceden uygulanacak politikaların sınırlarını belirlemeli ve şeffaf bir şekilde bireylerin faydalanabileceği imkânları

önceden bilmesine olanak sağlamalıdır. Ayrıca hükümet, herhangi bir ekonomi politikası değişikliğini, aniden ziyade zaman içinde yürürlüğe koymalıdır (Savaş, 2007: 170-180).

1.1.6. Enflasyonla Mücadele ve Para Politikaları

Enflasyonla mücadele, yani fiyat istikrarının kontrol altına alınabilmesi birçok para politikasıyla sağlanmaya çalışılmıştır. Bu politikalar, para stokunun belirli bir miktarda sağlanmasını temel alan parasal hedefleme stratejisi, ulusal paranın değerinin güçlü bir ekonomiye sahip ülkenin para birimine endekslenerek enflasyonun kontrol altında tutulmaya çalışıldığı döviz kuru hedeflemesi ve faiz oranı hedeflemesi olarak sıralanabilir. Ancak iktisat tarihi boyunca uygulanan para politikaları mali piyasaların zayıflığı ya da uygulanan politikaların ekonominin kendi iç dinamikleriyle uyumsuzluğu gibi nedenlerden kaynaklı istenilen düzeyde başarı sağlayamamıştır. Günümüz koşullarında, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin merkez bankaları enflasyon hedeflemesi uygulamasında karar kılmıştır. Fiyat istikrarı kontrolü için uygulanan para politikalarının önceden belirlenen yani kurala dayalı bir para politikası mı yoksa gerçekleşen durum karşısında şekillenen, takdir yetkisine dayalı bir para politikası uygulanacağı iktisat yazınında tartışma konusu olamaya devam etmektedir. Bu bölüm kurala ve takdire dayalı para politikalarını ana hatlarıyla açıklamaktadır.

1.1.6.1. Kurala Dayalı Para Politikaları

Kurala dayalı para politikalarıyla ilgili görüşler ilk olarak, Kydland ve Prescott (1977) ile Barro ve Gordon (1983)'un yapmış oldukları çalışmalarda gündeme gelmiştir. Bu çalışmalara göre, duruma dayalı bir para politikasının piyasalarda yaklaşık bir yıl içinde etki edeceğinden ve ekonominin işleyişi açısından bu zaman dilimi uzun sayıldığından zaman tutarsızlığı sorunu ortaya çıkacaktır. Ayrıca belirli bir kuralın olmadığı durumlarda, politika yapıcılar işsizlik düzeyini doğal işsizlik sınırının altında tutma isteği kapsamında ani şoklar yaratacaklardır. Bu nedenle, karar alma birimlerinin rasyonelliği varsayımı altında bu uygulama uzun vadede başarısız olacaktır. Çıkan sonuç ise yükselen fiyat düzeyi ve durağan işsizlik oranıdır. Bireyler rasyonel davrandığı sürece takdire dayalı para politikası tutarsız

olacaktır (Akalin ve Tokucu, 2007). Bernanke ve Mishkin (1992) 'e göre ihtiyari para politikaları gelişigüzel uygulamalara yol açacağından, bilhassa siyasi otoritelerin alınan kararlar üzerinde etkili olması durumunda, siyasi kaygılarla arttırılacak bir parasal genişleme enflasyonist etki yaratacaktır.

Kurala dayalı bir para politikası, önceden belirlenen kurallar doğrultusunda ileri yönelik beklentileri şekillendirmede, dolayısıyla uzun vadede piyasalara yönelik güven ortamının sağlanmasında oldukça etkilidir. Takdire dayalı para politikalarında, özel sektör beklentilerinin veri alındığı sistemde, işçi ve işverenlerin ücret ve fiyatlarını alınacak politikalara göre şekillendirdiği varsayımı altında bekleyişlerin sabit olduğu ortamda, üretimin canlanması ya da işsizliğin düşürülmesi için uygulanacak olan herhangi bir beklenmeyen parasal genişleme karşısında, firmalar ücret ve fiyatları yükseltecektir. Sonuç olarak, üretim düzeyinde bir artış olmamakla birlikte, enflasyon artmış olacaktır.

Kurala dayalı para politikaları avantajları açısından şöyle sıralanabilir. İlk olarak, uygulanan politikalarda sürekli değişiklik yapmak, iktisadi ajanların davranışlarını belirsizleştirmektedir. Yani zaman tutarsızlığı yönünden kurala dayalı politikalar daha tutarlı ve istikrarlıdır. İkincisi, bir politika önceden açık ve net bir şekilde belirlenmişse, kamuoyuna aktarımı daha anlaşılır ve kolay olmaktadır. Üçünü olarak, kurala dayalı bir politika daha az siyasi baskılara maruz kalmaktadır. Dördüncü olarak, kurallı bir politika ileriye yönelik belirsizliği azaltarak güven kazanılmasına yardımcı olur. Son olarak, ileriye yönelik enflasyon beklentilerinin azalmasına yardımcı olmaktadır. Böylelikle, kurallı politika karşısında enflasyondaki inatçılık da kırılmaktadır (Kaytancı, 2008).

1.1.6.2. İhtiyari Para Politikaları

İhtiyari para politikaları uygulamalarında, bir ülkenin merkez bankasına yasalarla büyüme gibi makroekonomik değişkenleri sağlama görevi verilir ve bu doğrultuda merkez bankası politika araçlarını kullanmada serbesttir. Bu noktada, merkez bankası istenilen hedefe ulaşmak için duruma göre para politikası uygular. Kurala dayalı para politikaları para otoritesinin amaçları doğrultusunda

kullanacakları araçlara dolaylı ya da direkt sınırlamalar getirebilir. Örneğin, bir merkez bankasına para arzının belli bir miktarda olması gerektiği yönünde getirilecek bir kural, araç bağımsızlığını kısıtlayacaktır (Dwyer, 1993).

Akalın ve Tokucu (2007)' ya göre, ihtiyari politika savunucularına göre bir ülke ekonomisi hem kendi iç dinamikleri hem de küresel konjonktür içinde, değişen koşullara uyum sağlaması için duruma göre politika üretmelidir. Kurala bağlı politikalarla, iktisadi yapıyı otomatik olarak işleyeceği için, ekonomideki bir takım göstergelerin olumsuz seyri halinde nasıl bir müdahale edilmesi gerektiği merak konusudur. Bir ekonomide önceden tahmin edilemeyen bir durumun varlığı yadsınamaz bir gerçek olduğundan, kurala bağlı politikalar etkinliğini yitirmektedir.

İhtiyari para politikası savunucuları kurala bağlı para politikası uygulamalarının dayanağı olan teorilerin aslında çok da güçlü teoriler olmadığını birkaç başlık altında sıralamıştır (Leer, 2000) :

- Kurala dayalı politikacılara göre uzun vadede enflasyon ve işsizlik arasında ters orantı yoktur. Hâlbuki yapılan çalışmalarla, daraltıcı para politikalarının izlendiği dönemlerde faiz oranları arttığından üretim azaldığı ve işsizliğin arttığı ortaya çıkmıştır,
- Kurala dayalı politikada emek talebinin reel ücretlerin azalan fonksiyonu olan klasik emek piyasası modeli baz alınmaktadır. Oysa nominal ücretler bu piyasada belirlenmiş olsa da reel ücretler ve istihdam seviyesi mal piyasalarındaki talep tarafından belirlenir,
- İktisadi sistemde her bir karar alıcının rasyonel ve tam bilgiye sahip olduğu, kamuoyuna sunulan her verinin toplanıp analiz edildiği varsayımı altında beklentilerin rasyonel olmadığı yapılan çalışmalarda ortaya çıkmıştır.
- Kurala dayalı politika savunucularına göre artan para arzı karşısında önce fiyatlar genel düzeyi artmakta daha sonra çıktı miktarı artmaktadır. Ancak takdire dayalı politikacılar ise, parasal genişleme neticesinde önce üretim

miktarının daha sonra fiyatlar genel düzeyinin arttığını öne sürmektedirler.

- Doğal işsizlik hipotezine dayanan kuralla dayalı politikalar, iddia edildiği gibi sabit kalmadığı ve işsizlik oranının sürekli değişkenlik gösterdiğini ve hesaplanan işsizlik oranında umutsuzluğa kapılmış işsizler yer almamaktadır.

1.1.7. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi

Enflasyon yüzyıllardan beri süregelen bir iktisadi oluşum olup, küresel ekonomide özellikle gelişmekte olan ülkelerde kontrol altına alınması gereken bir durumdur. Belli dönemlerde yükselen fiyat seviyeleri ve paranın değerini yitirmesi yüksek maliyete neden olduğu için, enflasyon toplumu yakından ilgilendirir. Çünkü kısa vadede gelir ve kaynak dağılımı bozulur, bu durum uzun vade de milli gelir, büyüme ve işsizlik gibi makroekonomik göstergeleri olumsuz etkilemektedir (Gül, Ekinci ve Gürbüz, 2006: 9). Bu nedenle istikrarsızlık sebeplerinden biri olan enflasyonla mücadele yolları araştırılmalıdır. Bu bölümde, enflasyon hedeflemesi rejiminin ortaya çıkış süreci, tanımı, avantajları ve dezavantajlarından bahsedilmektedir.

1.1.7.1.Enflasyon Hedeflemesinin Ortaya Çıkış Süreci

Birinci dünya savaşı sonrasında yaşanan genel altın standardı krizinden sonra, para otoriteleri döviz kurundan ziyade fiyat seviyesi ya da enflasyon hedefi üzerinde durmuştur. Altın para standardında her ülkenin parasının değeri belirli ağırlıkta saf altın olarak tanımlanmaktaydı. I. Fisher “companseted dolar” adı verilen “telafi dolar” planı önerisinde bulunmuştur. Bu plana göre, fiyat düzeyi hedeflenen düzeyin altında veya üstünde olup olmadığı endeksli olduğu altın fiyatı karşısında dolar olarak değerlendirilerek nominal istikrar sağlanmaya çalışılmıştır. Fisher’in bu önerisi fiyat kontrolü açısından bir ilk olup, daha sonra J.M Keynes tarafından enflasyon hedeflemesinin çerçevesi çizilmiştir (Haldane, 1995).

Keynes, birinci dünya savaşı sonrasında Almanya gibi hiper-enflasyon yaşayan ülke deneyimlerinden sonra enflasyonun önemine vurgu yapmıştır. Keynes,

1930 yılında meydana gelen Büyük buhran ile yaşanan resesyon ve işsizlik kavramı üzerinde durmuştur. Bu iki kavramın en temel sebebini fiyat istikrarsızlığı olarak görmüş ve parasalcı politikaların önceliğini savunmuştur (Tunca, 2011: 268). Bu amaçla, ani fiyat artışı ve düşüşü kontrol edebilmek için esnek döviz kuru politikasını önermiştir. Bu politikayla uluslar arası enflasyona ve deflasyona karşı paranın belirli bir seviyede seyri sağlamaya çalışmıştır.

1970’li yıllara gelindiğinde yaşanan petrol fiyatlarındaki artış küresel ölçekle enflasyondaki yükselişi tetiklemiş, işsizlik kavramının da meydana gelmesiyle stagflasyon yani işsizlik ve enflasyon kavramını ortaya çıkarmıştır. Durgunluk ve işsizliğin yanında, çok ciddi seviyelerde yapısal bozukluklar ortaya çıkmıştır. Yaşanan petrol kriziyle birlikte Keynes’in talep yönlü politikaları önemini yitirmiş, yaşanan krizlerin nedeni “arz şokları ” olarak görülmüş ve “arz yönlü” politikalar önem kazanmıştır. Eş zamanlı olarak, 1944 yılında ortaya çıkarılan Bretton Woods sisteminin 1973 yılında gelişmiş ülke paralarının dalgalanmaya bırakılmasıyla yani sabit döviz kurundan dalgalı kura geçmesiyle çöküşü, küresel ekonomide yoğun kaygı yaratmıştır. Latin Amerika ve Doğu Asya, yaşanan olumsuz tecrübelerden sonra kendilerini derin bir finansal kriz içinde, gelişmiş ve gelişmekte olan birçok ülke kendini devamlı oynaklık gösteren enflasyon içinde bulmuştur. 1990’lı yıllarda saygınlığı azalan merkez bankaları, akademisyenler ve ekonomistler alternatif iktisadi politika arayışına girmiştir. Bu süreçte, enflasyon hedeflemesi, maliye ve para politikalarını disipline etmek, fiyat istikrarını garanti edecek nominal çapa arayışına girmişlerdir (Miskin, 2000). Ayrıca enflasyonla mücadelede, politika yapımcılarının taahhütlerine bağlı kalmalarının önemi ortaya çıkmıştır. İlk olarak 1990 yılların başında Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi rejimi birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkede alternatif para politikası stratejisi olarak, Kanada, İsviçre, Brezilya, Şili, Çek Cumhuriyeti ve Polonya gibi birçok yükselen piyasa ekonomileri tarafından uygulanmaya başlanmıştır (Tablo 1).

Tablo 1: Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Geçen Ülkeler ve Geçiş Yılları

ÜLKE	GEÇİŞ YILI	ÜLKE	GEÇİŞ YILI
Yeni Zelanda	1990	Kore	2001
Kanada	1991	Meksika	2001
İngiltere	1992	İzlanda	2001
İsveç	1993	Norveç	2001
Avustralya	1993	Macaristan	2001
Çek Cumhuriyeti	1997	Peru	2002
İsrail	1997	Filipinler	2002
Polonya	1998	Guatemala	2005
Brezilya	1999	Endonezya	2005
Şili	1999	Romanya	2005
Kolombiya	1999	Türkiye	2006
Güney Afrika	2000	Sırbistan	2006
Tayland	2000	Gana	2007

Kaynak: Roger (2009)

Türkiye’de ise EH rejimi 1990’ların sonlarına doğru gündeme gelmiştir. 2000 yılında uygulanan döviz kuru hedeflemesinden etkin sonuç alınamamasından kaynaklı olarak, enflasyonla mücadelede bu rejim tartışılmaya başlanmıştır. 2002 yılında örtük EH rejimi uygulanmaya başlayan Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası, Ocak 2006 yılı itibariyle açık EH rejimini uygulamaya başlamıştır. 2002 yılında örtük EH uygulanmasının nedeni ise gerekli bir takım ön koşulların yerine getirilmesinin sağlanmasıdır.

1.1.7.2.Enflasyon Hedeflemesi Tanımı

Enflasyon hedeflemesi stratejisi çeşitli şekillerde uygulansa dahi, iktisat literatüründe rejimle ilgili genel tanımlar yapılmıştır. Fredrick S. Mishkin'e göre enflasyon hedeflemesi; enflasyon için orta vadeli sayısal bir hedefin konulduğu, para politikasının temel hedefinin fiyat istikrarı sağlamak olduğu, bunun dışında başka parasal hedeflerin bulunmadığı ve merkez bankasının şeffaflığının ve hesap verilebilirliğinin sağlanmış olduğu bir para politikası rejimidir (Mishkin, 2000).

Ben S. Bernanke ve Frederic S.Mishkin'in yaptığı çalışmada ise enflasyon hedeflemesi, hükümet, merkez bankası ya da her ikisinin birlikte hareket etmesi yoluyla, belli bir zaman diliminde gerçekleştirilmek amacıyla, enflasyon oranı için sayısal bir hedefin veya hedef aralığının halka ilan edilmesi olarak tanımlanmıştır (Bernanke ve Mishkin, 1997).

Debelle (1998)'e göre, enflasyon yaklaşımı para politikasının öncelikli amacının düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını gerçekleştirmek olması gerektiğini söylemektedir. Öncelikle merkez bankası ileriye yönelik enflasyonun ne olacağı yönünde tahminde bulunur; tahmin edilen enflasyon ve piyasalar için uygun hedef enflasyon oranı arasındaki farka göre para politikasının ne şekilde uygulanması gerektiği kararlaştırılır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi, merkez bankasının birincil fiyat istikrarını sağlamak amacıyla, belli bir dönemi kapsayan sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığı belirlemesi ve bu hedef tahminini kamuoyuna açıklaması olarak tanımlanabilen para politikası olarak adlandırılır (Alparslan ve Erdönmez, 2000).

Mervyn King, enflasyon hedeflemesini hiçbir şok olmaması durumunda merkez bankasının ulaşmaya çalıştığı enflasyon oranı değeri olarak adlandırır. Başka bir ifadeyle, merkez bankasının hedefi optimal bir enflasyon oranını korumaktır ve arz şoklarından sonra ne şekilde belirlenen hedefe geri dönülmesi yönünde karar verilmelidir (King, 2004).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin temelinde dört ana unsur vardır:

- Para arzındaki artışın orta ve uzun dönemde istihdam ve çıktı üzerinde etkisi yoktur. Yani para stokundaki artış yalnızca fiyatlar genel düzeyini etkilemektedir.
- Ekonomik büyüme, karar alıcıların ileriye dönük sağlıklı kararlar alabilmesi için uygun para politikasıyla ve düşük enflasyon oranıyla sağlanmaktadır. Enflasyon hem kaynak dağılımı hem de uzun vadeli büyüme açısından maliyet artırıcı etkiye sahip olduğu için, enflasyon hedeflemesi üretim istikrarına katkıda bulunur.
- Parasal genişleme kısa vadede reel piyasalarda, üretim ve istihdam gibi önemli makroekonomik göstergeler üzerinde geçici etkilere sahiptir.
- Merkez bankası hedeflenen enflasyon üzerinde kontrol yetkisine sahiptir. Para politikalarının etkisindeki belirsizlikler, politika uygulaması ile enflasyonu etkileme arasındaki gecikmeler Merkez Bankası tarafından engellenmektedir (Masson, Savastone ve Sharma, 2007).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi açık ve örtük olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Açık enflasyon hedeflemesinde merkez bankasının asıl amacı olan, hedeflenen enflasyona ulaşma çabası olup, onun dışındaki hiçbir göstergelyi dikkate almamasıdır. Örtük enflasyon hedeflemesi de Merkez Bankası'nın nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlama amacıyla hedeflenen rakamsal enflasyon oranına ulaşma istediği dışında, faiz oranları, istihdam, üretim gibi makroekonomik değişkenleri de dikkate almasıdır (Demirhan, 2002).

Enflasyon hedeflemesinin başarılı sonuca ulaşabilmesi için ne şekilde uygulanacağına dair birçok teknik yöntem mevcuttur. Bu yöntemler, enflasyon hedef veya hedef aralığı tahmini ya da fiyat endeksinin seçimi, hedeflenen sayısal hedefin hangi zaman dilimini kapsayacağı ve kim tarafından kamuoyuna nasıl ilan edileceği gibi başlıkları içermektedir. Teknik yöntemlerin yanı sıra enflasyon hedeflemesinin avantaj ve dezavantajları bulunmaktadır.

1.1.7.3.Enflasyon Hedeflemesinin Avantajları

Enflasyon hedeflemesi orta vadeli bir para politikası olarak, karar birimlerinin gelecekle ilgili beklentilerinin iyileşmesini, hesap verilebilirlik ve şeffaflık ve bunların bir sonucu olarak kamuoyuna bilgi verilmesini ve alınan politika kararlarının işleyişiyle ilgili katılımı artırarak piyasalara esneklik sağlamaktadır.

Enflasyon hedeflemesi, diğer para politikaları stratejilerine kıyasla birçok avantaja sahiptir. Birincisi, enflasyon hedeflemesi rejiminde kesin bir şekilde ilan edilen hedefin kamuoyuna açıklanması, iktisadi birimlerin beklentilerinin şekillenmesine katkı sağlamaktadır. Açıklanan hedef de kamuoyu tarafından doğru algılandığı zaman, merkez bankasının zaman tutarsızlığı problemi minimize edilmektedir. Zaman probleminin engellenmesinde Merkez Bankası'nın hesap verilebilirliği ve şeffaflığı da büyük ölçüde katkı sunmaktadır (Akyazı, 2004: 26-28). Merkez Bankası'nın bu şekilde kamuoyuna, rakamsal enflasyon değerini, politika araç ve amaçlarını açıklayarak bilgilendirmesi saygınlığını arttırmaktadır. İkinci olarak, niceliksel bir enflasyon hedeflemesi zaruri olarak para ve maliye politikası koordinasyonu sağladığı için, Merkez Bankası'nın genişleyici para politikaları, üretim ve istihdama etki ederek zaman tutarsızlığı tuzağına düşülmesi olasılığını azaltır (Uygur, 2001). Çünkü politika karar alıcıları ve hükümet verilen taahhüdün yerine getirilmesi için kamuoyuna karşı sorumludur. Bu durum merkez bankasını, hükümetin parasal genişleme baskısından koruyarak, Merkez Bankası'nın nihai hedefi olan fiyat istikrarına odaklanmasına olanak sağlayarak, bağımsızlığını kolaylaştırır. Üçüncü avantajı ise, enflasyon hedeflemesi uzun vadeli ekonomik kararların alınması ve uygulanmasında fiyatlar genel düzeyindeki belirsizliği azalttığı için ve hedefin kamuoyuna açıkça ilan edilmesi şeffaflığı artırıp halkın gözünde Merkez Bankası'nın itibarını attırmaktadır (Öztürk, 2003: 103). Hedefin açıkça ilan edilmesi, enflasyon bulanıklığını gidererek, göreceli fiyat oynaklığını azaltıp, fiyat mekanizmasının işlevini arttırmaktadır. Son olarak, enflasyon hedeflemesinin belirli bir tahmin aralığında olması ya da sıfırın üstünde bir değere ulaşma isteğinin aşamalı bir şekilde gerçekleşmesi para politikasının uygulanmasına esneklik kazandırmaktadır. Böylelikle para otoriteleri milli koşullara odaklanarak, oluşabilecek arz ve talep şoklarına daha kolay bir şekilde cevap verebilmektedir.

1.1.7.4.Enflasyon Hedeflemesinin Dezavantajları

Fiyat istikrarını sağlama amacıyla uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisi avantajlara sahip olduğu kadar dezavantajlara da sahiptir. İlk dezavantajı, enflasyon hedeflemesinin ilanı ve bunun piyasalar üzerindeki etkisinin gecikmesi ve denetim boşluklarının bulunması, para politikasının performansının ölçümünü zorlaştırmaktadır. Ayrıca, Merkez Bankası kontrolü dışındaki şokları bir sebep göstererek, enflasyon hedef değerinden sapabilmektedir. Bu hususta, kamuoyunun Merkez Bankası'na olan güveni azalmakta ve bu da uzun dönemde alınacak ekonomik kararları etkileyerek enflasyonun beklenin üzerinde gerçekleşmesine yol açmaktadır (Svenson, 1996). Ayrıca ileriye dönük fiyat düzeyi bir önceki döneme göre ayarlandığı için, enflasyonun para otoritesi tarafından kontrol altına alınması zorlaşarak tahmin hataları oluşmaktadır. Bu, özellikle gelişmekte olan ülke ekonomileri için ciddi bir sorundur.

İkinci olarak, enflasyon hedeflemesi ekonomiyi reel yönde etkilemektedir. İktisadi teoriye göre, Merkez Bankası'nın bir enflasyon hedefi ilan etmesi ve bu hedefe ulaşması onun saygınlığını arttırmaktadır. Bunun da ileride enflasyonist baskıyı azaltacağı ve ürün kaybını azaltacağı tahmin edilmektedir. Fakat yapılan ampirik çalışmalar, enflasyonist beklentiler enflasyon hedeflemesi uygulamasının ardından fiyatların derhal aşağı yönlü eğilim göstermediğini ortaya çıkarmıştır (Mishkin, 1999).

Üçüncü olarak, enflasyon hedeflemesinin dezavantajlarından biri de bu stratejinin üretim düzeyinde dalgalanmalara yol açabilmesidir. Enflasyon oranı beklenen düzeyden yüksek seviyede gerçekleştiği zaman, bu piyasalarda daraltıcı politikaların uygulanmasına sebebiyet vererek çıktı düzeyinde istikrarsızlığa neden olmaktadır. Bu noktada, Merkez Bankası'nın fiyatlar ya da üretim düzeyinde istikrar sağlaması önem kazanmaktadır. Şayet, merkez bankası tercihini üretim seviyesindeki istikrardan yana kullanırsa, faiz haddinde sınırlı artış olur ve bu enflasyonist bir etki yaratmaz. Ancak, Merkez Bankası tercihini fiyat istikrarından yana kullanırsa, faiz haddinde artış olur ve bu piyasa ekonomik faaliyetlerini sekteye uğratabilir.

Böylelikle ekonomik denge sağlanmaya çalışılır (Gül, Gürbüz ve Ekinci, 2006: 107-108).

Dördüncü olarak, yüksek düzeyde ya da kısmi dolarizasyon, enflasyon hedeflemesi rejiminin etkinliğini önemli ölçüde azaltmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerin piyasa ekonomilerinde, ekonomik faaliyetlerin çoğunda dolar kullanılarak işlem yapılmaktadır. Öte yandan bilançolarında dolar bulunduran finans ve özel sektör kesimi ve uzun vadeli borç yüküne sahip kamu borçlarının büyük bir kısmı dolar cinsinden ikame edilmiştir. Böyle durumlarda, enflasyon hedeflemesi nominal döviz kuru zorunluluğu getirdiği için, kur dalgalanmaları olasıdır. Döviz kurunda oluşabilecek ani oynaklıklar, dolar cinsinden ifade edilen borç yükünün artmasına ve bilançoların erimesine yol açmaktadır.

Son olarak, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ekonomiler mali disiplinin sağlanmasında yeterli olmayabilir. Her şeyden önce, disipline edilmiş mali altyapı, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi için gerekli bir ön koşuldur. Uzun süren mali açıklar, bu rejimin uygulamasını oldukça zorlaştırmaktadır. Çünkü sürdürülemez kamu açıklarının finanse edilmesi ve ediliş şekilleri enflasyonist baskı yaratacaktır. Öte yandan kırılgan bir mali sisteme sahip gelişen piyasa ekonomilerinde, fiyatlar genel düzeyinde oynaklıklar olmaktadır (Mishkin, 2000). Sonuç olarak sağlam bir mali sistem tüm para politikası stratejisi için geçerlidir.

1.1.8. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ön Koşulları

Enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşabilmesi için bir takım teknik koşullar öngörülmektedir. Uygulanacak olan önkoşulların belirlenip analiz edilmesi ve politika yapıcılar tarafından yürürlüğe konmasının yanı sıra, Merkez Bankası'nın bağımsızlığı, sağlam bir bankacılık sektörü, mali baskınlığın olmaması, enflasyonda ataletin olmaması, döviz kuru ve enflasyon arasında sıkı bir bağın bulunmaması ve merkez bankasının fiyat istikrarı sağlamak dışında hedefinin bulunmaması gerekmektedir.

1.1.8.1. Para Politikasının Öncelikli Amacının Fiyat İstikrarı Olması

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir merkez bankasının birincil ve tek amacının fiyat istikrarı olması oldukça önemlidir. Bu durum, büyük ölçüde enflasyonun yarattığı maliyetten kaynaklanmaktadır. Fiyatlar genel düzeyinin yüksek seviyelerde seyrettiği ekonomilerde, ciddi sorunlar meydana gelebilmektedir. Böyle bir ortamda, hane halkı, finansal piyasalar, üretim, istihdam ve kamu kesimi farklı şekillerde etkilenir. Özellikle enflasyonun kronikleştiği durumlarda, iktisadi karar birimleri planlamalarını enflasyona göre yapar ve uzun vadeli yatırım, tüketim ufkunu daraltır. Çünkü enflasyonist ortamda belirsizlik baş göstermektedir (Cecchetti, 2000).

Enflasyon hedeflemesini uygulayan ekonomiler, ücret ya da döviz kuru yerine yalnızca enflasyon değerine odaklanmalıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin ekonomik işlemleri dolara endeksli olduğundan, döviz kuru ve enflasyon arasında sıkı sıkıya bağlılık vardır. Yapılan bazı çalışmalar döviz kuru ve enflasyon arasındaki bağlantıdan kaynaklı olarak enflasyon hedeflemesinin zorlaşacağını söylemektedir. Bu durumu göz önünde bulunduran merkez bankaları, enflasyon hedeflemesi rejimine uygulaması öncesinde esnek döviz kuru uygulamasına geçerek, aradaki bağı esnetmeye çalışmaktadırlar (Örnek, 2004). Enflasyon hedeflemesi ve döviz kuru paralel olarak yürütülse de, bu hedefler arasında bir uyumsuzluk durumunda enflasyon hedeflemesi tercih edilmelidir (Mason, Savastona ve Sharma, 1997). Çünkü enflasyon dışında iktisadi büyüme, üretim ve istihdam düzeyi, döviz kuru gibi göstergelere odaklanması para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. Ayrıca bu, uygulanan para politikaları stratejileri arasında çelişki yaratabilmektedir (Yiğit, 2009: 21).

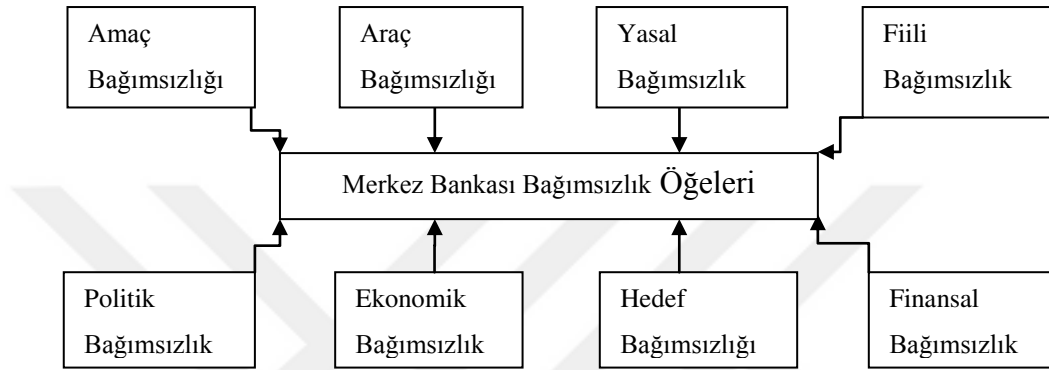
Tek politika hedefine odaklanması, ileriki dönemlerde oluşabilecek enflasyonist beklentilerin azaltılması açısından oldukça önemlidir. Çünkü fiyat istikrarı tek hedef olarak belirlendiği zaman, hükümet yetkililerinin ani genişletici para politikalarıyla ekonomiye müdahale şansı ortadan kalkmaktadır. Böyle bir durum, para politikasının arz şoklarına uygun bir şekilde hareket etmesini zorlaştırarak yüksek düzeyde hasıla oynaklığı problemini de beraberinde getirmektedir (Green, 1996).

Merkez bankalarının fiyat istikrarı dışında mali istikrar sağlama amacı gütmeleri enflasyon hedeflemesi stratejisiyle çelişebilir. Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçmeyi planlayan merkez bankası güçlü bir finansal ve mali sisteme sahip olmalıdır ki amaçlanan enflasyon değerine ulaşılabilir. Bu bağlamda, yürürlüğe girecek para politikası bankacılık sisteminde aksaklıklara yol açabilir. Şöyle ki, kriz ortamında bankacılık sektörü deflasyonist yönde eğilimi tetiklemektedir. Böyle bir durumda kısa vadede hedeflenen enflasyon değerinden sapma olabilir, bunun bir sonucu olarak da sıkı para politikası uygulaması mali sistemin işleyişini bozabilir (Tepe ve diğ., 2002: 3). Bu nedenle, söz konusu problemlerin yaşanmaması için enflasyon değeri dışında bir nominal hedefin olmaması ve merkez bankasının birincil amacı istenilen enflasyon düzeyine ulaşmak olmalıdır.

1.1.8.2. Merkez Bankası Bağımsızlığı

Enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankası her şeyden önce bağımsız olmalıdır. Gruyter (1988:4), merkez bankası bağımsızlığını “ Parasal yönetimle ilgili olarak kurumun kantitatif hedefleri arasında yer alan temel kriterleri belirlemede kuruma verilen serbesti” olarak tanımlamaktadır. (Oktar aktaran Gül, Gürbüz ve Ekinci, 2006: 78), merkez bankası bağımsızlığını, “ Merkez Bankasının, para politikasını, siyasi otoritelerin nüfuzuna ve tasarrufuna maruz kalmadan, hedefleri doğrultusunda uygulayabilme, gerektiğinde değişiklik yapabilme esnekliğine ve inisiyatifine sahip olması” olarak tanımlamaktadır. Bağımsızlık kavramı, bu stratejiyi uygulayan birimlere güvenin artması, Merkez Bankasının saygınlığı ve kredibilitenin artması enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşması açısından oldukça önemlidir. Bu tanımlardan yola çıkarak bağımsızlık kavramı, Merkez Bankasının hiçbir denetim mekanizmasına tabii olmaksızın, piyasada ekonomik sisteminden kopuk kararların uygulanması olarak algılanmamalıdır. Bu durum, merkez bankasının hükümetten tamamen ayrılması anlamına gelmez ve para politikası kararı alınırken o günün genel iktisadi şartları göz önünde bulundurularak hareket edilmektedir. Merkez Bankasının bağımsızlık öğeleri aşağıda (Şekil 2) belirtilmiştir.

Yasal bağımsızlık, kamu otoriteleri ve Merkez Bankası arasındaki ilişkileri düzenleyen yasal sınırları kapsamaktadır. Bu madde, merkez bankası başkanının atanması, görev süresi, ne şekilde seçileceği, bankanın amaçları, hazinenin merkez bankasından borçlanma koşullarına dair prosedürleri kapsamaktadır (Büyükkakın, 2001: 55).



Şekil 2: Merkez Bankası Bağımsızlık Öğeleri

Fiili bağımsızlık ise yasal bağımsızlıktan farklı olarak, birçok resmi olmayan anlaşmaları içermektedir. Bunlara örnek olarak, Merkez Bankası'nın diğer kamu organlarıyla olan gayri resmi anlaşmaları, protokolleri ve üst düzey kamu yetkilerinin kişiliklerini kapsamaktadır (Aktan, 1998: 115). Merkez Bankası'nın yasal bağımsızlığı ancak fiili bağımsızlığı sağlamakla mümkündür. Çünkü yasal sınırlar çizilirken gösterilen duyarlılık, uygulamada aynı şekilde görülemeyebilir. Bu nedenle, yasayla belirtilen maddelerin uygulanabilirliği ve yasal bağımsızlığın etkin olması fiilen bağımsızlığın olmazsa olmaz koşuludur (Eroğlu ve Abdullayev, 2005).

Araç bağımsızlığı ise, merkez bankasına belirlenen amaç doğrultusunda uygulayacağı para politikasında bağımsız olmasıdır (TMCB, 2006: 7). Başka bir ifadeyle araç bağımsızlığı, Merkez Bankası'nın amacına ulaşmak için ne tür para ve döviz kuru politikası aracı kullanması gerektiğinin bağımsızlığını tanımadır. Merkez Bankası'nın önemli araçlarından biri politika faiz oranı olarak da adlandırılan kısa

vadeli faiz oranıdır. Araç bağımsızlığına sahip bir merkez bankası politika faizi kararı alırken hükümete danışmak zorunda değildir. Araç bağımsızlığına sahip bir Merkez Bankası'nın amacı ise amaç bağımsızlığını ilgilendirmektedir (Özatay, 2011: 314).

Amaç bağımsızlığı, Merkez Bankası'nın tam istihdam, büyüme, fiyat istikrarı gibi ekonomik göstergelerin hangilerinin hedefleneceği hususunda bağımsız karar alabilmesidir (TMCB, 2006: 7). Başka bir ifadeyle, Merkez Bankası'nın kararlaştırılan bir hedefe yönelik uygun para politikasını tek başına yönetme yetkisi amaç bağımsızlığı olarak adlandırılır (Altıntaş ve Taban, 2002). Özatay (2011:314)'a göre Merkez Bankası amacını kendi belirliyorsa amaç bağımsızlığına sahiptir. Amaç hükümet tarafından belirleniyorsa bu amaç bağımsızlığı olmaz. Bir Merkez Bankası amaç bağımsızlığına sahip olmayabilir, fakat araç bağımsızlığı kazanmıştır. Bu durum aslında demokratik açıdan daha arzulanan bir durumdur. Seçimle başa geçmiş hükümet yetkileri, yasayla merkez bankasına kendisine verilen hedefler doğrultusunda araç bağımsızlığı tanıyabilir. Bu kapsamda, Merkez Bankası'na para politikası araçlarıyla ulaşabileceği hedefler verilmelidir.

Ekonomik bağımsızlık ise, bir Merkez Bankası'nın kamu kesimine kredi açmasının yasal olarak yasaklanmasını ifade etmektedir. Dolayısıyla, bütçe açıklarının finansmanında Merkez Bankası'na başvurulmasının bu şekilde önüne geçilmektedir. Fakat Merkez Bankası'nın ekonomik bağımsızlığı, ekonomide istikrarı bozucu politika uygulamalarının önüne geçmede yeterli olmayabilir. Ekonomik bağımsızlık olsa dahi, kamu yetkilileri faiz kararına müdahalede bulunabilir. Para otoritesinden faizlerin düşürülmesi istenebilir. Bu açıdan ekonomik bağımsızlık ancak araç bağımsızlığı ile mümkündür.

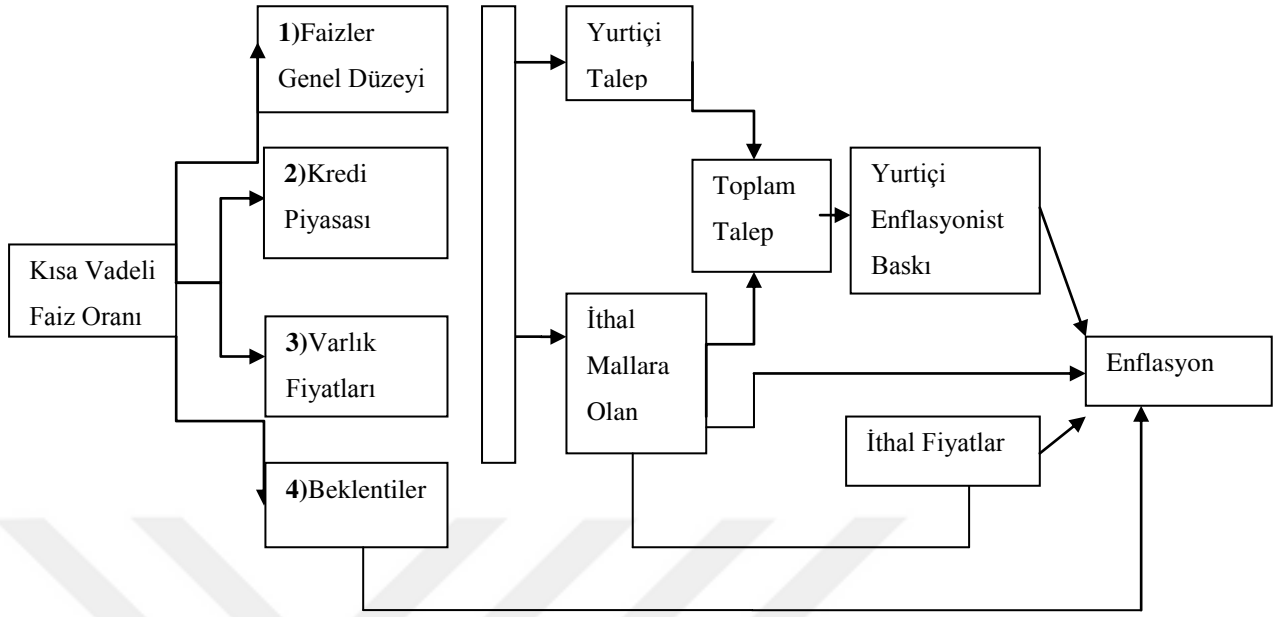
Politik bağımsızlık ise, Merkez Bankası Başkanının atanma ve görevden alınma biçimi, başkanın görev süresi, başkanlığa seçiliş şekli, merkez bankası yetkilileri ve hükümetle görüşme sıklığı, Merkez Bankası'nın üst organlarında hükümet yetkililerin ne ölçüde bulundukları gibi unsurlara bağlıdır. Örneğin, kamu otoritesi istediği zaman Merkez Bankası Başkanı'nı değiştiriyorsa politik bağımsızlık söz konusu değildir. Kısaca, Merkez Bankası Başkanının görevde kalma süresinin

kısa olması, her an yerine birinin atanabileceği hissiyatına kapılıp yanlış kararlar vermesi, hükümetin Merkez Bankası'nın üst yönetim organlarına istediği gibi atamalar yapması politik bağımsızlık kavramıyla çelişmektedir.

1.1.8.3. Düşük Mali Baskınlık

Bir ülkede enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi için mali baskınlığın olmaması gerekiyor. Frankel ve Rose (1994) mali baskınlığı "Gelecek dönemlerin faiz dışı bütçeleri öyle oluşmalı ki, kamu borç stokunu, parasal genişlemeye gitmeden, zamanla eritmekte bir sorun olmasın" olarak tanımlamaktadır. Mali baskınlığı önlemenin tek yolu ise maliye politikasını disipline etmekten geçmektedir. Mali baskınlık, para politikasının kamu kesimi finansman ihtiyacı doğrultusunda hareket etmesi anlamına gelmektedir (Khan 2003).

Başka bir ifadeyle, sürdürülemez bir kamu borcu Merkez Bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faiz ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak ve 'Akarım Mekanizması'nın etkinliğini azaltarak para politikasının verimliliğini azaltır (Şekil 3). Kamu otoriteleri, bütçe açık vermeye başladığı zaman finansal kesimden borçlanarak bu açığı kapatmaya çalışır. Özellikle, bütçe açıklarının fazla olduğu ekonomilerde, piyasada ödünç verilebilir kaynakların çoğu kamu sektörüne aktarılır. Bu durumda özel sektöre verilebilecek kredi hacmi oldukça azalmaktadır. Böyle bir durumda, aktarım mekanizması faiz haddi ve kredi piyasası kanalları direk, beklentiler kanalı ise dolaylı olarak etkinliklerini yitirdikleri için para politikası, talep ve fiyatlar genel düzeyi üzerinde istenilen düzeyde etkili olmamaktadır (TMCB, 2006: 9).



Kaynak: TCMB Bülteni. Sayı:6, Haziran 2007, Erişim Tarihi: .03.11.1016,
<http://www.tcmb.gov.tr/>

Şekil 3: Aktarım Mekanizması

Enflasyon hedeflemesi rejimi kapsamında uygulanan para politikasının etkili olabilmesi, dolayısıyla mali baskınlığın oluşmaması için kamunun merkez bankasından borçlanması minimal düzeyde olmalıdır. EH benimsemiş bir ülke, geniş bir gelir tabanına sahip olmalıdır ki; ülke içi piyasa ekonomisi kamu borçlarını karşılamaya yeterli olmalı, kamu borçları sürdürülemez düzeylere ulaşıp ekonomide yıkıcı etkilere neden olmamalı ve son olarak kamu otoriteleri kamu borçlarının karşılıksız para basılarak karşılandığı senyoraaj gelirine başvurmamalıdır (Scarlata, 2002: 173-174).

1.1.8.4. Finansal Sistemin Sağlam Olması

Merkez Bankası'nın, fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uygulayacağı enflasyon hedeflemesi rejiminin bir diğer önemli önkoşulu, güçlü ve gelişmiş finansal piyasalardır. Güçlü ve gelişmiş bir finansal sistemden kasıt, bankacılık sisteminin sağlam olmasıdır. Çünkü gelişmemiş bir finansal alt yapı para

politikasının verimliliğini azaltmakta ve nihai hedef olan fiyat istikrarı amacından uzaklaşmasına neden olmaktadır. Merkez Bankası, uygulayacağı para politikalarını bankalar aracılığı ile piyasaya sürdüğü için özellikle ticari bankalar bu aktarım mekanizmasında önemli rol oynamaktadır. Piyasaya para sürme, bankalar aracılığıyla yapıldığından, Merkez Bankası bu işlemi açık piyasa işlemleri, zorunlu karşılık ve reeskont oranları kanalıyla ticari bankaların açtığı kredilere etki etmektedir. Finansal piyasaların altyapısının zayıf olması, Merkez Bankasının piyasa tabanlı araçlarının kullanımını kısıtlayacağı için enflasyon hedeflemesinin etki alanını daraltacaktır (Çolakoğlu, 2002). Özatay (2011: 397)'ya göre, finansal piyasaların sıkı olmasından kasıt şudur; Merkez Bankalarına yasa çerçevesinde verilen bir görev de finansal sistemin istikrarını gözetmektir. Öte yandan Merkez Bankası, bankaların son başvurma merciidir. Yani, likiditeye sıkışan bir banka, başka bankalardan borçlanamıyorsa o bankaya Merkez Bankasının borç vermesi gerekmektedir. Aksi durumda, gereksinimi gidermek için borçlanamayıp o bankanın borçlu olduğu bankalar da zor duruma düşecek ve bir bankanın sorunu tüm bankaların sorunu haline gelecektir. Finansal sistemde sorunlu bankalar varsa, Merkez Bankası için birincil amaç finansal sistemi korumak olacaktır.

Finansal istikrar, enflasyon hedeflemesi kapsamında para politikasının işleyişini oldukça kolaylaştırmaktadır. Çünkü finansal sektörün sağlığıyla ilgili şüphe yoksa Merkez Bankası enflasyon hedeflerini izlemeye olanak bulmaktadır. Bir ülkede finansal istikrar, piyasaların krizlere karşı hazırlıklı olması olarak da tanımlanabilir. Bir ekonomide kriz durumunda, en çok finans sektörü bundan etkileneceği için enflasyon hedeflemesi uygulayan bir Merkez Bankası için finansal istikrar oldukça önemlidir (Öztürk, 2003: 95).

Sorunsuz işleyen finansal piyasalar, enflasyon hedeflemesi rejimi altında, para politikasının işlevini arttırmaktadır. Derin ve likit finansal piyasalar, ileriye dönük iktisadi kararları, piyasa beklentilerini ve ekonomik kurallar ile ilgili varlık fiyatlarındaki değişimlerin Merkez Bankasına bilgi olarak aktarılmasını sağlar. Bunun yanı sıra, derin ve likit mali piyasalar şoklara karşı direnç oluşturmakta ve Merkez Bankasının kısa vadeli şokların etkilerini büyük ölçüde azaltmasına ya da

Merkez Bankasının önceliğinin finansal istikrardan ziyade, enflasyon hedeflemesi olmasını sağlamaktadır (Tutar, 2005: 18). Finansal sektörün, devlet tahvili ve hazine bonusu gibi araçlarla kamu borç yükünü karşılayacak düzeyde olması, Merkez Bankasının hazine borçlanmasında üstleneceği yükümlülüğü de önemli ölçüde azaltacaktır. Ayrıca, finansal piyasaların iyi işlemesi para ve döviz kuru operasyonlarının etkinliğini de arttırmaktadır. Bu işlemleri Merkez Bankası, yaygın piyasa fiyatlarından herhangi bir sapma olmadan, geniş çapta yönetme gereği duyabilir. Merkez Bankası, para politikalarını etkin bir biçimde yönetmek için bilançolarını ve ülkenin döviz rezervlerini kontrolü altında tutarak, gerektiğinde nihai ödünç verici olarak kredi verebilmektedir. Özellikle, gelişmekte olan ülkelerde dolarizasyon sorunu ortaya çıktığı için finansal sistemin gelişmesi dolarizasyonu baskılayarak para politikasının etkinliğini arttırmaktır (Carare ve diğ., 2002). Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesi uygulayan ekonomilerin para otoriteleri iyi işleyen bir finansal yapı oluşturarak, derin, likit ve güvenilir piyasalar aracılığıyla para politikasını daha etkin hale getirmektedirler.

1.1.8.5. Diğer Koşullar

Merkez Bankası'nın bağımsız olması, düşük mali baskınlık ve gelişmiş finansal piyasalar, enflasyon hedeflemesi uygulayan bir ülkede bulunması gereken en önemli ön koşullardır. Fakat enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanabilmesi için çok önemli olmasa da başka koşullardan da söz etmek mümkündür.

Bunlardan birincisi, geçmiş dönemlerdeki enflasyon oranı dikkate alınarak, geleceğe ait enflasyon beklentilerinin oluşmasıdır. Bilhassa, geçmişte yüksek enflasyonla mücadele etmiş bir ülkelerde, enflasyon düşürülmek isteniyorsa ve geçmişten gelen bir önyargı varsa enflasyon oranını düşürmek oldukça zorlaşmaktadır. Benzer şekilde, karar birimlerinin gelirlerinin geçmiş enflasyona göre ayarlanmasını sağlayan 'endeksleme mekanizmaları' enflasyonu inatçı kılmaktadır.

İkinci olarak, uzun yıllar yüksek seviyelerde enflasyona maruz kalmış ülkelerde, tüketim ile yatırım karaları alınırken, mal ve hizmet fiyatları yabancı para cinsinden belirlenmektedir. Bu şekilde döviz kuru, enflasyonu etkileyen önemli bir etken haline gelmektedir. Döviz kuru dışsal şoklara karşı duyarlı olduğundan, krizlerin yaşandığı yükselen ekonomilerde ani sermaye çıkışları sonucunda ya da gelişmiş ülkelerde faizlerin attırılması, gelişmekte olan ekonomilerde sermaye çıkışına sebep olmaktadır. Sonuç olarak, döviz talebi artmakta ve bu da enflasyonist baskı yaratmaktadır. Böylelikle, bir ülkede enflasyon hedeflemesi uygulaması oldukça zorlaşmaktadır.

Son koşul ise, kuvvetli bir araştırma bölümüne sahip olmaktır. Ekonomik modelleme konusunda yetişmiş uzmanların istihdam edilmesi gerekmektedir. Faiz tepkisinin verilebilmesi için geleceğe dönük enflasyon tahminlerinde bulunmak gerekmektedir. Araştırma bölümüne ek olarak, enflasyon hedeflemesi sağlam bir analiz gerektirdiği ve doğru faiz kararlarının alınabilmesi için piyasalardan ve finansal sistemden sorumlu birimlerin de kuvvetli olması gerekmektedir (Özatay, 2011: 399).

1.1.9. Enflasyon Hedeflemesinin Özellikleri

Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde birçok tanım yapan ekonomistler, akademisyenler ve çeşitli kurumlar ortak noktalar belirleyerek, enflasyon hedeflemesi stratejisinin genel özelliklerini aşağıdaki gibi sıralamaktadır:

- Orta vadeli rakamsal bir enflasyon hedefi belirlenir ve bu kamuoyuna duyurulmuş olmalıdır. Merkez Bankası belli bir süre sonunda, amaçlanan hedefe ulaşacağını belirtmeli ve kamuoyunun yürürlüğe girecek para politikasını kolaylıkla anlamasına olanak tanımalıdır. Sayısal hedefin nasıl ve kim tarafından belirleneceği ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Enflasyon hedefleri kimi ülkelerde, kamu otoriteleri tarafından, kimilerinde Merkez Bankası tarafından ve bazı ülkelerde de hükümet-Merkez Bankası işbirliği içinde ilan edilmektedir. Ülke bazında

enflasyon hedeflerini hangi kurumların açıkladığı aşağıda gösterilmektedir (Tablo 2).

- Merkez bankası, enflasyon hedeflemesi stratejisi doğrultusunda uygulayacağı politika araçlarını belirlerken tutarlı davranmalıdır. Bu çerçevede Merkez Bankası'nın en önemli politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır.

Tablo 2: Rakamsal Enflasyon Hedefin İlanı

Hükümet	Güney Afrika, İngiltere, İsrail, Norveç, Endonezya
Merkez Bankası	Çek Cumhuriyeti, İsveç, Slovak Cumhuriyeti, Kore, Polonya, Şili, Tayland, Meksika
Hükümet + Merkez Bankası	Avustralya, Brezilya, Filipinler, İzlanda, Kanada, Kolombiya, Macaristan, Peru, Romanya, Türkiye, Yeni Zelanda

Kaynak: TMCB Enflasyon Hedeflemesi Kitapçığı, 2006: 11 (Akt. Gül, Ekinci ve Gürbüz,2006,sf.54)

- Merkez Bankası'nın belirlemiş olduğu enflasyon hedefini, kamuoyuna ilan etmesi yeterli değildir. Bunun yanı sıra, Merkez Bankası planlarını, almış olduğu kararları kamuoyuna açıklarken, öncesinde açıklayacağı tarihi kesinleştirmiş olması gerekmekte ve bu kararları açıklarken gerekçeleriyle birlikte şeffaf davranmalıdır
- Enflasyon hedeflemesi rejimi altında, Merkez Bankası'nın ileriye yönelik enflasyon tahminleri önem arz etmektedir. Buna ek olarak, Merkez Bankasının gelecekteki makroekonomik değişkenler hakkında da geniş bir vizyona sahip olması da gerekmektedir. Bu, Merkez Bankası'nın faiz kararlarına ya da oluşabilecek enflasyonist baskı karşısında tedbir alma konusunda yol göstermektedir.

- Enflasyon hedefi rejimi uygulamasında ileriye dönük enflasyon beklentileri önemli bir husustur. Özellikle kronik enflasyonla mücadele etmiş ülkelerde, enflasyondaki inatçılığı kırmak oldukça güçtür. Bu bağlamda, Merkez Bankası'nın beklentilere ve iletişimine yönelik analiz biriminin gelişmiş olması gerekir (Parasız, 2011:321-322).

Kısaca, Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi kapsamında, asıl hedefini, uygulamayı planladığı ve gelecekte uygulayacağı para politikası araçlarını, ekonomik gidişat hakkında bilgi ve görüşlerini, şeffaflık ve güvenilebilirlik koşulları doğrultusunda kamuoyuna sunmalıdır. Bir sonraki alt bölümde enflasyon hedeflemesi rejiminin özelliklerinden, hesap verilebilirlik ve şeffaflık, güvenilirlik ve esneklik kavramları açıklanmaktadır.

1.1.9.1. Hesap Verilebilirlik ve Şeffaflık

Hesap verilebilirlik aynı zamanda Merkez Bankası'nın uygulayacağı para politikasına dışarıdan gelebilecek herhangi bir müdahaleyi de önlemektedir (Mishkin, 1999). Enflasyon hedeflemesi yaklaşımında, vatandaşın hesap verilebilirlik hakkında bilgilendirilmesi ve para politikasının işleyişinin etkinliğinin artırılması için Merkez Bankası politika değişikliklerini ve bu değişikliğin nedenleriyle birlikte açık bir şekilde kamuoyuna arz etmelidir. Halkın para politikası, piyasalar ve politik hedeflerle ilgili bilinç düzeyinin atması, enflasyon hedeflemesi stratejisinin verimliliğini arttıracaktır (Croce ve Khan, 2000). Bu nedenle, Merkez Bankası her daim para politikasının amaç ve araçları konusunda kamuoyunu bilgilendirmek ve bu amaçları çeşitli yollara yapmaktadır.

Politikayı uygulayan kamu otoriteleri ve merkez bankalarına karşı güvenin artması, saygınlığın kazanılması ve hedeflenen amaç doğrultusunda istenilen sonuçların elde edilmesinde önemli rol oynan bir diğer özellik ise şeffaflıktır. Bu kavram, Merkez Bankasının para politikası amaçlarıyla ilgili halkı en doğru biçimde bilgilendirmesi olarak adlandırılabilir (Mishkin, 1999).

Daha şeffaf bir para politikası için;

- Merkez Bankası belirli aralıklarla basın açıklaması ya da konferanslarla bilgi vermeli,
- Güncel iktisadi ve finansal gelişmeler ve Merkez Bankasının hedefleriyle ilgili genellikle üç aylık frekansta enflasyon raporları kullanılabilir. Bu raporlar, mevcut ekonomik durumu analiz etmeli ve çoğunlukla geleceğe yönelik öngörüler tartışılmalı,
- Enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankasının duyurularını ve özel Merkez Bankası yayınlarını da içermelidir.

Enflasyon hedeflemesinin özelliklerinden biri olan hesap verilebilirlik ve şeffaflık ilkesi, kurumun güvenilirliğinin artırılması açısından önemlidir. Para politikalarının saygınlığı, bireylerin ileriye yönelik davranışları etkilemektedir. Bu nedenle, politika uygulayıcıların şeffaf ve hesap verebilir nitelikte olması enflasyon hedeflemesi başarısını önemli ölçüde etkilemektedir.

1.1.9.2. Güvenilirlik

Para politikasının işleyişi ve etkinliğinin önemli bileşeni olan güvenilirlik kavramı, enflasyon hedeflemesinin önemli unsurlarından biridir. Güvenilirlik, para otoritesinin yapmış olduğu taahhütlerin yerine getirilmesinde kamuoyunun herhangi bir şüpheye kapılmaması ve halkın para otoritelerinin sözleşmelerine inanmasıdır (Gül, Ekinci ve Gürbüz, 2006: 96). Başka bir ifadeyle güvenilirlik, iktisadi politikaların cari dönemdeki durumu ile gelecekteki gidişatına yönelik yapılacak analizlerin, politika yapımcıların başlangıçta duyurdukları program ile örtüşmesi anlamına gelmektedir. Güvenilirliğin temel ilkesi, merkez bankasının uygulayacağı para politikalarının, yasal hedeflerin ve sınırların, kamuoyu algısıyla tutarlı olmasıdır (Karaçor ve diğ., 2005).

Güvenilirlik kavramının ölçümü konusunda birçok yöntem mevcuttur. Birinci ölçüt, özel sektörün merkez bankasının açıklamalarını inandırıcı bulup bulmamasıdır. Bu iki farklı yöntemle yapılmaktadır. Bunlardan birincisi, ilan edilen rakamsal bir enflasyon hedefinin özel kesim enflasyon hedefi tahmini ile örtüşüp örtüşmediğidir.

Diğeri ise, verilen bir enflasyon hedef tahmini ile gerçekleşen değerin kıyaslanması yoludur. Enflasyonla mücadele kapsamında güvenilirliğin kazanılması, parasal aktarım mekanizması üzerinde olumlu etki yaratarak enflasyondan arınma sürecini hızlandırmaktadır (Şanlı, 2006).

Güvenilirliğin sağlanması hiç şüphesiz ki uzun soluklu bir süreci kapsamaktadır. Merkez Bankasının enflasyon hedeflemesi doğrultusunda, amaç ve araçlarını kamuoyuna sunmuş olması güvenilirlik kazandığı anlamına gelmemektedir. Bu ilke, uzun vadede fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olumlu ilerleme kaydetmesiyle kazanılmaktadır. Bu ilerlemenin halk tarafından öğrenilmesi için, belirli aralıklarla enflasyon durumuyla ilgili analizleri içeren raporların yayınlanması ve kamu otoriteleriyle periyodik olarak bir araya gelinerek, toplantı tutanakların halka sunulması gerekmektedir. Böylelikle, ekonomik karar birimleri bu raporlardan para otoritelerinin faiz oranları konusundaki kararlarını değerlendirip, halka sunulan önerilerle kıyaslama imkânı bulmaktadır (Oktar, 1988: 44-45).

1.1.9.3. Esneklik

Enflasyon hedeflemesinin özelliklerinden biri de esneklik kavramıdır. Esneklik kavramı, para otoritelerinin kısa dönemli makroekonomik değişikliklere, fiyat istikrarı sağlama görevi kapsamında enflasyon hedeflemesinin sağlamış olduğu esneklikle sağladığı dengeleyici karşılık olarak açıklanmaktadır. Merkez Bankasının yükümlülüklerinin ve şeffaflığının azaltılması ya da arttırılması, esneklik kavramının etkinliğiyle doğru orantılıdır. Bu nedenle, şeffaflık ve esneklik arasındaki dengenin sağlanması enflasyon hedeflemesi stratejisinin işleyişi açısından önemlidir. Enflasyon hedeflemesi kapsamında çok esnek bir Merkez Bankası, kamuoyunun güveninin kazanılmasında etkili olurken, katı bir para politikasının uygulanması piyasalarda istikrarsızlığa neden olabilmektedir (Paya, 2013: 30).

İKİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ UYGULAMASI

2.1. TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ ÖNCESİ DÖNEM

Bu bölümde Türkiye’de enflasyon hedeflemesine geçiş öncesi yaşanan ekonomik önemli gelişmeler olan 24 Ocak 1980 kararları, 5 Nisan 1994 Kararları ve 9 Aralık 1999 Yılı İstikrar Programına kısaca değinilmektedir. Ayrıca, 2001 yılında uygulanan parasal hedefleme programı, 2001 krizi ve sonrasındaki ekonomik süreçler kısaca açıklanmaktadır.

Türkiye iktisat tarihinde, enflasyonist sürecin esasen 1970’li yıllardan itibaren belirginleştiği gözlemlenir. Öncesi dönemde ise, özellikle büyük bunalım sonrasında kamu otoriteleri yaşanan küresel sıkıntıyı kontrol altına alabilmek için daralcı para ve maliye politikaları uygulamıştır. 1950-1953 döneminde, para stoku, toplam harcamalar ve büyüme hızının artmasıyla, enflasyonist baskı oluşmuştur. Tarımın birincil sektör olduğu Türkiye’de iklim koşullarının kötü seyri, tarımsal üretimin olumsuz etkilenmesine ve fiyatlar genel düzeyinin artmasına neden olmuştur (Karluk, 2014: 426). 1973 yılı sabit döviz kuru sistemine dayalı Bretton Woods’un çökmesinden kaynaklı birinci petrol krizine kadar ılımlı seyreden fiyatlar genel düzeyinde sıçramalar yaşanmıştır. Türkiye’de gerekli tedbirlerin alınamaması sonucu, döviz rezervleri erimiş, ithal mallarda siyasi kaynaklı gecikmelerle birlikte GSMH hızla düşmüştür. 1978-1979 dönemi ödemeler dengesinde bozulmaların yaşandığı, dış borçların sürdürülemez olduğu ve krizin önlenemediği dönem

olmuştur (Parasız, 1998: 149-176). Yaşanan gelişmeler neticesinde istikrar programları yürürlüğe girmiş, ancak ülke içindeki siyasi tutarsızlık, küresel destek bulunamaması gibi sebeplerle başarılı olunamamıştır.

1980 öncesi uygulanan istikrar programlarının başarısızlığı neticesinde, işbaşına gelen yeni iktidar ülkeyi içinde bulunduğu derinleşen ekonomik krizden çıkarmak için 24 Ocak 1980 yılında, yeni önlem paketini açıklamak zorunda kalmıştır (Şahin, 2011: 180-182). Bu programın amacı, hükümetin piyasalara müdahalesini minimize etmek, serbest piyasa ekonomisine geçmek ve Türkiye ekonomisinin küresel ekonomiye entegresini sağlamaktır. Bu kapsamda, yerli paranın değeri düşürülerek ihracat teşvik edilirken, daraltıcı para politikalarıyla yurtiçi talep azaltılıp, üretilen mal ve hizmetlerin fiyatları yüksek düzeylerde tutulmaya çalışılmıştır. Bu uygulamalarla, istikrar programının enflasyonist etkisi azaltılmıştır (Usta, 2003: 43-44). Öte yandan, fiyat politikaları serbest piyasa koşullarında belirlenmiş, kamu tarafından arz edilen mal ve hizmetlerin fiyatı önemli ölçüde arttırılmıştır (Binay ve Kunter, 1998). Ancak yürürlüğe konan bu yapısal değişiklikler milli istikrarın sağlanmasında yeterli olamamış ve bunun neticesinde Türkiye ekonomisi 1988 yılında kendini yeni bir krizin eşiğinde bulmuştur. Bu kriz neticesinde, fiyatlar genel düzeyini artması talebin azalmasına, üretimin düşmesine ve yatırım hacminin daralmasına neden olmuştur (Karluk, 2014: 407).

Türkiye 1994 yılında, cumhuriyetin tarihinin en yüksek kamu kesimi borcuna ve bütçe açığına şahit olmuştur. Bu dönemin içyapısına bakıldığı zaman, Türkiye ekonomisi ciddi boyutlarda borç baskısı altında kalmış ve ilk kez dış borç ödeyebilmek için öz kaynaklardan daha fazla borçlanma yoluna gitmiştir. Bu nedenle, dış borçlar zamanla iç borçlara dönüşmüştür. Bu dönemde, kısa vadeli uygulanacak olan politikalarla faiz oranı düşürülerek piyasalarda para stoku arttırılmaya çalışılmıştır. Ancak, artan para miktarı dövize olan talebi arttırmıştır. 1994 yılında bir yandan dövize olan talebi baskılamak ve bütçe açıklarını kapatmak amacıyla yoğun şekilde iç borçlanma stratejisi uygulanmıştır. 5 Nisan 1994 yılında, iktidar döviz değerini azaltmak ve kısa dönemli borçların ödenmesi ve ekonomik dengenin yeniden sağlanması amacıyla yeni bir ekonomi paketi ilan etmiştir

(Kepenek ve Yentürk, 2001: 484). Bu kararlarda, döviz çapa olarak seçilmiş ve bu uygulama çok kısa vadeli olmuştur.

Türkiye, 1990lı yıllarda oluşan dışsal şokların da etkisiyle ekonomik krizlere maruz kalmıştır. Bu krizlerin nedenlerinin başında, Türkiye'nin sürdürülemez bir borç içinde bulunması ve dış borçlarını ödeyebilecek yeterli mali altyapıya sahip olmayıp, reel faizlerin yükselmesidir. İkincisi ise, devlet bankalarının sağlam bir finansal altyapıya sahip olmamasıdır. Dışa bağlı bir ekonomiye sahip olan Türkiye ekonomisi, ihracat faaliyetlerin azalması ve bunun neticesinde yurtiçi talebin düşmesi, uluslar arası piyasalarda oluşan güvensizlik nedeniyle ve yüksek reel faizlere rağmen ülke içine sıcak para girişinin sağlanamamasıyla krizin eşiğine gelmiştir. Derinleşen ekonomik darboğaz neticesinde, Türkiye ekonomisinde köklü bir reform yapmanın gerekliliği gündeme gelmiştir.

IMF'ye sunulan Aralık 1999 niyet mektubunda, fiyatlar genel düzeyinin düşürülmesi hedefinin öncelikli amaç olduğu bildirilmiştir. Bu amaç doğrultusunda 2000 yılından itibaren geçerli olacak birikim ve büyüme planı yürürlüğe konmuş ve "Enflasyonu Düşürme Programı" ilan edilmiştir (Şahin, 2011: 228-229). Bu anlaşmanın ana hatları, tüketici fiyat endeksini ve reel faizleri belirli bir düzeye indirmek, kamu finansman yapısını sağlamlaştırmak, ekonomik büyüme ve eşit kaynak dağılımı sağlamaktır (Erçel, 1999). Bu program, ilk etapta ekonomide sert daralmacı politikalara başvurmadan enflasyonu düşürmeyi hedeflemektedir. Türkiye uygulanan bu stratejiyle, dalgalı döviz kur sistemini benimsenmiştir. Bu kur politikasıyla birlikte, merkez bankası ileriye dönük belirsizliği minimize etmeyi, enflasyondaki inatçılığı kırarak yabancı yatırımları teşvik etmeyi ve kur kaynaklı risk primini ortadan kaldırmayı amaçlamıştır. Böylelikle, ülkeye yabancı sermaye girişi sağlanarak, uzun vadede iktisadi büyümenin hız kazanması amaçlanmıştır (Öztürk, 2003: 170). Ancak alınan tedbirlerle arzulanan hedeflere ulaşılamamış ve Türkiye tekrar 2001 yılında ekonomik krizle karşı karşıya kalmıştır.

2.1.1. 2001 Krizi ve Yaşanan Ekonomik Gelişmeler

Türkiye’de yaşanan kronikleşmiş makroekonomik istikrarsızlığa çözüm bulmak amacıyla, 2000’nin başında yürürlüğe giren kura endeksli istikrar programı (IMF ile imzalanan stand-by anlaşması tabanlı) 2000 yılı Kasım ayına kadar oldukça başarılı bir şekilde yürütülmüştür. Yurtiçi talepte artış ve çıktı düzeyinde toparlanma yaşanmış, borsa işlem faaliyeti yüksek düzeylere ulaşmış, fiyatlar genel düzeyi ise dört yılın en düşük seviyelerine gerilemiştir. Ancak, istenilen düzeyde enflasyon hedefine ulaşılamamıştır. Bu nedenle, hedeflenen enflasyona endekslenen kur oranı TL’nin değer kazanmasına sebep olarak ihracat faaliyetlerinin azalmasına neden olurken, düşen faiz de ithal mallara olan talebi arttırarak, cari işlemler açığını 2000 yılı sonunda %9,8 seviyelerine yükseltmiştir (Yeldan, 2013: 70-92). Bu artış ekonomik piyasalarda devalüasyon olacağı kaygısı yaratmıştır. Sonuç olarak, Türkiye 22 Kasım 2000’de ciddi bir krizin eşiğine gelmiştir. Yaşanan bu kriz yüksek faiz haddi, 5,6 milyar dolarlık rezerv kaybı ve 7,5 milyar dolarlık ekstra IMF fon kaynağı ile atlatılmıştır. Saygınlığını yitirmiş bir para otoritesi, kontrol altına alınacağı belirsiz cari açık ile program üç ay uygulanabilmiştir. Tam olarak kriz allatıldı derken, Türkiye 19 Şubat 2001 yılında yeni bir kriz dalgası ile karşı karşıya kalmıştır (Keyder, 2012: 24-43). Ancak bu defa döviz krizi de baş göstermiştir. Kriz öncesinde 27.94 milyar dolar olan TCMB döviz rezervleri, 23 Şubat’ta 22.58 milyara dolara inmiştir. Bu krizin patlak vermesindeki en önemli neden, Hazinesin kamu borcunu uzun bir süre kamu bankalarına ödeyememesi ve bunun sonucunda kamu finans kesiminin özel banklara karşı sorumluluklarını yerine getirememeleridir (Parasız, 2001: 463-464). 2001 yılı İkinci Dünya Savaşından bu yana Türkiye için en derin ve yıkıcı krizin yaşandığı yıl olmuştur (Karluk, 2002: 479-480).

Türkiye’de meydana gelen krizin oluşmasındaki temel unsurlar şöyle sıralanabilir:

- Enflasyon tahminin beklenenin üzerinde olması sonucunda Türk Lirası’nın aşırı değerli hale gelmesi,

- Aşırı değerlenen TL'nin ihracat hacmini daraltması, ara malı ve yatırım malı ithalatına yoğun talep artması sonucunda cari işlemler açığının ciddi boyutlara ulaşması,
- Kamu bankalarının görev zararları nedeniyle para piyasalarında baskıya sebep olması,
- Banka, reel ve kamu sektörünün açık pozisyonu,
- Yeterli sermayeye sahip olmayan mali sektör ve bunların neticesinde kur ve faiz oranının riskli düzeylere ulaşmasıdır.

Türkiye ekonomisinde tüm bu gelişmeler yaşanırken, dışsal faktörlerin de ülkedeki kriz ortamını perçinlediği göz ardı edilmemelidir. Özellikle, petrol varil fiyatının 10 dolardan 30 dolar düzeylerine çıkmasıyla döviz ödemelerindeki yükümlülüklerin artması, ödemeler dengesini olumsuz etkilemiştir. Bunun yanında, küresel piyasalarda meydana gelen faiz artışları da borçlanma maliyetlerini arttıran bir diğer etken olmuştur.

2000 yılı enflasyonu düşürme programı üç ana temele dayanmaktaydı. Birincisi, kamu reformu, ikincisi hareketli sabit kur ve üçüncü olarak sosyal güvenlik, özelleştirme ve tarım kesimine yönelik yapısal içerikli reformlardı. Bu program temelinde yalnızca fiyat istikrarını sağlama amacı gütmeyip, ayrıca milli ekonomide kalıcı yapılanmaları da barındırmaktaydı. Bu programda yer alan birçok ekonomik ve sosyal önlem, dolaylı ya da direkt olarak enflasyonu kontrol altına almayı hedeflese de esasen önemli makroekonomik göstergelerin iyileşmesi hedeflenmiştir. Özetle bu program, kamu yetkileri bir taraftan tarım ve işgücü, destekleme ve emeklilik fonu gibi sosyal-siyasal alanlarda köklü reformlar hedeflerken, diğer taraftan da devletin mali ve yetkilerini, teknik işlevlerine ve yükümlülüklerine kısıt getirerek ulusal mali ve finans piyasalarının tümüyle dış sermaye tarafından denetlenmesinin önünü açmıştır. Hiç şüphesiz ki iktisadi büyümenin sağladığı kaynaklar ve mali sektörün borçlanma gereklerinin direkt olarak dış kaynak girişine endekslenmesiyle, ekonomik sistemin kırılgan ve belirsiz bir yapıya dönüşmesine neden olduğu su götürmez bir gerçektir (Yeldan, 2013: 50-135) .

2001 yılı IMF rezerv-destek kredisi olanağına rağmen, Türkiye ekonomisi için son derece sıkıntılı bir yıl olmuştur. Özellikle, Kasım 2000 ve Şubat 2001 de yaşanan krizler, finansal kesiminde içinde bulundurduğu birçok problemi de beraberinde getirmiştir. Bankacılık sektörü 2001 Şubat krizinden sonra “faiz ve kur riski” ile karşı karşıya kalmıştır (Serdengeçti, 2001). Bu riskin oluşmasının birçok nedeni vardır. Kriz öncesinde bankaların döviz cinsinden borçları alacaklarına göre daha fazladır. Bankaların varlıkları ile borçlarının vadeleri arasındaki fark giderek açılmıştır. Özellikle, gecelik repoların ağırlığı ve batık krediler sürekli artış göstermiştir. Bu dönemde, kamu bankalarının kamu kesiminden alacakları yüksek miktardadır. Özel bankaların ise repo cinsinden çok kısa vadeli borçlarının bilançodaki ağırlığının fazla olması ve döviz cinsinden mevduatları lira cinsinden mevduatlarına görece fazladır. Bu noktada, kamu bankalarında oluşan ‘görev zararı’ durumu ve özel bankaların kısa vadeli borçlanıp, önceden yüksek faizle almış olduğu tahvilleri uzun vadede, düşük faizle yani yüksek fiyatla satarak kar etme arzusu finansal kesimin daha fazla kırılganlaşmasına neden olmuştur. Bankacılık sektöründe oluşan zafiyet, spekülasyonun kabarmasına, dolayısıyla dövize olacak herhangi bir talep artışında ise hükümetin döviz kuru rejimini koruma amacıyla faiz oranlarının çok yüksek düzeylerde uzun süre kalmasına rıza göstermesine, bu da bankacılık sektörünün durumunun kötüleşmesine sebep olacaktır. Ancak, kamu otoriteleri döviz kuru rejimini korumak yerine, devalüasyona ya da yerli parayı dalgalanmaya bırakmayı tercih ettiği zaman üretimin önündeki engelin ortadan kalkmış olması gerekmektedir. Ancak 2001 krizinden sonra Türkiye için tam tersi gerçekleşmiş, ekonomik daralma yaşanmış ve işsizlik artmıştır (Özatay, 2011: 540-540). Çünkü krizler neticesinde faiz ve enflasyondaki artış ve döviz kurlarındaki oynaklık güvensizlik ortamı yaratmıştır. Bu durum, reel sektörü negatif etkilemiştir. Ekonomik durumun daha fazla kötüleşeceği kaygısıyla, kapasite kullanım oranları düşmüş ve 2001 ilk üç ayında sanayi üretimi %2 gerilemiştir. Faiz oranlarındaki artış, yerli paranın değer kaybı ve işsizliğin artması sonucunda tüketim talebi azalmış ve enflasyonda hızlı bir yükselme eğilimi olmuştur (Serdengeçti, 2001). Sonuç olarak kriz öncesinde, yüksek bütçe açıkları, net kamu borcunun ciddi düzeylere ulaşması, çok kısa borçlanma vadeleri, yüksek reel faiz, birikmiş iç ve dış borç, yüksek cari açık, finansal sistemin zayıflığı ve buna paralel olarak spekülasyonun

iştahını kabartan bir dizi siyasi ve sosyal gelişmeler yaşanmıştır (Özatay, 2011: 540-540).

Yaşanan tüm bu gelişmelerin neticesinde, bir ülkede istikrarlı bir ekonomik işleyişin en temel koşulu sağlam iktisadi temellerin varlığıyla mümkündür. Gerekli önkoşulların sağlanamadığı ekonomilerde, istikrarlı bir ekonomik işleyiş için uygulanacak olan para politikası ya da kur rejimi işlevselliğini yitirecektir. Nitekim sorunlu finansal kesim ve yüksek açıklarla üzerinde politika yapan kamu otoritelerinin olduğu ülkelerde, döviz kurunun çapa olarak uygulanmasının kısa sürede krizlerle sonuçlandığı yönünde bulgular bulunmaktadır. Ayrıca iktisadi temellerdeki düzelmede hedeflere ulaşılması tek başına yeterli olmayıp, para ve maliye politikalarının yanında bekleyişlerin de dikkate alınması, para politikalarının fonksiyonelliğini arttıracaktır. Bir sonraki bölüm 2001 krizi sonrası yaşanan gelişmeleri anlatmaktadır.

2.1.2. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Öncesi, 2001 Krizi Sonrasındaki Koşullar

Türkiye ekonomisinde 2001 Krizinden sonra, maliye ve özellikle para politikaları uygulamalarında bazı yapısal değişikliklerin yapılması gerektiği kanaatine varılmıştır. 25 Nisan 2001’de çıkarılan 4651 sayılı Kanun ile TCMB bağımsız bir kurum haline gelmiştir. Bu Kanunla TCMB’ye uygulayacağı para politikasını ve hedefleri doğrultusunda kullanacağı para politika araçlarını kendisinin belirleyeceği kuralı getirilmiştir. Böylelikle TCMB, araç bağımsızlığına sahip olmuştur. Bu dönemde yaşanan önemli bir düzenleme ise, TCMB’nin Hazineye doğrudan kredi açılmasının yasaklanmasıdır. Böylelikle uzun dönemli yüksek enflasyonun en önemli nedenlerinden biri olan kamu açıklarının Merkez Bankası kaynakları ile karşılanması devri sona ermiştir.

2001 krizi sonrasında döviz kuruna endeksli enflasyon uygulaması başarısız olmuştur. 22 Şubat 2001’de kur dalgalanmaya bırakılmış ve bunun sonucunda oluşan güvensiz ve istikrarsız ekonomik ortamın iyileştirilmesi ve tekrardan böyle krizlerin yaşanmaması amacıyla iktisadi yapının yeniden dönüşümü için mayıs ayı ortasında ‘Türkiye’nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” yürürlüğe girmiştir (Keyder,

2002:455). Programın öncelikli amacı, önemli bir mali, buna paralel olarak parasal disiplinin sağlanması ve bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasıdır. Bu hedeflerin dışında, krizlere neden olan kurumsal yapının köklü değişimini içeren birçok reform gündeme gelmiştir.

Krugman (2008), Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı'nın tasarımını "Döviz çapası politikasının terk edilmesi yeni bir nominal çapa gereğini ortadan kaldırmamaktadır. Enflasyonun ara hedefler konulmak suretiyle kontrol altında tutulması, dünya ekonomilerinde yaşanan son gelişmelere paralel olarak nihai hedef olan doğrudan enflasyonun seçilmesi yoluna gidilmiştir. Benzer şekilde ülkemizde de enflasyon hedeflemesine geçilmesi, gerekli şartlar oluştuktan sonra, gerçekleştirilecektir... Enflasyon hedeflemesine tam anlamıyla geçiş sağlanana kadar bu ara dönemde para politikasının tespit edilmesi ve yürütülmesinde Merkez Bankası 2001 yılında parasal büyüklüklerin kontrolüne odaklanacaktır." şeklinde özetlemiştir. Guillen (2009) ise bu programı "Bu çerçevede, 2000 programındakine benzer şekilde para tabanı ve net iç varlıklara üst sınır getirildi, net uluslararası rezervlerin ise belli bir sınırın üstünde tutulması amaçlandı." şeklinde özetlemiştir.

Kriz sonrasında yürürlüğe konan parasal uygulamalar, para otoriteleri tarafından memnuniyetle karşılanmamıştır. Yukarıda belirtildiği gibi, TCMB'nin parasal büyüklükleri kontrole dayanan bir para politikası rejimini uygulamak istememesinin birçok nedeni bulunmaktadır. Bunlardan birincisi nedeni, yüksek işsizlik oranı ve daralan ülke ekonomisiyle sonuçlanan 2000 yılında yürürlüğe giren, 2001 kriziyle sonuçlanan ekonomik paketin de benzer maddeleri içermesidir. Bu sebeple, dönemin para otoritelerinin itibarlarını yitirdiklerini ve ileriye yönelik enflasyonla ilgili beklentilerini şekillendiremeyeceklerini düşünmektedir ve benzer bir strateji izlemenin bir yararı olmayacaktır.

Geriye tek bir seçenek olan enflasyon hedeflemesi kalmaktadır. Ancak enflasyon hedeflemesi rejimine erken geçişin, para politikası stratejisinin güvenilirliğini tehlikeye atma ihtimali de bulunmaktadır. O günün koşulları dikkate alındığında, bu durumun dört ana sebebi vardır. Birincisi, 2001 krizinden yenilgiyle çıkmış bankacılık sektöründeki kurtarma çalışmaları devam etmektedir. Bu

çerçevede, kamunun bankacılık sektörünü canlandırma amaçlı sermaye aktarımları gibi birçok aşama içermektedir ve finans kesiminin üretici ve tüketiciye kredi açabilecek konuma gelmesi zaman almaktadır. İkinci olarak, geleceğe yönelik fiyatlandırma yapılırken geçmiş enflasyonun taban alınmasıdır. Bu da enflasyon hedeflemesi stratejisinin dikkate alınmasını zorlaştıran bir durumdur. Üçüncüsü, kurdaki oynaklıklar enflasyon oranını önemli ölçüde etkilemektedir. Bu nedenle dışsal şoklar, örneğin yabancı yatırımcının risk alma isteğinin azalması sonucu, döviz kurundaki yükselişin enflasyonist baskı yaratmasıdır. Dördüncü sebep ise mali baskınlıktır. Mali baskınlığın varlığında asıl politika aracı olan kısa vadeli faiz oranının arttırılması gerektiğinde piyasalara etki etmemesi, hatta enflasyonu arttırması gibi önemli riskleri bulunmaktadır. Bu durumda TCMB, önemli bir açmaz ile karşı karşıya kalınmaktadır. Bu nedenle 2001 sonuna doğru gerekli hazırlıklar yapılarak ve kamuoyuna ilan edilerek 2002 başında ‘Örtük Enflasyon Hedeflemesi’ne geçilmiştir. Bu uygulama 2005 yılının sonlarına kadar sürmüştür.

2.1.3 Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Süreci

Bu bölümde Türkiye ekonomisinin enflasyon hedeflemesi stratejisine adaptasyon süreci, gerekli önkoşullar ve son dönem gelişmeler anlatılmaktadır.

2.1.3.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2002-2005)

TCMB 2 Ocak 2002 tarihli basın duyurusu ile ‘Örtük Enflasyon Hedeflemesi’ rejiminin uygulanacağını ilan etmiştir. Bu rejimle, öncelikli hedefin gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir uygulama olduğunu vurgulamıştır. Öncelikle, bu rejimin hangi yönleriyle enflasyon hedeflemesi, hangi yönden ‘örtük’ olduğu açıklanmalıdır. Yeni yasaya göre, TCMB’nin asıl hedefi fiyat istikrarı sağlamak ve bu amaç doğrultusunda dilediği politika aracını kullanmakta serbest olacaktır. İkincisi, enflasyon hedefi yılbaşında kamuoyuna ilan edilir ve asıl politika aracı olan kısa vadeli faiz oranı öngörülen değer ile hedef arasındaki farka göre revize edilecektir. Üçüncüsü, TCMB’nin hesap verilebilirlik işlevi devreye girerek, aldığı politika faizine ilişkin kararlar nedenleriyle halka açıklanacaktır. Son olarak, hem TBMM’ye hem de Bakanlar Kurulu ve Plan Komisyonu’na yıl içinde iki kere olmak üzere sunum yapılacaktır.

Bu strateji birkaç yönüyle ‘örtük’ bir enflasyon hedeflemesi sayılmaktadır. İlk olarak, PPK enflasyon hedefine yönelik durum analizi yapabilmekte ancak faiz kararı almada özgür değildir ve faiz kararı, PPK’nin de önerilerinin dikkate alındığı, toplantı zamanı belli olmayan bir zaman diliminde alınmaktadır. İkinci ve son olarak da öngörülen enflasyon hedefleri ve TCMB’nin olası politika reaksiyonlarını içeren bir üç aylık enflasyon raporu yerine ‘durum’ içeren Para Politikası raporu yayınlanmaktadır (Özatat, 2011: 408-409).

Aslında ÖEH, enflasyon hedeflemesine yakınsama rejimidir. Merkez Bankasının resmi enflasyon hedeflemesi için yetersiz gördüğü koşulların, örneğin enflasyon hedeflemesinin kurumsallaşması, teknik altyapının oluşturulması, hesap verilebilirlik ve şeffaflık ilkesi, Merkez Bankası bağımsızlığının sağlanması gibi etkenlere kademeli olarak adapte olma sürecidir. ÖEH rejimi altında bir hedef belirlenmekte ve para otoriteleri bir sonraki dönem enflasyon hedefine odaklanmaktadır. Bu temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranı ile yapılmaktadır. Enflasyon hedeflemesi rejiminden farkı, burada para otoriteleri enflasyon hedefinden ziyade diğer ekonomik göstergelere de odaklanabilmesidir (Gül, Ekinci ve Gürbüz, 2006: 166). O dönemde ÖEH uygulanmaya çalışırken, dönemin siyasi belirsizlikleri işleri oldukça zorlaştırmıştır. Koalisyon hükümeti dağılıp, ülke erken seçime mi gidecek gibi belirsizlikler mevcut rejimin sürdürülüp sürdürülemeyeceği hususunda güvensizlik yaratmaktadır.

2002 yılının ilk yarısında olumlu yönde gelişmeler olmuş ve ılımlı enflasyon tahminleri karşısında sürekli faiz indirimine gidilmiştir. Bu dönemde döviz kuru dalgalamaya bırakılmış ve Merkez Bankası yalnızca kurda meydana gelen aşırı oynaklıkları kontrol altına almaya çalışmıştır. Buna paralel olarak, Merkez Bankası enflasyon hedeflemesi doğrultusunda para otoritesinin de etkinliğini arttıran döviz rezervlerini arttırmaya yönelik operasyonlar düzenlemiştir (Karahana, 2005: 17). Fakat ülkedeki siyasi istikrarsızlık, 2002 Ocak ayından itibaren döviz kurunun aşağı yönlü eğilim göstermesine, ikincil piyasa faizinin ve kredi riskinin artış göstermesine neden olmuştur. Bu dönem TCMB için sıkıntılı bir dönem olmuş ve erken seçim kararının alınmasıyla birlikte belirsizlik azalarak, gecelik faiz oranları düşürülmüştür.

Olumlu yönde seyreden faiz oranı ve kur, yaşanan ikinci büyük olumsuzlukla yukarı yönlü hareket etmiştir. 2003 yılı başında Irak savaşının etkisiyle oluşan gergin ortamda piyasa faizi ve döviz kuru tekrar yükselme eğilimine girmiştir. TCMB bu dönemde karşı atak olarak, politika faizini sabit seviyede korumuş ve savaşın sona ermesiyle tekrar faizleri düşürmüştür. ÖEH dönemindeki bir diğer olumsuzluk ise Federal Rezerv Sistemi'nin erken ve keskin bir şekilde faiz artırımına gidebileceği yönündeki beklentiler, uluslararası piyasalarda risk alma isteğini son derece azaltmıştır. Bu da, piyasa faizinin ve döviz kurunun tekrar sıçramasına neden olmuştur. TCMB bu süreçte politika değişikliğine gitmeyip, ekonomiyi kendi akışına bırakmıştır. Bilakis, AB ile Türkiye arasındaki olumlu gelişmeler, Türkiye'ye yönelik risk alma arzusunu arttırmıştır. Bu durum 2005 yılında da geçerliliğini sürdürerek, TCMB sürekli faiz indirimine gitmiştir (Özatay, 2011: 411). Bu kapsamda, 2002 programında dönemin başında fiyatlar genel düzeyi bekleyişleri hedefin çok üzerindeyken olumlu gelişmeler sayesinde aradaki açık yeniden kapanmıştır. Tüketici fiyatları hedefin altında gerçekleşmiştir. Bu dönemin enflasyon göstergeleri aşağıda (Tablo 3) gösterilmiştir.

Tablo 3: Tüketici Enflasyonu (2002-2005)

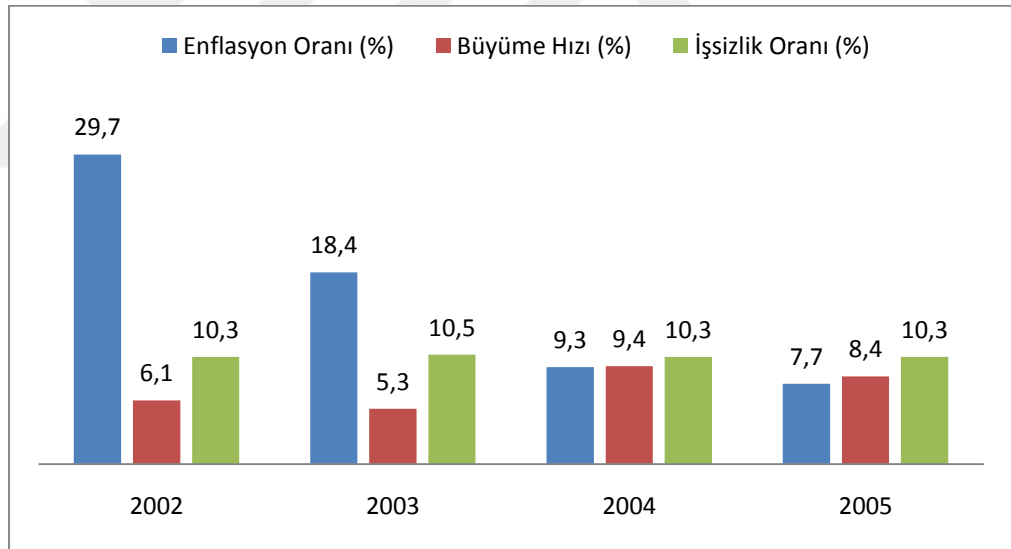
	Yılsonu enflasyon hedefi (%)	Yılın ilk ayında beklenen yıl sonu enflasyonu (%)	Saygınlık Açığı (puan)	Gerçekleşen yıl sonu enflasyonu (%)	Hedeften sapma (Puan)
2002	35	48,3	13,3	29,7	-5.3
2003	20	24,9	4,9	18,4	-1.6
2004	12	13,1	1,1	9,3	-2.7
2005	8	8,4	0,4	7,7	-0.3

Kaynak: TCMB kayıtlarından derlenmiştir.

Yukarıdaki tablodan yola çıkarak, 2002 yılında TÜFE baz alınmış, enflasyon hedefi %35 öngörülmüş ve yaşanan siyasi istikrarsızlık ve geçiş süresince, enflasyon

%5,3lük bir oranla hedefin altında kalarak yılsonunda %29,7 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2003 yılı enflasyon hedefi %20 düzeyinde tahmin edilmiş ve yılsonu enflasyon oranı %1,6 hedeften saparak %18,4 düzeyinde gerçekleşmiştir. 2004 yılı enflasyon hedefi %12 olarak tahmin edilmiş ve %2,7lik hedeften sapmayla, yılsonunda %9,3 oranında gerçekleşmiştir. 2005 yılında ise %8 olarak hedeflenen yılsonu hedefi, %0,3 lük sapma ile %7,7 civarında gerçekleşmiştir. Tablodan anlaşılacağı üzere 2002-2005 döneminde saygınlık açığının %13,3 oranından %0,4 düzeyine kadar düştüğü gözlemlenmektedir.

Bu tablo doğrultusunda, para otoritesine duyulan güveni temsil eden saygınlık açığının 2005 yılında sıfıra yakınsaması, örtük enflasyon hedeflemesi rejimi uygulamasındaki başarıyı ve maliye politikası ile uyumlu bir koordinasyon içinde olduğu kanaatine varılmaktadır (Karahan, 2005). Aynı dönemin temel ekonomik göstergeleri ve enflasyonla ilişkisi Şekil 4 'de gösterilmiştir.



Kaynak: TCMB kaynakları ve TÜİK'den verilerinden oluşturulmuştur

Şekil 4: Temel Makro Ekonomik Göstergeler (2002-2005)

Yukarıdaki şekilden yola çıkarak, 2001 krizi sonrası yaşanan ekonomik daralmanın ardından, örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı dönemde, Türkiye ekonomik tarihinin ortalama GSYH'nin baz alınan %4,7 büyüme hızının, 2005 yılına

gelindiğinde %8,4 civarında gerçekleştiği görülmektedir. 2002-2005 döneminde bu rejim başarıya ulaşmıştır ve 2005 sonlarına gelindiğinde enflasyondaki azalarak düşen bir yapı gözlemlenmiştir. Bu dönemde tek haneli TÜFE rakamlarına ulaşılmıştır (TCMB, 2006: 60).

2.1.4. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejimi için Gerekli Ön Koşullar

Uzun yıllar kronik enflasyonla mücadele eden Türkiye, birçok başarılı sonuca ulaşmış ülke örneklerinden de yola çıkarak, 2000 yılından itibaren para politikası uygulamalarına enflasyon hedeflemesi stratejisi doğrultusunda yön vermiştir. Bu kapsamda, birçok kriz geçirmiş, kırılgan mali piyasalar ve kamu açıklarıyla bu uygulamaya geçmek ilk etapta bir dizi düzenlemenin yapılması gereğini doğurmuştur. Bu sebeple, TCMB enflasyon rejimin gerekli ön şartlarını sağlamak için 2002-2005 örtük enflasyon hedeflemesi uygulamış, kamu otoriteleri ve Merkez Bankası işbirliği içinde bir enflasyon hedefi belirlemiştir.

Bu kapsamda, enflasyon hedeflemesi temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranını belirlerken, para tabanı da ek bir araç olarak belirlenmiştir. Bu dönemde, Merkez Bankası bağımsızlığının ve mali disiplinin sağlanması, radikal değişikliklerin yapılması gibi önemli adımlar atılmıştır. İktisadi istikrar doğrultusunda atılan bu adımlar, ülke içindeki dövize endeksli ekonomik faaliyet hacmini daraltmış ve TL cinsinden yatırım yapma iştahını arttırmıştır (Gül, Aykut ve Gürbüz, 2006: 174-175).

Bu dönemin önemli gelişmelerinden biri hiç şüphesiz ki, 1 Ocak 2005 tarihinde TL’den altı sıfır atılarak, enflasyonun tek haneli rakamlara indirilmesi ve uzun dönemli fiyat istikrarının sağlanması amacıyla Yeni Türk Lirasına geçilmesidir. (Serdengeçti, 2004). Bu dönemde yatırım yapılabilir ortamın canlanması, orta vadeli programın açıklanması, AB ile tam üyelik için müzakerelerin başlaması ve IMF ile yapılan sözleşme doğrultusunda, temel ekonomik gelişmelerin şekillenmesiyle gerekli koşullar sağlanmaya çalışılmıştır. Bu bölümde, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilirliği için gerekli ön koşullar dört başlık altında incelenmiştir.

2.1.4.1.Merkez Bankasının Bağımsızlığı ve Konumu

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin etkinliğine büyük ölçüde katkı sağlayan temel koşullardan biri de merkez bankası bağımsızlığıdır. Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı birçok ülke incelendiğinde, enflasyon hedeflemesinin uygulanabilirliğinin büyük ölçüde o ülkenin merkez bankasının yasal düzenlemelerine bağlı olduğu görülmektedir. Merkez Bankası kanunu, 1970 yılından itibaren yürürlüktedir. Ancak resmi olarak, 25.04.2001 tarih ve 4651 sayılı kanunla yapılan değişiklikle Türkiye’de merkez bankası bağımsızlığına ilişkin önemli adımlar atılmıştır. Bu kanuna göre “ Bankanın temel amacı fiyat istikrarını sağlamaktır, Banka fiyat istikrarını sağlamak amacıyla uygulayacağı para politikasını ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisi belirler.” (H.D.T.M. 2001 aktaran Öztürk, 2003: 188-189). Bu kanunla birlikte, kamu sektörü finansman kaynaklarının kullanımına ilişkin kısıtlar getirilmiş ve para otoritelerinin siyasi otoriterin baskılarından bertaraf edilmesi için Merkez Bankası’na gerekli yetki ve görevler verilmiştir. Bunlara ek olarak, para politikasının etkinliğinin artırılması amacıyla Para Politikası Kurulu oluşturulmuştur. Bu kurul; para politikası ilke ve stratejilerini belirlemek, konuyla ilgili kamuoyuna bilgi sunmakla yükümlüdür. Ayrıca hükümet ile birlikte enflasyon hedefi belirleyip, Türk Lirasının yurt içi ve yurt dışı değerini korumak maksadıyla önlem almakla yükümlüdür. Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi için en önemli koşullardan biri olan bağımsızlık kavramının o dönem koşulları için büyük ölçüde sağlandığı söylenebilir.

2.1.4.2.Mali Baskınlık Düzeyi ve Piyasa Derinliği

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayacak bir ülke için, merkez bankası bağımsızlığından sonraki en önemli ön koşullardan biri mali disiplinin sağlanmış olmasıdır. Sağlam bir alt yapı, mali baskınlık ölçütü ve kamunun finansmanın mali piyasalardan rahatlıkla sağlayacak olan piyasa derinliğine endekslidir (Taban, 2000). Mali baskınlık birinci bölümde de anlatıldığı gibi, hükümetin giderinin gelirinden fazla olmasıdır. Bu durum, bütçe açığı denilen kavramdır. Hükümet bu açığı para basarak ya da borçlanma yolu ile finanse edebilir. Devletin para basılarak senyoraj geliri elde etmesi, piyasalarda enflasyonist baskı yaratacaktır. Senyoraj da kamu

borcu ve finansal kesimin kırılabilirliği gibi enflasyon hedeflemesi stratejisinin işlevini bozan, önemli nedenlerden biridir. Özellikle, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde senyör (paranın üretim maliyeti ile değeri arasındaki fark) gelirlerine talep daha fazladır. Kamu açıklarının kapatılması için kullanılacak bir başka yöntem olan ise, iç ve dış borçlanma olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Bu noktada hedef, para basılmadan finansmanın sağlanması ve ileriki dönemlerde kamu borçlarının GSMH içindeki payının düşürülmesidir. Bu hususta tehlike arz edebilecek durum, iç borcun yeniden bir iç borç ile ödenmeye çalışılmasıdır. Çünkü bu reel faiz oranının yükselip, maliyetlerin artmasına ve büyüme hızının negatif etkilenmesine yol açmaktadır.

Mali baskınlığın göstergesi olarak, BA(Bütçe Açığı) ya da KKBG (Kamu Kesimi Borçlanma Gereği)/GSYİH dikkate alınmıştır. Bu oranların değişkenliğine göre mali baskınlık azalır veya artmaktadır. Mali baskınlık, maliye politikasının para politikasını baskılaması olarak da tanımlanabilir (Akyazı, 2004: 19). Mali derinliğin göstergesi olarak da M2(ekonomideki nakit para, vadesiz mevduat ve kısa dönem vadeli mevduatların toplamı)/GSMH ve M2Y(M2+Döviz Hesabı)/GSMH kullanılmaktadır. Tablo 4, 2001 yılından 2006 açık enflasyon dönemine kadar olan dönemin mali baskınlık ve piyasa derinliklerini göstermektedir.

Tablo 4: 2001-2006 Dönemi Türkiye Mali Baskınlık ve Piyasa Derinlikleri

	2001(%)	2002(%)	2003(%)	2004(%)	2005(%)	2006(%)
M2/GSMH	58.3	47.1	42	43.2	47.7	51.9
M2Y/GSMH	25.7	21.6	22.6	25.4	34.8	33.6

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı'ndan verilerle düzenlenmiştir

Yukarıdaki tablodan yola çıkarak, M2/GSMH 2001 yılında % 58,3, 2002 yılında %47,1, 2003 yılında %42, 2004'de %43,2, 2005'de %47,7 ve 2006 yılında %51,9 ya yükselmiştir. Bu oranlar diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerle mukayese edildiğinde düşük düzeyde kalmaktadır. M2Y/GSMH 2001 yılında %25,7, 2002'de %21,6, 2003 yılı %22,6, 2004 yılı %25,4, 2005 yılı %34,8 ve 2006 yılında

ise %33,6 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Bu oran, M2/GSMH değerlerine göre daha ılımlıdır fakat gelişmekte olan ülke kıyaslamasında düşük düzeyde kalmaktadır. Bu tablo, Türkiye'nin 2001-2006 döneminde mali piyasa derinliğinin çok kuvvetli olmadığını göstermektedir. Türkiye ekonomisi mali baskınlık göstergesi olan BA/GSYİH düzeyine bakıldığında, 1990'da %-3,0, 1995 yılında %-4,1 ve 1998'de %-7,3 oranlarında gerçekleştiği gözlemlenir. Bu durum Türkiye ekonomisinde mali disiplinin henüz sağlanamadığının ispatıdır. Mali baskınlığın diğer ölçütü olan KKBG/GSYİH oranı 1997'de %7,9, 1998 yılında %9,7, 1999'da %15,8 ve 2000 yılında da %12,6 olduğu saptanmıştır.

Hâlbuki daha sağlam bir mali piyasa için bu oranların daha düşük düzeylerde olması gerekmektedir. Türkiye için 2000-2001 yılları ekonomik kriz ve dışsal şokların etkisiyle İç Borçlar/GSYİH oranı %29,2'den %67,3'e çıkmış, dış borçlar/GSYİH ise %33,5'den %55,5'e çıkmıştır. Toplam Borç Stoku/GSYİH oranı ise %93,72'den, %158,6'ya çıkmıştır (TCMB, 2003). Bu nedenle, toplam borç stokunun 2005 yılına kadar %73'e düşürülmesi öngörülmüştür.

Bu verilerden yola çıkarak, birçok ekonomik kriz, siyasal istikrarsızlık ve dışsal şoklarla mücadele eden Türkiye için mali yapısal dönüşümün çok da kolay olmadığı ve bunu kısmi olarak sağlandığı söylenebilir. Çünkü yaşanan olumsuzluklar vade oranlarının kısılmasına, faiz hadlerinin yükselmesine ve bunun da borçlanma maliyetlerinin artmasına ve tekrardan borçlanma ihtiyacının doğmasına yol açmıştır. Bu durum, Türkiye için son dönemde borç stokunun kontrol edilebilirliği endişesini yaratmıştır (Öztürk, 2003: 195-198).

2.1.4.3. Teknik Altyapının Durumu

Enflasyon hedeflemesi stratejisini adapte etmek isteyen Türkiye ekonomisi için, zaman içinde kurumsal ve teknik altyapının enflasyon hedeflemesi para politikası rejimi koşullarını sağlayacak düzeyde olması gerekmektedir. Bu hususta yeterli bir teknik altyapı, ileriye dönük sağlam tahmin ve politika analizi sağlamak amacıyla 2001-2005 dönemi arasında önemli girişimlerde bulunulmuştur (TCMB, 2006: 2).

Merkez Bankası bu gerekli koşulların iyileştirilmesi amacıyla ve yabancı kuruluşların desteğiyle birlikte yadsınamaz çalışmalarda bulunmuştur. Bu dönemde sayısal veri tabanının genişletilmesi konusunda ise Merkez Bankası ‘Sanayi ve Finansal Kesim Bekleyiş Anketleri’ düzenlemiştir. Buna ek olarak, nihai satıcıların bir aylık fiyat değişimlerinin talebi ve analiz edilebilmesi için bazı esaslara göre oluşturulmuş mal ve hizmet sepetinin fiyatları her gün Merkez Bankası tarafından takip edilmektedir. Bu uygulamalar, tüketim birimlerinin güven endeksinin ölçülebilmesi ve üreticilerin ücretlendirme davranışlarının ne şekilde tespit edildiğine yöneliktir (TCMB, 2003). Fakat ekonomik darboğaz sonrası yapılan radikal dönüşümler ve siyasal belirsizlikler, haliyle enflasyon beklentilerinde değişkenliğe ve aktarım mekanizmasının etkinliğinin kırılmasına neden olmuştur (TCMB, 2006: 2).

2.1.4.4.Şeffaflık ve Hesap Verilebilirlik

Kamuoyunun, merkez bankasının uygulayacağı para politikalarının gerekçeleriyle birlikte, belirlediği hedefleri ve aldığı kararlar hakkında bilgilendirilmesi enflasyon hedeflemesinin başarısını önemli ölçüde etkilemektedir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi stratejisinin olmazsa olmaz şartlarından biri olan Merkez Bankası iletişimi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik koşulunda önemli bir işleve sahiptir. Bu bağlamda, kamuoyunda güvenin sağlanması, enflasyon hedeflemesi rejimi altında ulaşılmak istenen öncelikli amaç olan fiyat istikrarı için gerekli bir önkoşuldur.

Şeffaflık kavramının da birçok tanımı mevcuttur. Siyasal şeffaflık, belli dönem için hedeflerin belirlenmesi, politika şeffaflığı ise Merkez Bankası temel politika aracı olan faiz hadlerine yönelik alınan kararların ilan edilmesidir. Operasyonel şeffaflık ise, Merkez Bankası’nın piyasalara yapmış olduğu müdahalelerle ilgili halkı bilgilendirmesi, ekonomik şeffaflık ise mevcut ekonomik analizlerin bir önceki dönemlere ve sonraki dönemlere yönelik yapıldığı raporların yayımlanmasıdır (Öztürk, 2003: 191). 4651 sayılı kanunun 42. Maddesi gereğince, Merkez Bankası hesapları ve faaliyetleri başbakan tarafından denetime tabi tutulmakta ve gerekli görülen her durumda her türlü bilgi talep edilebilmektedir.

Banka bilanço kar zarar hesapları Merkez Bankası tarafından bağımsız denetim kuruluşlarına denettirilebilmektedir. Banka, TCMB faaliyetleri ve uygulanmış ve uygulanması planlanan para politikasıyla ilgili yılda iki kere TBMM Plan ve Bütçe Komisyonuna bilgi sunulmalıdır. Merkez Bankası Başkanı'nın, TCMB faaliyetleri hakkında periyodik olarak Bakanlar Kuruluna rapor sunması gerekmektedir.

TCMB para politikası amaçları ve hedefleri doğrultusunda uygulayacağı araçlara yönelik dönemsel raporlar hazırlamakta ve kamuoyuna takdim etmektedir. Merkez Bankası, bu raporların içerik ve ilan ediliş biçimini kendi belirler. TCMB bu raporlarda, saptanan hedeflere ilan edilen zaman diliminde ulaşılmaması ihtimaline karşılık, alınabilecek tedbirleri de kamu yetkililerine yazılı olarak beyan eder ve kamuoyuna açıklar (Gül, Ekinci ve Gürbüz, 2006: 85). Kısaca TCMB, para politikasının etkin bir şekilde uygulanabilmesi için, yasalar çerçevesinde politik bir baskıya maruz kalmaksızın, araç ve yetkileri yürütmekle görevlendirilmiştir. Sonuç olarak da, TCMB'nin enflasyon hedeflemesi rejimi için yeterli bağımsızlığa sahip olduğu söylenebilir.

2.1.5. Açık Enflasyon Hedeflemesine Geçiş (2006 ve Sonrası)

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde, gerçekleşen enflasyonların hedeflenen değeri aşmaması açık enflasyona geçiş sürecini kolaylaştırmış ve para politikası uygulamasının güvenilirliği artmıştır. Yukarıda Tüketici enflasyonu değerlerini gösteren tabloda (Tablo 3), saygınlık açığının açık enflasyon hedeflemesi öncesinde %0,4 seviyesine gerilediği görülmüştür. Ayrıca, Türkiye'nin kredi riskinin tarihsel olarak düşük seviyelerde olması, kamunun borçlanma gereğinin ortadan kalkması ve kamu borcunun düşük düzeylere inmesiyle, 2005 yılının sonlarına doğru artık 'Açık Enflasyon Hedeflemesi' rejimine geçileceğinin sinyalleri verilmiştir.

Bu uygulamaya geçilmesinin üç önemli ana sebebi vardır. Birincisi, hükümet ve IMF arasında 2005-2007 dönemini kapsayan yeni bir stand-by anlaşması yapılacağı ilan edilmiş, böylelikle kamu kesimi borçlanma gereğinin düşürülmesiyle sağlanan mali disiplinin ilerde de devam ettirilip ettirilemeyeceği konusunda kaygılar minimize edilmiştir. İkinci olarak AB ile yenilik süreci olumlu seyretmektedir.

Üçüncü neden ise, Türkiye ekonomisi için üç önemli yapısal değişiklik gündemdedir: Sosyal güvenlik, vergi ve mali hizmetler gibi. IMF'ye sunulan 26 Nisan 2005 tarihli niyet mektubunda, 2006 yılı Ocak ayında TCMB'nin resmi olarak enflasyon hedeflemesine geçileceği duyurulmuştur. Buna ek olarak, önceden IMF ile imzalanan anlaşmalarda standart şartlardaki merkez bankası bilançosuna getirilmiş bazı kısıtlamalar yerine “enflasyonu gözden geçirme” kıstaslarının konulacağı belirtilmiştir (Yükseler, 2005). Bu noktada, IMF'nin dalgalı kura geçişine paralel olarak, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamasında zorlandığı gözlemlenmektedir. Kurun dalgalanmaya bırakılacağı ve fiyat istikrarı sağlama amacına yönelik kullanılacak olan ana politika aracının, kısa vadeli faiz oranı olması kararlaştırılmıştır. Bu rejimde, para tabanı için belirli zaman dilimini kapsayacak kısıtlamalar getirilmiştir. Bu program kapsamında, 2006'dan itibaren IMF ile gözden geçirilmelere ölçüt olarak, her yılın başında yılsonu hedefi ile örtüşen bir gösterge oluşturulacaktır. 2005 yılsonu, Mart, Haziran, Eylül ve Aralık ayı sonları için yılsonu hedefi ile tutarlı enflasyon değerleri hesaplanmış ve niyet mektubuna yer verilmiştir. TCMB tarafından 2005'in son ayında yapılan açıklamada belirtildiği gibi yeni enflasyon hedefi olan TÜFE, 2006 yılı için %5 (+/-2 belirsizlik aralığında) , 2007 ve 2008 yılı için de hedef %4 olarak belirlenmiştir.

Yıllık TÜFE enflasyonu, 2002 yılında %4,7, 2003 yılında %1.6, 2004 yılında %2.7, 2005 yılında %0.3 puan hedefin altında gerçekleşmiş, fakat 2006 yılında %4.9, 2007 yılında hedefin %4.4 ve 2008 yılında hedefin %6.1 puan üstünde, 2009'da %1 puan altında, 2010 yılı hedef tutturulmuş, 2011 yılında %4.9 hedefin üstünde, 2012'de %1.2, 2013'de %2.4, 2014'de %3.2 ve 2015'de %3.8 puan hedefin üstünde gerçekleşmiştir (Gül, Ekinci ve Gürbüz, 2006: 166-169).

Enflasyon hedeflemesine geçilen dönem, IMF'ye sunulan niyet mektubu ve belirlenen kıstaslar yukarda belirtilmiştir. O dönemin para politikası kapsamında yapılan değişikliklere tekrar dönülecek olursa, örtük enflasyon hedeflemesini ‘örtük’ yapan faiz kararlarında kısmi olarak etkisiz bırakılan Para Kurulu'nun bu kez, faiz kararlarının merkezinde olmasıdır. Kurul alacağı her faiz kararını gerekçesiyle kamuoyuna açıklamakla yükümlüdür. Ayrıca, TBMM'ye üç ayda bir olmak üzere

enflasyon raporu çıkarmak zorundadır. Bu rapor, gelecek dönemde enflasyonun gidişatıyla ilgili bilgi içermektedir.

Hedef, yasal çerçevede kamu otoritesi ile birlikte saptanacak ve kamuoyuna üç yıllık bir dönem için hedefler şeklinde açıklanacaktır. Bu hedefler ‘nokta’ hedefler olup, TCMB hedeften sapma olduğunda, kamu yetkililerine ‘şeffaflık ve hesap verilebilirlik’ çerçevesinde, sapmanın nedenlerini ve alınabilecek bir dizi tedbirleri içeren mektup yazarak halka açıklaması gerekmektedir. En küçük bir sapmada bu mekanizmanın devreye girmemesi için, TCMB nokta hedef aralığı saptamaya karar vermiştir, fakat bu aralık bir hedef değildir. Çünkü TCMB üst sınırın hedef olarak algılanmasını istemediği için aralık hedef bandı uygulamasına geçilmemiştir.

Hedeflenecek olan enflasyon TÜFE baz alınarak belirlenir. Ancak fiyat endeksi en küçük bir dışsal şokla veya iklim koşullarından etkilenmeyen mal ve hizmet fiyatlarını dışlayan bir fiyat endeksi olmadığı için, bu da işleri zorlaştıracak bir unsurdur. Bu fiyat göstergesiyle TCMB kamuoyunda ‘kolaylarına gelen endeks seçildi’ algısı yaratmamak ve itibarını zedelememek için bu tercihi yapmıştır. Bunun yanı sıra, belirlenen gösterge içindeki malların birçoğu kamuoyunca tüketilen ürün grubunu oluşturmaktadır. Uygulamayı zorlaştıran bir diğer unsur ise, enflasyon hedeflemesi rejiminin dışsal şoklara karşı anında tepki vermeyeceğidir. Ancak, bu şoklar karar alıcı birimleri kalıcı olarak etkileyecek olursa, bu durumda ücretler ve diğer fiyatlar olumsuz bir şekilde kalıcı olarak etkilenecektir. Enflasyon hedeflemesi üç yıllık olarak açıklandığı için bu tarz uygulamalara müsaade edilmemektedir. Şayet, herhangi bir dışsal şok durumunda, kısa dönemde hedeften sapılabileceğini ama orta vadede hedefe ulaşılabilceği açıklanmıştır. Bir diğer önemli husus ise, hedeflenen enflasyonun hangi durumlarda değiştirilebileceğine ilişkindir. TCMB enflasyon hedefi değişikliğini ancak olağanüstü durumlarda, yani orta dönemde amaçlanan hedefin hiçbir anlamının kalmadığı zaman değişiklik yapabilecektir.

2006 yılına gelindiğinde, mayıs ayından itibaren uluslararası mali piyasalarda karışıklık meydana gelmiştir. Bu dönemde, risk alma isteği azalmış ve döviz sıçramıştır (Şekil 5) ve Türkiye’nin kredi riski artmıştır. Fiyatlardaki sert artış, enflasyonda yukarı yönlü bir baskı yaratmıştır. Tabi ki yüksek iç talep de bu

kapsamda önemli bir rol oynamıştır. Enflasyon mayıs ayından itibaren hedeften sapma göstermiştir. 2006 yılında hedeflenen enflasyon %4,7 oranında gerçekleşen hedefin üzerinde kalmıştır. TCMB bu sapmalara kısa vadeli faiz oranını arttırarak tepki vermiştir. Bu uygulama, 2002 örtük enflasyon hedeflemesi uygulamasından sonra ilk defa gerçekleşmiştir. Ayrıca faiz oranları çok yüksek düzeyde tutulmuştur. (Ersel ve Özatay, 2008) Küresel mali piyasalardaki risk algısının azalmasına paralel olarak piyasalardaki gerginlik durulmuş, fakat bu defa 2007 yılının ilk aylarından itibaren Türkiye’de siyasi gerginlik baş göstermeye başlamıştır. Önce Cumhurbaşkanlığı seçimi, sonra da erken genel seçim kutuplaşmalara neden olmuştur.



Kaynak: Ersel, H. ve Özatay F. (2008). İnflation Targeting İn Turkey, Working Paper

445, ss.17

Şekil 5: Döviz Kuru (Eşit Ağırlıklı Avro ve Dolardan Oluşan Sepetin TL Karşılığı)

Aynı dönem, 2002 başından beri bütçe dışı fazlasının milli gelir içindeki payının en düşük olduğu yıldır. Başka bir deyişle, bu dönem mali piyasalarda gevşemenin meydana geldiği bir dönemdir. Üstelik para politikalarında yaşanan

problemler bununla sınırlı kalmamış, dünya genelinde enerji ve gıda fiyatlarında da ciddi oranda artışlar olmuştur. 2008’de ABD kaynaklı küresel krizin piyasaları alt üst ettiği bir döneme gelinmiştir. 2006 yılında mali piyasalarsa yaşanan gerginliğe karşılık artan politika faizleri, Mayıs 2008 e kadar düşme eğilimdeydi, fakat Merkez Bankası tekrar faiz artırımına gitmiş ve bu dönem kısa ömürlü olmuştur. Ülke genelinde, yurtiçi talebin küresel kriz nedeniyle düşmesi ve iktisadi daralmanın yaşanmasıyla birlikte, çıktı miktarının potansiyel üretim düzeyinin altında kalacağı endişesi, para otoritelerinin 2008’den itibaren politika faizlerini düşürme kararı almasına yol açmıştır. 2009 yılını kapsayan süreçte, ekonomi küçülmüş ve TCMB aralıksız faiz indirimine gitmiştir. O dönem %16,75’den %6,5 e kadar faiz oranlarının düşürüldüğü dönem olmuştur.

Bu dönemin hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon değerleri aşağıdaki tabloda (Tablo 5) gösterilmiştir. Belirgin bir şekilde, 2006-2008 dönemi her zaman hedefin üzerinde kalmıştır. Sapma değerleri bir önceki yıla göre önemli artış göstermiş ve bu da enflasyon hedefinin tutturulması için önemli bir ön koşul olan beklentilere olumsuz bir biçimde yansımıştır. 2007 yılı sonu için beklenen enflasyon %4 olmasına rağmen, 2007 başında enflasyon beklentileri %7 civarında olmuştur.

Tablo 5: Enflasyon Hedefi ve Gerçekleşen Enflasyon

	Hedeflenen Enflasyon	Gerçekleşen Enflasyon
2002	25	29.7
2003	30	28.4
2004	12	9.3
2005	8	7.7
2006	5	9.7
2007	4	8.4

2008	4	10.1
2009	7.5	6.5
2010	6.5	6.4
2011	5.5	10.4
2012	5	6.2
2013	5	7.4
2014	5	8.2
2015	5	8.8

Kaynak: TCMB EVDS kaynaklarından derlenmiştir.

Bu dönemde enerji ve emtia fiyatlarının önemli ölçüde artmasından kaynaklı olarak Türkiye’de TÜFE enflasyonu olumsuz olarak etkilenmiştir. Bunun üzerine TCMB 3 Haziran 2008 tarihinde hükümete mektup yollayarak, enflasyon hedeflemesi doğrultusunda uygulanan para politikalarında değişiklik yapılması gerektiğini yazmıştır. Bu mektup yaşanan küresel finansal kriz neticesinde artan emtia ve enerji fiyatlarının orta dönemde de artışını sürdürebileceğini ve para politikanın etkin uygulanmaması durumunda hedeflenen enflasyonun %4 hedefine ulaşamayacağı belirtilmiştir ki nitekim öyle olmuştur (Tablo 7). Bu nedenle TCMB, 2009 sonu enflasyon hedefini %7,5, 2010 yılı hedefini ise %6,5 olarak revize edilmesini talep etmiştir. Önceden bu hedefler %4 olarak belirlenmişti. Bu mektupta ayrıca, 2008 enflasyon hedefinin değiştirilmesinin piyasalara herhangi bir etkisinin olmayacağına da vurgu yapmaktadır. Bu nedenle TCMB yayınladığı duyurularda, 2008 enflasyon hedefinden ziyade, yapılan tahminlerin öneminin altını çizmiş ve bu öneriler hükümetçe kabul edilmiştir.

2.1.5.1.2008 Küresel Kriz Döneminde Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması

2008 Amerika Birleşik Devletleri’nde patlak veren finansal kriz, kısa sürede Türkiye’yi de etkisi altına almıştır. Böyle bir ortamda belirsizlikler önemli ölçüde artmıştır. Türkiye’nin faiz oranı, döviz kuru ve kredi riski gibi makroekonomik

göstergelerinde önemli değişiklikler olmuştur. Ekim ayı itibariyle enerji ve emtia fiyatlarında, uluslararası talebin düşmesine bağlı olarak düşüş gözlenmiştir. Bu gelişmenin enflasyon üzerinde önemli bir etki yaratacağının düşüncesi, döviz kurunda meydana gelebilecek bir sıçramanın gerisinde kalabileceği de olası bir sonuçtur. Yaşanan bu gelişmeler enflasyon ve beklentilere yansımış ve belirsizliklere neden olmuştur.

Yaşanan küresel kriz neticesinde, Türkiye ekonomisi işleyişiyle ilgili bir dizi önlem alınmıştır. Ersel (2012), ABD kaynaklı kriz neticesinde alınabilecek önlemleri şöyle sıralamıştır. Birincisi, Merkez Bankaları fiyat istikrarını, finansal istikrarı da kapsayacak şekilde hedeflemelidir. İkincisi ise, düzenleme/denetleme yetkileri, finans kurumlarının sağlık sorununu, finansal sistemin bir bütün olarak işleyişinin yaratabileceği sistematik riskleri hesaba katmalı, yani mikro-sakıngan önlemlerin ötesine geçmelidir.

Bu önlemlerle, para politikasının işlevinin arttırılması amaçlanmıştır. Hâlbuki 2006 yılında yürürlüğe giren açık enflasyon hedeflemesinde, politika aracı kısa vadeli faiz oranı olarak belirlenmişti. Fakat ara değişkenlerin değiştirilmesi, yani kısa vadeli faiz haddinin arttırılması, ekonomik bunalım dönemlerinde sıcak para girişine, dolayısıyla yerli paraya olan talebin artmasına yol açarak finansal istikrar hedefiyle çelişmektedir. Bu nedenle kısa vadeli faizlerin yanı sıra, TCMB klasik enflasyon hedeflemesine amacına ek olarak fiyat istikrarını, araçlarına ise zorunlu karşılık oranlarını, politika faizini, rezerv opsiyon faizini ve faiz koridorunu eklemiştir.

2008 yılının Ekim ayından itibaren, etkisi hissedilmeye başlanan küresel krizle birlikte birçok önlem alınmıştır. Özellikle, enflasyonun dolardan yüksek derece etkilendiği gelişmekte olan ülke konumunda olan Türkiye için dolara ve TL'ye yönelik tedbirler alınmıştır. Alınan tedbirler kapsamında, bankaların dolar ve avro cinsinden borçlanma faizleri, TCMB ile yapılan borçlanma faaliyetleri için dolar karşılığı borçlanmanın maliyetleri azaltılmak istenmiştir. Bu kapsamda 20 Şubat 2009'dan itibaren dolar cinsinden borçlanmanın maliyeti kademeli olarak %7 den %4,5 e düşürülmüş, avro cinsinden borçlanma faizi ise %9dan %5,5 e indirilmiştir. Buna ek olarak, yabancı para cinsinden borç vadeleri bir taraftan

kademeli olarak üç aya kadar uzatılmıştır. Yapılan bir başka değişiklik ise, dolar cinsinden munzam karşılık oranları düşürülmüş, böylelikle piyasaya 2,5 milyar dolar sürülmüştür.

Türk Lirasına yönelik yapılan operasyonlar incelenecek olursa; para piyasasında oluşan belirsizliği önlemek amacıyla borç alma ve borç verme faiz aralığı düşürülmüştür. Bu uygulama 15 Ekim 2010'a devam etmiştir. Ancak 22 Şubat 2012 tarihinden itibaren faiz haddindeki oynaklık ve para piyasalarında oluşabilecek olası bir aksaklığa karşılık, piyasalara bol miktarda para sürülmüştür. Yapılan bunca operasyonuna rağmen piyasadaki likidite azalışının geçici olmayacağı endişesiyle, TL munzam karşılık oranları düşürülmüş ve üç aylık repo ihaleleri yapılmıştır (Gündoğan, 2014: 67)Yaşanan finansal kriz döneminde, Merkez Bankası en çok faiz indirimi gerçekleştirmiştir. Fakat faiz oranları indirimi parasal genişleme neticesinde uygulanan politika faizinden ziyade, piyasada yaşanan likidite azlığının kalıcı olmasını önlemeye yönelik yapılan operasyon kapsamındaki 'teknik faiz' oranıdır (TCMB, 2009).

2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz neticesinde, enflasyon hedeflemesi uygulaması bir dizi yenilik getirilerek sürdürülmüştür. Bu doğrultuda, piyasalarda likidite azlığın kalıcı ya da geçici olabileceği düşüncesiyle birçok tedbir alınmıştır. Yukarıda bahsedilen önlemler arasında, faiz indirimi, uzun vadeli repo ihaleleri, munzam karşılık oranları, DİBS alımı gibi araçlarla piyasalardaki aksaklıklar giderilmeye çalışılmıştır. Oysa 2010 yılı sonu ve 2011 yılının üçüncü çeyreğinden itibaren gelişmiş ülkelerin parasal genişleme stratejileri sonucu borcun sürdürülebilirliği ile ilgili kaygılar Türkiye ekonomisi için bazı değişikliklerin yapılması gerekliliğini ortaya koymuştur. Bu kapsamda, Türkiye'ye sıcak para akışını engellemek ve cari işlemlerdeki dengesizlikleri engellemek maksadıyla, ekonomik belirsizlik algısı yaratılmak istenmiştir. Böylelikle, faiz oranı düşürülerek ve faiz koridoru aşağı yönlü genişletilerek, kısa dönem sermaye girişleri ve bunun sonucu olarak kredi faaliyetlerinin daraltılması hedeflenmiştir (Gündoğan, 2014: 67-68).

2.1.6. Enflasyon Hedeflemesinin Belirleyicileri

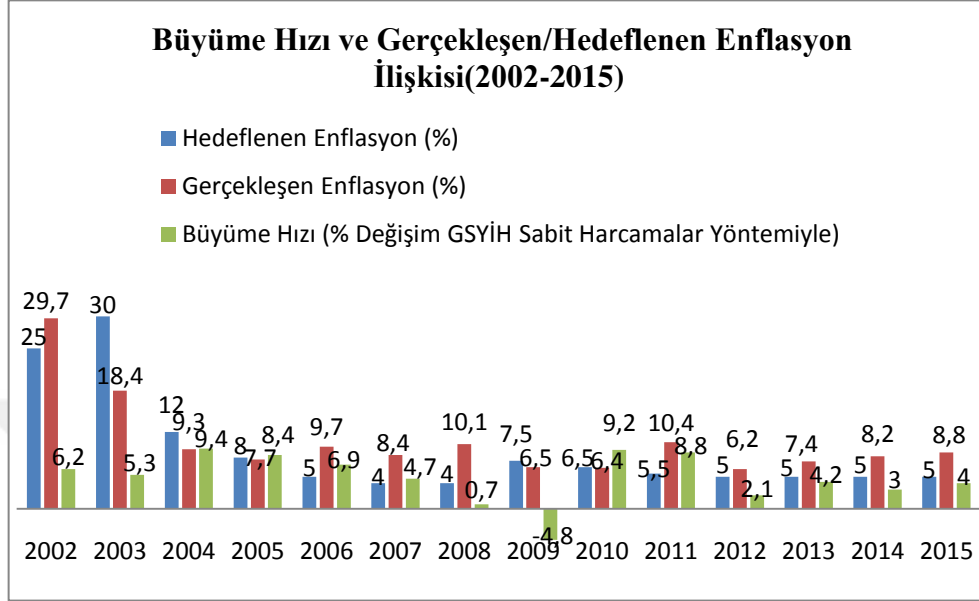
Enflasyon hedeflemesinin işleyişini etkilen önemli iktisadi değişkenler bulunmaktadır. Bu bölümde, enflasyon hedeflemesi için önem teşkil eden, enflasyon ve bazı makro ekonomik değişkenler arasındaki ilişki grafik yarımıyla açıklanmaktadır.

2.1.6.1. Reel Büyüme ve Enflasyon İlişkisi

Enflasyon kavramının arz ve talep arasındaki dengesizlikten kaynaklı bir kavram olduğuna ilk bölümde değinilmişti. Enflasyon olgusu çok yönlü olup, nedenleri de önem taşımaktadır. Örneğin talebin arzdan fazla olması durumunda, talep enflasyonu ortaya çıkmakta ve enflasyon oranı yükselmektedir. Bu noktada meydana gelen talep fazlasını karşılamayacak düzeyde olan arz eksikliği için enflasyonu düşürücü yani sıkı para politikalarının uygulanması gerekmektedir (Aren, 2007: 180).

Ekonomik büyüme ise, bir yıl içinde üretilen mal ve hizmet miktarının artması olarak tanımlanabilir. Başka bir ifadeyle kişi başına düşen milli gelirin sürekli olarak artması anlamına gelmektedir. Büyümenin tanımı nominal ve reel olarak ikiye ayrılrsa da, aslında bahsedilen reel büyüme yani GSYİH'dır. Reel büyüme, bir yıldan bir sonraki yıla kadar geçen süreçte oluşan fiyat artışlarından arındırılmış olarak belirlenen GSYİH'dır (Eğilmez, 2009: 195-196).

Yapılan deneye dayalı çalışmalara göre düşük enflasyon ortamında büyüme pozitif ya da belirsiz, ancak yüksek enflasyon dönemlerinde ise büyüme negatif yönlü etkilenmektedir. Türkiye ekonomisinde büyüme hızı, hedeflenen ve gerçekleşen enflasyon arasındaki ilişki aşağıdaki grafik (Şekil 6) yarımıyla incelenmiştir.



Kaynak: TCMB EVDS verilerinden düzenlenmiştir

**Şekil 6: Büyüme Hızı ve Gerçekleşen/Hedeflenen Enflasyon İlişkisi
(2002-2006)**

Yukarıdaki şekilden anlaşıldığı üzere, 2002 yılı 2001 krizinin negatif büyüme ve yüksek enflasyon bilançosundan sonra, 2002 yılında hedeflenenin %4,7 puan üstünde bir enflasyon ve %6,2lik bir büyüme gerçekleşmiştir. Örtük enflasyon hedeflemesine geçiş döneminden itibaren 2006 yılına kadar enflasyon beklenenin altında seyretmiş ve buna paralel büyüme de pozitif yönlü etkilenmiştir. Ancak 2006 yılında, küresel mali piyasalarda yaşanan gerginlik ve risk iştahının da artmasıyla gerçekleşen enflasyon %4,7 puanla hedeften sapma ve 2005 yılına göre büyüme hızı %1,9 azalma göstermiştir. Bu azalma 2007 yılında da etkisini sürdürmüş ve 2008 yılında yaşanan ABD kaynaklı küresel kriz nedeniyle reel büyümede sert bir düşüş yaşanarak büyüme hızı, 2007 yılına göre %4,7den %0,7 ye düşmüştür. Krizin etkilerinin devam ettiği 2009 yılında ise büyüme hızı %-4,8 ve gerçekleşen enflasyon hedefin altında kalmıştır. 2010 yılında piyasaya sürülen döviz ve TL ile dönemin en yüksek büyüme oranı %9,2 ve hedefe yakın enflasyon oranı gözlemlenmiştir.

Ancak 2011 yılından itibaren enflasyon sürekli hedeflenenin üzerinde seyretmiş, 2012’de likidite bolluğunun küresel ekonomilerde borcun sürdürülebilirliğine ilişkin endişesi ile para otoriteleri belirsizlik ortamı yaratarak ekonomik daralmaya gitmiştir. 2015 yılına kadar büyüme %4 civarında seyretmiş, fakat enflasyon sürekli hedefin üzerinde gerçekleşmiştir. İleriki dönemlerde, yaşanan siyasi rekabet ortamının büyümeyi belli bir düzeyde tutma gerekliliği ve büyüme açığının dış borçlarla finanse edilmesi enflasyon da düşük seyrini korumaya devam edecektir.

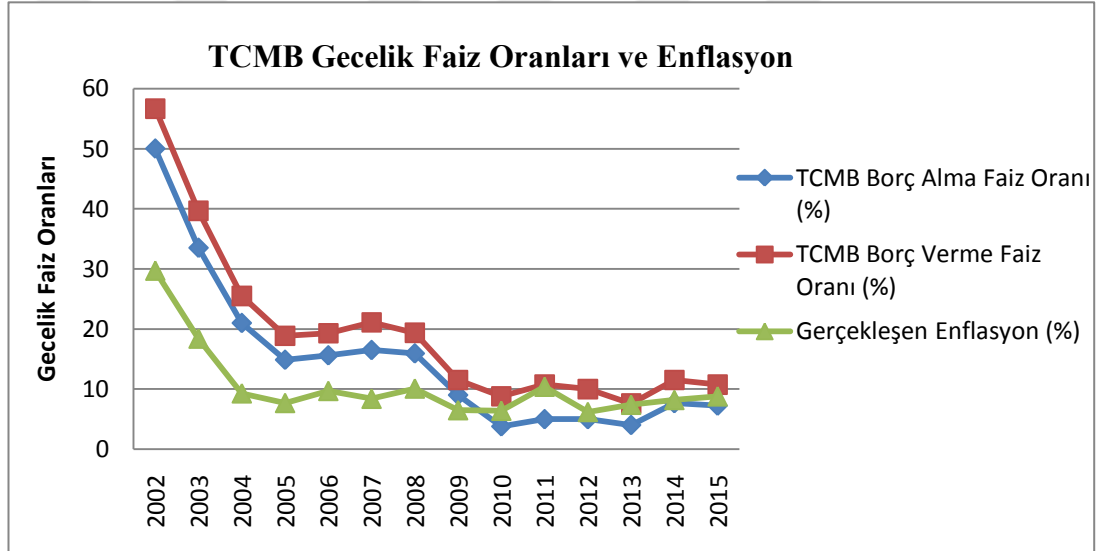
2.1.6.2. Faiz ve Enflasyon İlişkisi

Faiz oranı ve enflasyon arasındaki ilişki, özellikle Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler açısından henüz netlik kazanmamıştır. Faizin mi enflasyonu arttırdığı ya da yüksek enflasyonun yüksek faiz oranına neden olduğu paradoksu birçok çalışmaya konu olmuştur. Öncelikle, enflasyonun en genel tanımının fiyatlar genel düzeyinde sürekli meydana gelen artış olarak tanımlanmıştı. Faiz, genel anlamıyla tasarruflara ödenen miktardır. Faiz, nominal ve reel faiz olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. Nominal faiz, bankalar gibi kredi arz edenlerin ödünç karşılığı alacağı bedel, cari faiz oranıdır. Reel faiz ise nominal faizden beklenen enflasyonun farkının alınmasıdır (Eğilmez, 2014).

2006 yılından itibaren resmileşen ‘Açık Enflasyon Hedeflemesi’ kapsamında, kısa vadeli faiz oranları para politikası aracı olarak belirlenmiştir. Bu uygulamada fiyat istikrarını sağlamaya yönelik enflasyon beklentilerine göre faiz indirimine ya da artırımına gidilir. Fiyatlar genel düzeyinin yüksek seyrettiği dönemlerde, Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarını arttırarak enflasyonu kontrol altında tutmaya çalışmaktadır (Balaylar ve Duygulu, 2011).

Faiz oranlarının enflasyonu ne ölçüde baskıladığı ise ayrı bir tartışma konusudur. Çünkü enflasyonu düşürmeye amacıyla faiz oranı arttırıldığı zaman, yurtiçi faize duyarlı likit fonlara olan talep artıp, ülkeye yabancı sermaye girişi artmaktadır. Yüksek faiz politikası beraberinde ülkeye kaynak girişini arttırmakta ve talebin baskılanmasına engel olmaktadır. Faiz oranlarının enflasyonu ne ölçüde

baskıladığı ise ayrı bir tartışma konusudur. Çünkü enflasyonu düşürmeye amacıyla faiz oranı arttırıldığı zaman, yurtiçi faize duyarlı likit fonlara olan talep artıp, ülkeye yabancı sermaye girişi artmaktadır. Yüksek faiz politikası beraberinde ülkeye kaynak girişini arttırmakta ve talebin baskılanmasına engel olmaktadır (Baydur, 2007). Bu durum, yerli paranın değerlenmesine yol açarak ihracatı olumsuz olarak etkilemekte ve yurtiçinde ticaret harici sektörlerde eğilimi arttırmaktadır. Yani yatırım yapmak yerine, getirisi daha yüksek ve garanti olan devlet tahvil ve bonolara talep artmaktadır. Bu noktada yerli paranın değer kazanması, ithal ikameci yerli sanayide maliyetleri düşüreceğinden, bu yönde fiyatlar baskılanmış olacaktır (Balaylar ve Duygulu, 2011). Aşağıdaki grafikte enflasyon ve TCMB gecelik borç alma ve borç verme faiz oranları gösterilmiştir.



Kaynak: TCMB EVDS'den verilerle düzenlenmiştir

Şekil 7: TCMB Gecelik Faiz Oranları (Borç Alma/Verme) ve Enflasyon

Yukarıdaki şekilden anlaşıldığı gibi, 2001 krizi nedeniyle, reel faiz oranları çok yüksek düzeylere çıkmıştır. 2002'den itibaren fiyat istikrarını sağlamaya yönelik örtük enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra, TCMB gecelik borç alma ve faiz oranlarının düşme eğiliminde olduğu gözlenmektedir. Özellikle 2008 yılında yaşanan küresel finansal kriz neticesinde TCMB, faiz oranlarını %10.25 puan düşürmüştür. PPK'nin yapmış olduğu açıklamaya göre, küresel piyasalar doğrultusunda yaşanan gelişmelere paralel olarak, ekonomik toparlanma kademeli bir biçimde

gerçekleşecektir. 2009 yılında, Merkez Bankası borç alma ve borç verme faizini %0.25 puan düşürmüştür. Genel olarak, gerçekleşen enflasyon ve TCMB faiz oranının kesiştiği çok az bir dönem mevcuttur. Piyasalarda enflasyonun yükseldiği ve yükseleceği yönünde beklentiler olduğu zaman, faiz oranları da yükselme eğilimine girmiş ve enflasyonun faiz oranının gerisinde kaldığı bir sonraki dönem, faizde düşüş gözlemlenmiştir. Özellikle 2011 yılında TCMB'nin yabancı kaynak girişini önlemek ve piyasa belirsizliklerini arttırmak için yapmış olduğu faiz indirimi 2012 yılında düşük enflasyon ve faiz oranı ile göze çarpmaktadır. Merkez Bankasının enflasyon oranları düşerken faiz indiriminde sınırlı kalması, yüksek faiz oranının sonucu olarak sıcak para girişinin de hesaba katıldığına göstergesidir. Merkez Bankası böylelikle yatırım ortamının canlanmasını, bollaşan döviz sonucu azalan ihracatın arttırılmasını, cari açığın baskılanarak ülke içi üretimi ve TL'nin artan değerinin düşülmesini amaçlamıştır.

Sonuç olarak, faiz oranları enflasyon hedeflemesi rejiminin etkili olması için çok önemli bir işleve sahiptir. Merkez Bankası aktarım mekanizması temel unsuru olan kısa vadeli faiz oranları, deflasyon ya da hiperenflasyon dönemlerinde, geleceğe yönelik fiyatlar beklentisi üzerinde oldukça etkili olmakla birlikte, yabancı sermaye girişleri ve bunun yaratacağı olası etkileri ve çıkışında yaşanacak etkilerini dışlama aracı olarak da kullanılmaktadır.

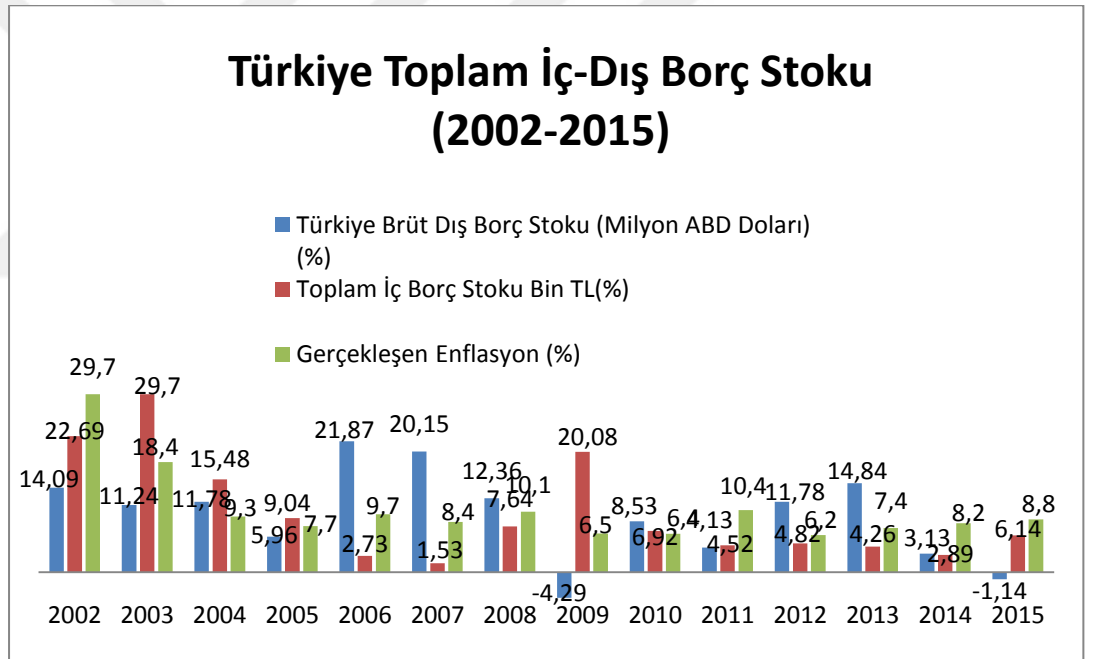
2.1.6.3. Bütçe Dengesi ve Enflasyon İlişkisi

Bütçe açıkları ve enflasyon arasında kuvvetli bir ilişkinin olduğu yapılan çalışmalarla ispatlanmıştır. Bir üst bölümde bahsedilen, faiz oranı ve enflasyon arasındaki 'neden-sonuç' paradoksu, bütçe dengesi ve enflasyon içinde geçerlidir. Bütçe açıkları bir yandan yüksek enflasyona yol açarken, diğer taraftan yüksek enflasyon oranları da bütçe açıklarına neden olabilmektedir. Bütçe dengesi makroekonomik tanım olarak, bütçe gelirlerinden bütçe giderlerinin farkının alınmasıdır. Enflasyon açısından önemli olan nokta ise, bütçe açıklarının ne şekilde finanse edildiğidir. Genel olarak, bütçe açıklarının finansmanı yaygın bir biçimde içi veya dış borçlanmayla ya da monetizasyon şeklinde yapılmaktadır.

Kamu otoritelerinin, bütçe açıklarını hazine tahvili satarak ya da emisyon (para basarak) yoluyla finanse etmesi iç veya dış borçlanma yoluyla olmaktadır (Parasız, 2001: 24). Kamu otoriteleri, Merkez Bankasından borçlanmak yerine iç piyasadan borçlanma yolunu tercih ediyorsa, kamunun borçlanabilmesi için ihraç edilen menkul kıymetlerin getirisin yüksek olması gerekmektedir. Diğer yandan, fon talebinde bulunanlar, kamu otoritesiyle rekabet halinde oldukları için ve bütçe açığı nedeniyle kamu borç kâğıtlarındaki artış, satış fiyatını azaltıp faiz oranlarını yükseltmektedir. Bu nedenle, ekonomi genelinde faiz oranları yükselme eğilimine girer. Merkez Bankası ve hükümet faiz haddinin istikrarı yönünde mutabakata varmışsa, faiz oranlarının düşürülmesi için para basılması enflasyonist baskı yaratacaktır. Ancak kamu menkul kıymetleri bankalar dışındaki özel kesime satılmışsa bu işlem para arzında değişikliğine yol açmaktadır (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2012: 441-444). Yani bütçe açıkları parasal genişlemeye neden oluyorsa, enflasyonist baskı oluşmakta, mal ve hizmet fiyatlarında artış meydana gelmektedir.

Bütçe açıklarının dış borçlanma yoluyla finanse edilmesinde, borcun vadesi, borcun ödenme sırasında oluşan temel ekonomik göstergeler ve borcun faizi, fiyatlar genel düzeyinde çeşitli etkiler oluşturmaktadır. Temin edilen dışsal kaynağın sağlandığı sektörün özellikleri, kaynağın kullanım aşamasındaki emisyon, yani Merkez Bankası'nın kağıt paraları, tahvilleri hisse senetleri tedavüle çıkarma faaliyetleri ve kaynak tahsisi, döviz kurunu yakından ilgilendirdiğinden, yurtiçi kaynak dağılımında da fiyatlar genel düzeyinde de etkiye sahiptir (Sönmez, 1998). Monetizasyon kavramı, yani bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi gelişmekte olan ülkelerde enflasyonist baskı yaratmaktadır. Şöyle ki, devletin para basarak bütçe açığını kapatmaya çalışması ve bunun regüle edilememesi sonucu fiyat endekslerinde artış olmaktadır (Ejder, 2002). Senyoraj geliri enflasyon vergisine yol açarak, verginin hesaplama ve ödeme zamanlarının farklı olması sonucunda (gelişmekte olan ülkelerin sorunları), vergi gelirlerinin reel olarak azalmasına yol açar (Olivera Tanzi Etkisi) (Yıldırım, Karaman ve Taşdemir, 2012: 444). Böylelikle kamu açıkları artmakta ve faiz oranları yükselmektedir. Bu durum mali disiplini sağlayamamış gelişmekte olan ülkelerin ortak problemidir.

Aşağıda gösterilen grafikte Türkiye'nin iç/dış borç stokları ve enflasyon arasındaki ilişkiden yola çıkarak, 2001 krizi sonrasında kamu kesimi bütçe dengesiyle ilgili önemli atılımlarda bulunmuştur. Özellikle, Güçlü Ekonomi Programı kapsamında geliştirilen ve yürürlüğe konan hedeflerden biri de faiz dışı bütçedir. Bu bağlamda, 2007 yılına kadar kamu otoritelerinin bütçe dengesini sağlamadaki başarısının beraberinde toplam iç-dış borç hacminin azalmasına neden olduğu gözlemlenmiştir. Ancak 2008 ve 2009 yılını kapsayan dönemde 2008 küresel krizin yıkıcı etkilerini azaltmak ve piyasayı canlandırmak adına hükümetin genişleyici maliye politika uygulaması sonucunda özellikle agresif bir iç borç stoku artışı gözlemlenmektedir (Şekil 8).



Kaynak: TCMB EVDS'den verilerle düzenlenmiştir.

Şekil 8: Türkiye Toplam İç-Dış Borç Stoku (2002-2015)

Ancak, Türkiye'de 2008-2010 yılları arasında, bütçe dengesinde kamu ve para otoriterinin gevşek maliye politikaları uygulaması sonucunda meydana gelen bozulmalar enflasyonist baskı oluşturmayıp, bütçe açıkları-enflasyon etkileşimini

azaltmıştır. Özellikle 2008 krizine kadar olan dönemde bütçe dengesinin sağlanması, enflasyon ve ileriye yönelik enflasyon beklentilerini olumlu etkilemiş ve fiyatlar genel düzeyi makul seviyelere inmiştir. Kriz sonrasında ise gevşek maliye politika uygulamalarının, enflasyonun açık enflasyon hedeflemesi dönemi öncesine kıyasla tek haneli rakamlarda seyrettiği ve kontrol altında olduğu kanaati yaratmaktadır. (Yılmaz ve Arı, 2013). Son dönemde yaşanan bir diğer önemli gelişme ise, 2010 yılında kabul edilen “Mali Kural Kanun Tasarısı”dır. Bu tasarı ile belirli sınırlar çizilerek kurallı bir maliye politikası yürütülmesi, enflasyon hedeflemesi rejiminin önemli bir ön koşulu olan mali disiplinin sağlanması, fiyat istikrarı ve ekonomik birimlerin ileriye dönük güveninin kazanılması, kamu kesim finans kaynaklarının belirlenmesi ve özel kesim borçlanmalarının düşük faizli ve uzun dönemli olması hedeflenmiştir. Bu tasarıyla birlikte, hem büyümenin belli bir asgari düzeyde tutulması hem de bütçe açıklarının belli bir sınırı geçmeyerek, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısına katkıda bulunularak fiyat istikrarına ve finansal istikrara ulaşılması hedeflenmiştir (Oktayer, 2010).

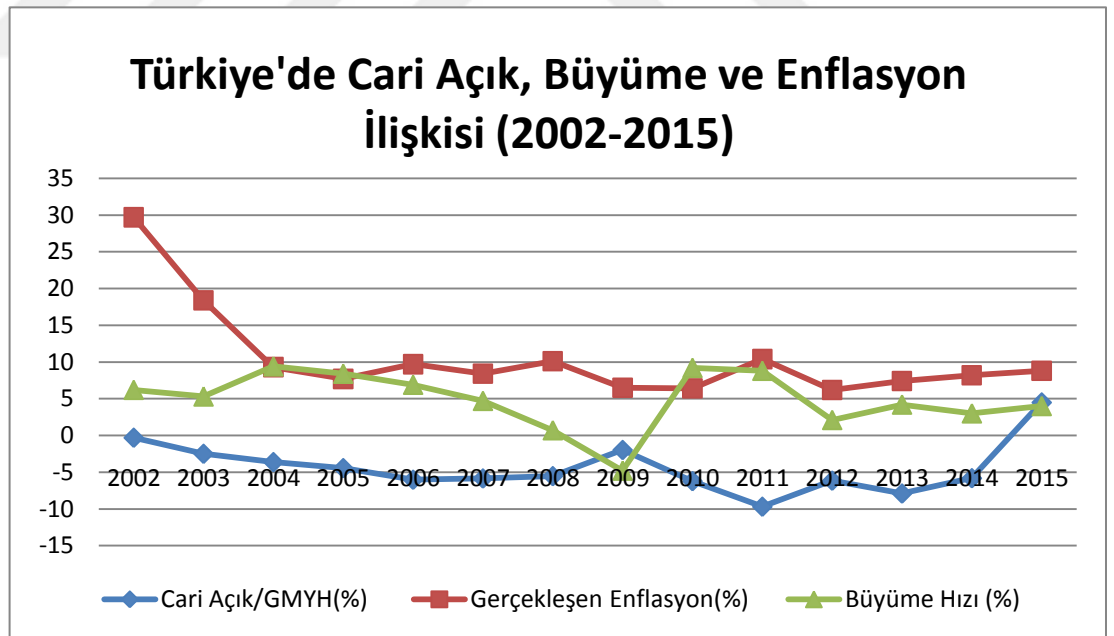
2.1.6.4.Cari Açık ve Enflasyon İlişkisi

Cari açık bir diğer ifadeyle dış ticaret açığı, ithalat ve ihracat arasındaki fark anlamına gelmektedir. Bir ülkenin belli dönemi kapsayan uluslararası ticari faaliyet hacmi ödemeler dengesi aracılığıyla takip edilmektedir. Bu tablo, ülke döviz gelirleri ve giderleri arasındaki farkın göstergesidir. Ödemeler dengesinin iki önemli ayağından biri olan cari denge; mal, hizmet, yatırım gelirleri dengesi ve cari transferlerden oluşmaktadır. Bu eşitlikte, değişkenlerin toplamı pozitifse cari fazlayı, negatif ise cari açığı ifade etmektedir. Bir ülke için cari açık, dış piyasadan elde edilen gelirin daha fazlası bir gidere sahip olduğu anlamına gelmektedir (Şahin, 2011). Şöyle ki, bir ülkenin giderlerinin, sahip olduğu varlıktan fazla olması yani kaynak açığı cari açığı ifade etmektedir. Bir ekonomide, cari denge açık veriyorsa bunun kesinlikle finanse edilmesi gerekmektedir. Bu durumum da cari açığın finansman sorununu ve çözüm arayışlarını beraberinde getirmektedir.

Cari açığın enflasyonla olan ilişkisi ise iki farklı durumla özetlenebilir. İlk olarak, cari açığın finansmanı için yüksek reel faiz oranı karşısında yatırım iştahının

atması sonucu ülkeye giren sıcak para sonucunda piyasada çoğalan döviz, yerli paranın değerlenmesi ve maliyetlerin düşmesine, artan faiz oranları ise gelirin daha yüksek oranda tasarrufa dönüşmesi neden olarak enflasyonu düşürücü etki yaratabilir. İkinci durum ise, tüketime olan talebin artması ve bu da ithal mallara olan talebin artmasına neden olmaktadır. Ancak, bazı iktisatçılara göre, cari dengesi açık veren bir ekonomide, ithal malların yurtiçi fiyatları arttırılarak yerli malı talebi ve üretiminin teşvik edilmesi de cari açığı azaltabilir.

Türkiye gibi uzun yıllar kronik enflasyon ve cari açıklarla uğraşan ekonomiler için, bir ülkenin iktisadi durumunun önemli bir kriteri olan cari açığın nasıl kapatılacağı önemli bir konudur. Bu durumda, cari açığın mı enflasyona neden olduğu, yoksa cari açığın finansmanı için mi enflasyona başvurulduğu ikilemi ortaya çıkmaktadır. Cari açığı artan bir ülke, paralel bir şekilde sermaye hesaplarını da genişletmelidir ki bu da bir ülkenin dışa bağlılığının artması, dışsal şoklara karşı daha duyarlı hale gelmesi ve krizlerin yaşanmasına sebebiyet vermektedir (Eğilmez, 2012; Kaya, 2016).



Kaynak: IMF WorldEconomicOutlookDatabase ve TCMB EVDS'den verilerle düzenlenmiştir.

şekil 9: Türkiye'de Cari Açık, Büyüme ve Enflasyon İlişkisi(2002-2015)

Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi rejimine geçişi sonrası cari açık, büyüme ve enflasyon arasındaki ilişki yukarıdaki grafik (Şekil 9) yardımıyla daha net açıklanmaktadır. Türkiye'de son otuz yılda yaşanan krizlerin birincil nedeni cari açık gösterilmektedir. Önceden de belirtildiği gibi cari açığı artan bir ülke dışsal şoklara duyarlı, kırılgan bir yapıya dönüşmektedir. Bu nedenle çift haneli enflasyonla mücadele eden Türkiye ekonomisinin, enflasyon hedeflemesi sonrasında fiyat istikrarı konusunda önemli ölçüde başarı sağladığı söylenebilir. 2001 krizi sonrasında IMF ile yapılan müzakereler sonunda yürürlüğe giren ekonomi programları sonrası büyüme, enflasyon, faiz hadleri gibi önemli makro ekonomik değişkenlerde iyileşme sağlanırken aynı durum cari açık için geçerli olmamıştır. Grafikten anlaşılabileceği gibi cari açığın GSMH içindeki oranı giderek artış göstermiştir. Fakat cari açığın artış gösterdiği dönemlerde, büyüme hızının artması bir diğer ilgi çekici noktadır. Örnek vermek gerekirse, 1983-1989 yılları arasında büyüme hızı %5 civarındayken, cari açığın GSMH içindeki payı %0,4 olarak gerçekleşmiştir. 1990-1999 arası büyüme hızı %4,1 iken, cari açığın GSMH içindeki payı artarak %0,8 olmuştur. Ancak 2006 yılında %6'lık büyüme hızına karşılık, cari açık/GSMH %7,8 olmuştur. Oysa 1983-1990 yılları arasında gerçekleşen büyüme oranlarını, 2002-2015 yılları arasında da görmek mümkündür. Bu dönemler kıyaslanacak olursa, 1990 ve 2004 yılı büyüme oranları %9 civarında gerçekleşmiştir. Ancak bu yılların cari açığın GSMH içindeki payı %1,7 ve %5,3 olmuştur. Aynı karşılaştırma 1997 ve 2005 yılları için de yapılırsa, büyüme oranları %7 civarında, fakat cari açık/GSMH oranları arasındaki fark %4,9 seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu noktada, belirli bir düzeyde büyüme oranlarının sağlanabilmesi için sürekli cari açık verilmiş ve 2002 öncesine kıyasla enflasyon rakamları tek haneli rakamlara düşmüştür.

Yukarıdaki grafikten elde edilen bulgulara göre, cari açık ve enflasyon arasında nedensellik ilişkisinin zayıf olduğu, ancak büyüme ve cari açık arasında bir etkileşim olduğu söylenebilir. Özellikle 2000'li yıllardan sonra Türkiye büyüme oranlarını belli bir düzeyde tutabilmek için dış kaynak kullanımını arttırmış, dış kaynak kullanımına ters orantılı olarak tasarruf hacmi daralmıştır (Alpaydın ve

Tunalı, 2011). Günçavdı (2013) ‘ya göre, 1980li yıllarda yaşanan yüksek enflasyon ve düşük cari açığın en temel nedeni, 1989 yılına kadar mali kurumların dış piyasalardan finansman sağlama ya da borç verme yetkisinin olmayışı ve yabancı sermaye akışının serbestisinin bulunmayışından kaynaklı, ülkenin kaynak açığını sahip olduğu öz varlıklarından sağlamasıydı. Yüksek düzeyde büyüme hızına erişmiş bir ülke ekonomisi, düşük tasarruf miktarı ve kaynak açıklığını fiyatlar genel düzeyini attırarak kapatma yoluna gitmiştir.

Özetle, enflasyon cari açığın kapatılması amacıyla finansman olarak kullanılmış ve yüksek büyüme enflasyonu da beraberinde getirmiştir. Özellikle, 2002 sonrasında Türkiye’de siyasal istikrarın sağlanması, değişen küresel koşullar nedeniyle mali kaynak alternatifleri artmıştır. Bu dönemde fiyat istikrarı sağlama amacıyla enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiş ve birincil hedef enflasyonu dizginlemek olmuştur. Dış piyasaların, Türkiye’nin cari açığını kapatmasına alternatif finans kaynağı sunmasıyla birlikte, enflasyon yaratarak kaynak açığının kapatılmasının da önüne geçilmiştir.

Ancak burada üzerine tartışılması gereken konu, küresel piyasaların altüst olması durumunda yüksek büyümenin yaratmış olduğu cari açığın sürdürülemez bir hal alması halinde, siyasi otoritelerin öncelikli hedefini yüksek düzeyde bir büyüme olarak belirleyip belirlemeyeceğidir. Çünkü cari açığın sürdürülemez olduğu bir durumda enflasyon kaynak yaratma aracı olarak kullanılacağından ve yaşanan siyasi rekabet ortamında düşük büyüme oranlarına müsaade edilmeyeceğinden enflasyon kaçınılmaz son olabilir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ ANALİZİ

3.1. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN BAŞARISININ ANALİZİ KONSUNDA LİTERATÜR

Enflasyon, birçok gelişmiş ve özellikle gelişmekte olan ülkeler için ekonominin işleyişini önemli ölçüde etkilemektedir. Bu nedenle, ekonomistler enflasyonu, yani fiyatlar genel düzeyini kontrol altında alabilmek için çeşitli iktisat politikaları tahmininde bulunmaktadır. 1990 yılında Yeni Zelanda’nın ilk olarak EH rejimini uygulamaya başlaması ve takiben birçok ülkenin bu rejime geçişi, maliye politikalarından ziyade para politikası stratejilerinin önemini arttırmıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçişin çok köklü bir tarihçesi bulunmadığından, yapılan sayısal analizler çok çeşitlilik gösterememektedir. Önceliğini gelişmiş ülke uygulamalarının aldığı, daha sonra gelişmekte olan ülkelerin uygulamaya başladığı EH rejimi, ön koşulların ve mali disiplinin sağlanıp sağlanmadığı ve enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarına yönelik katkısı, ekonomistler, kamu kurum ve kuruluşları ve akademisyenler tarafından araştırılıp, analiz edilmektedir. EH’nin başarılı olup olmadığı konusu birçok inceleme konusu olmuştur.

Son yıllarda yapılan çalışmalarda, enflasyonu etkileyen döviz kuru, faiz oranı, büyüme ve para arzı gibi önemli değişkenler baz alınmıştır. Edinilen sonuçların bir kısmı EH’yi desteklemekte, bazıları ise özellikle dışa bağı gelişmekte olan ülkelerin yeterli ön koşulları sağlamadaki yetersizliğinden kaynaklı EH uygulamasının başarıya ulaşmasının güç olduğunu savunmaktadır. Bu bölümde, Türkiye’de ve

Dünya’da enflasyon hedeflemesinin başarısını etkileyen çalışmaların bazılarında bahsedilmektedir.

3.1.1. Türkiye’de Yapılan Çalışmalar

Koray (1993) çalışmasında, 1981-1989 dönemini kapsayan aylık verilerle, Diboğlu ve Kibritçiöğlu (2004) 1980-2002 yılları arası üç aylık verilerle, enflasyon hedeflemesinin başarısının etkenlerini VAR yöntemiyle araştırılmıştır. Analiz bulgularına göre, döviz kuru, para arzı ve faiz oranı enflasyon üzerinde etkilidir. Bu çalışmalardan çıkarılan sonuç ise, enflasyon hedeflemesinin başarısında enflasyon ve faiz oranı etkileşimi pozitif yönde etkili iken, para arzı, döviz kuru ise EH rejiminin etkinliğini azaltmaktadır.

Altinkemer (2004) yapmış olduğu çalışmada, 1992-2003 aylık verilerinden faydalanarak faiz oranı ve döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkisini, eş bütünleşme ve VECM (Vektör Hata Düzeltme Modeli) metoduyla incelemiştir. Uygulama sonuçlarına göre, faiz oranı ve döviz kurunun enflasyon üzerinde etkili olduğu, ancak enflasyon hedeflemesinin etkinliği için döviz kurunun dikkate alınması gerektiği sonucuna varılmıştır.

Saatçioğlu ve Korap (2006) , 1988-2004 dönemi Türkiye ekonomisine enflasyonu etkileyen faktörleri araştırmıştır. Yapılan çalışmada, faiz oranı ve döviz kurunun enflasyon üzerindeki etkisini VAR analiziyle değerlendirilmiştir. Edinilen sonuçlara göre, enflasyon üzerinde faiz oranı ve döviz kurunun etkili olduğu ve EH rejiminin başarılı olabilmesi için döviz kurunun etkisinin dikkate alınması gerektiği sonucuna varılmıştır.

Gül, Ekinci ve Gürbüz’ün 2006 yılında yapmış oldukları çalışmada, para politikası araçları ve enflasyon arasındaki ilişkiyi incelenmiştir. 1986 ve 2005 dönemine ait aylık veriler kullanılarak, parasal tabanın, faiz oranının, döviz kurunun enflasyonla etkileşimi analiz edilmiş ve Vektör Otoregresyon (VAR) analizi kullanılmıştır. Elde edilen bulgulara göre, Türkiye’de parasal taban, faiz oranı ve döviz kurlarından enflasyona doğru tek yönlü bir nedenselliğe rastlanmıştır. Bu durumda, EH stratejisi uygulayan TCMB’nin çıpa olarak kullandığı parasal tabanın

içselleşmediği, kontrollü para tabanı ve kısa vadeli faizlerle enflasyonu düşürebileceği söylenebilir. Ancak bu çalışmada, döviz kuru ve enflasyon arasında nedensellik ilişkisi bulunarak, bu korelasyonun zayıflatılmasının gerektiği ortaya çıkmıştır. Sonuç olarak, para politikasının tek başına enflasyonu düşürmede yeterli olmadığı ortaya çıkmıştır.

Erol (2008), çalışma dönemini 1987-2007 kapsayan aylık verilerle, enflasyon hedeflemesine geçiş öncesinde para politikası araçları ve enflasyon arasında, öngörülebilir ve istikrarlı bir ilişki olması gerektiği ön koşulunun sağlanıp sağlanmadığını, açık enflasyon hedeflemesine geçtikten sonraki dönemle VAR yöntemiyle değerlendirmiştir. Elde edilen bulgulara göre, EH rejimine resmi olarak geçiş sonrasında bu ön koşulun yeterli düzeyde sağlanmadığı ve TCMB'nin para politikası araçlarıyla enflasyonu kontrol altında almasının, enflasyondaki ataletin azalmasıyla sağlanacağı kanaatine varılmış, EH rejimine geçildikten sonra kısa vadeli faiz oranlarının enflasyonla etkileşiminin, EH geçiş öncesi döneme kıyasla arttığı gözlemlenmiştir.

Duman (2008), 1995-2007 dönemi çeyreklik makro verilerden yararlanarak, EH rejiminin enflasyon üzerindeki etkisini incelemiştir. Bu analizde, enflasyon, döviz kuru ve büyüme değişkenlerinin bütçe açıklarıyla olan ilişkisi doğrusal regresyon analizi yöntemiyle incelemiştir. Elde edilen bulgulara göre, enflasyonun kontrol altına alınmasının bütçe açıklarının sıkı bir maliye politikasıyla yönetilmesi, para arzının da sıkı bir para politikasıyla denetlenmesi ve bunlara paralel kamu otoriteleri ve merkez bankasının büyüme hızının yaratabileceği iş olanaklarının da ihmal edilmemesi gerekmektedir.

Gürbüz (2008) yapmış olduğu çalışmada, 1987-2008 dönemine ait çeyreklik verilerle enflasyon, büyüme, döviz kuru, faiz oranı, mali baskınlık oranı ve para arzı arasındaki etkileşimi Etki-Tepki VAR analizi yöntemiyle tahmin ederek, Türkiye açısından enflasyonla mücadelede uygun politika aracının belirlenmesini amaçlanmıştır. Analiz sonucuna göre, Türkiye'de önemli bir konu olan mali baskınlığın, bütçe açıklarının artması ve faiz oranlarıyla birlikte arttığı gözlemlenmekte ve bütçe açıklarının finansmanı için arttırılan para arzının yaratacağı

enflasyonist etki ise döviz kuru ve enflasyon arasındaki etkileşim göz önünde tutularak, faiz oranı kanalı ile kontrol altına alınabilmektedir.

Ersel ve Özatay (2008), EH rejimini, Türkiye’de uygulanabilirliğinin zamanlaması açısından incelemiş ve EH rejiminin başarısında para ve maliye politikalarının koordinesinin önemli olduğunu, ancak mali piyasalardaki baskınlığın giderilmediği sürece EH uygulaması için hiçbir zaman doğru zaman olmayacağı sonucuna varmıştır.

Tıraşoğlu (2009) çalışmasında, 1994-2008 dönemi aylık verilerinden faydalanarak, Taylor kuralı değişkenleri ile enflasyon, döviz kuru, faiz, büyüme arasında Mevsimsel Eşbütünleşme olup olmadığını sınamıştır. Çıkan sonuç, değişkenler arası eşbütünleşme ilişkisi olmasına rağmen, uzun vadede Taylor kuralının geçerli olmadığı ve etkili bir para politikasının yürütülememesinin nedenini süregelen kronik enflasyon, mali baskınlık, döviz kuru dalgalanmaları ve özerk olmayan bir merkez bankası olduğudur.

Badurlar (2009), 2002-2008 dönemi aylık verileri kullanarak, dalgalı kur rejimi altında uygulanan EH stratejisinin para politikası üzerindeki etkisini, Sınır Testi yöntemi kullanarak analiz etmiştir. Elde edilen bulgulara göre, kısa vadede enflasyonist baskıyı azaltma amacıyla uygulanan yüksek faiz-düşük kur modeli altında daraltmacı para politikasının gerçekleşemediği tam tersine para arzındaki artışa yol açtığı sonucuna varılmıştır.

Göktaş (2009), 2002-2010 dönemi EH rejimi altında parasal aktarım mekanizmasını test etmiş, bu kapsamda döviz kuru, faiz oranı ve kredi kanalının işleyişini yapısal VAR analiziyle test etmiştir. Elde edilen bulgulara göre, döviz kuru kanalının üretim ve fiyatlar üzerinde, faiz oranının üretimde ve para arzının enflasyon üzerinde nispeten daha etkili olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Eroğlu ve Eroğlu (2009) çalışmasında, EH çerçevesinde Türkiye’nin kredibilite ve hesap verilebilirlik sorununu değerlendirmiştir. Bu kapsamda, fiyat istikrarı sağlanmasına yönelik uygulanacak para politikasının birincil aktörünün

Merkez Bankası olduğunu, bu görevin güvenilirlik, şeffaflık ve hesap verilebilirlikle doğru orantılı olduğu sonucuna varmıştır.

Tezgör (2010) çalışmasında, 2002-2010 dönemine ait çeyreklik veriler kullanılarak enflasyon hedeflemesinin makro ekonomik değişkenler üzerine etkisi En Küçük Kareler (EKK) yöntemi kullanılarak regresyon analiziyle incelenmiştir. Elde edilen bulgulara göre, hedeflenen enflasyonun gerçekleşen enflasyon üzerinde olması GSYİH, istihdam oranı, İMKB işlem hacmi, ihracat ve ithalat, portföy yatırımları üzerinde pozitif etkiye sahip olurken, kamu kesimi borçlanma gereği, mevduat faiz oranı ve döviz kuru üzerinde negatif etkiye sahiptir.

Karagöz ve Ergün (2010), 1987-2007 dönemi çeyreklik veriler kullanarak Türkiye’de ekonomik istikrarın nedenlerini araştırmıştır. Yapılan çalışmada, enflasyon, GSMH, faiz oranı, reel efektif döviz kuru ve para arzı arasındaki ilişki ARDL Sınır testi ile incelenmiştir. Bu doğrultuda, enflasyonun faiz oranı, para arzı ve üretim düzeyinden etkilediği, ancak döviz kurunun enflasyon üzerinde etkisinin olmadığı sonucuna varılmıştır.

Ermişoğlu (2011) çalışmasında, EH rejimi uygulaması öncesi ve sonrası dönemi kıyaslayarak, rejimin başarısını analiz etmiştir. Analizde 1982-2005 ve 2006-2010 dönemi AR modeli kullanılarak kıyaslanmıştır. Bu çalışmada elde edilen bulgulara göre, EH rejimine geçişle birlikte enflasyonist şokların ve bu şokların yayılma etkisi nispeten azalmış ve geçiş sonrasında karar alma birimleri beklentilerini gerçekleşen enflasyondan ziyade, hedeflenen enflasyona göre şekillendirmiştir. Sonuç olarak, EH rejiminin fiyat istikrarı sağlamasında büyük ölçüde etkili olduğu, ancak sağlanan başarıda EH rejimine geçilmesinin yanı sıra para ve maliye politikalarının koordinesinin de büyük ölçüde katkı sunduğu gözlemlenmiştir.

Doğan (2011), 2003-2010 dönemi için Taylor Kuralı’nın açık ekonomi modeli kapsamında, örtük ve açık enflasyon hedeflemesi döneminde TCMB’nin geriye dönük reaksiyon fonksiyonunu Genellenmiş Momentler Metodu (GMM) ile tahmin etmiştir. Bu analizde mevduat faiz oranlarının, hedeflenen enflasyon

değerinden sapmasına, kur oynaklığına ve çıktı açığına olan duyarlılığı değerlendirilmiştir. Edinilen tahminlere göre, faiz oranlarının çıktı açığına ve hedeften sapan enflasyon oranı tepki katsayıları ile orijinal Taylor kuralı tahminleriyle örtüşürken, kurdaki oynaklığın faiz oranlarını negatif etkilediği saptanmıştır.

Yapraklı ve Kalkan (2012) çalışmasında, Türkiye’de uygulanan AEH rejimi kapsamında uygulanan para politikaları ile enflasyon arasında öngörülebilir ve istikrarlı bir ilişki var olup olmadığını incelemiştir. Analizde, 2006-2011 dönemi aylık verilerinden yararlanılarak enflasyon, döviz kuru arasındaki ilişki eş-bütünleşme, Granger Nedensellik ve Vektör hata düzeltme modeli ile sınanmıştır. Edinilen bulgulara göre, Türkiye’de uygulanan EH rejiminde başarılı olunmuş, fakat döviz kurunun fiyatlar düzeyindeki etkisinin göz ardı edilmemesi gerektiği sonucuna varılmıştır.

Daroğlu (2013) çalışmasında, 2002-2012 dönemi çeyreklik verilerinden faydalanarak, EH rejiminin küresel faktörlerden etkilenip etkilenmediğini ve TCMB’nin döngüsellik karşıtı para politikası uygulayıp uygulamadığını VAR modeli ile değerlendirilmiştir. Yapılan analiz neticesinde, TCMB’nin politika faiz oranlarının ciddi ölçüde dış faktörlerden etkilendiği ve EH rejimine geçildikten sonra döngüsellik karşıtı para politikasının uygulanamadığı tespit edilmiştir.

Doğru (2013), 1997-2011 dönemi çeyreklik verilerden yararlanılarak, Merkez Bankası bağımsızlığının çıktı açığı üzerindeki etkisini incelemiştir. Çalışmada enflasyon, Merkez Bankası bağımsızlık endeksi, büyüme, mevduat faizi, döviz kuru, sermaye hareketliliği ve ticari açıklık değişkenlerinden yararlanılarak regresyon analizi yapılmıştır. Edinilen sonuçlara göre, uzun dönemde Merkez Bankası bağımsızlığının büyüme üzerinde pozitif bir etkiye sahip olduğu kanaatine varılmıştır.

Gündoğan (2013), EH rejimini fiyat istikrarı ve finansal istikrar açısından değerlendirmiştir. 2002-2012 dönemi aylık verilerin kullanıldığı analizde enflasyonunun, faiz oranı, döviz kuru, para arzı ve yurtiçi kredi hacmiyle olan

ilişkinin VAR modeli ile incelemiştir. Elde edilen sonuçlara göre, enflasyon oranındaki oynaklığın çoğunluğu enflasyon oranının kendisiyle açıklanırken, uzun dönemde enflasyon değişimlerini açıklayıcı değişkenler giderek azalan etkiye göre; kredi hacmi, para arzı, döviz kuru ve faiz oranı olarak belirlenmektedir.

Güney ve Ceylan (2014) çalışmasında, EH rejiminin enflasyon ve büyüme üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Bu analiz kapsamında, 1990-2012 dönemi aylık verilerinden faydalanılarak VAR modeli kullanılmıştır. Edinilen bulgulara göre, EH öncesinde para politikalarındaki şokların enflasyonist baskı oluşturduğu ve artan faiz oranlarının yatırım hacmini azaltarak büyüme üzerinde olumsuz etki yarattığı gözlemlenmiştir. Ancak bu olumsuz etkinin EH uygulaması sonrasında kamuoyunda güvenin sağlanması ve karar alıcıların beklentilerini, hedeflenen sayısal enflasyon değerine göre şekillendirmesiyle ortadan kalktığı, para politikası şoklarının çıktı üzerinde olumsuz bir etki yaratmadan enflasyonu baskıladığı sonucu ortaya çıkmıştır.

Göğül ve Songur 2016 yılında yapmış olduğu çalışmada, 2006-2015 dönemi Türkiye’de fiyat istikrarı sağlanmasına yönelik seçilebilecek en iyi para politikasının büyüme, döviz kuru ve üretim değişkenleri doğrultusunda kurala dayalı belirlenip belirlenmediğini sınamıştır. Bu çalışmada, çeyreklik verilerden yararlanılarak Taylor Kuralı’nın geçerliliği ARDL Sınır Testi ile sınanmıştır. Edinilen bulgular neticesinde, EH rejimine geçişle birlikte, Taylor Kuralı altında örtülü olarak para politikası uygulandığı saptanmıştır.

3.1.2. Dünya’da Yapılan Çalışmalar

Taylor 1993 yılında yapmış olduğu çalışmada, 1987-1992 dönemi, ABD’de enflasyon ve para politikası araçları arasında istikrarlı ve öngörülebilir bir ilişkinin olup olmadığını sınamıştır. Yapılan çalışmada, çeyreklik verilerden yararlanılarak para arzı, döviz kuru, faiz oranının enflasyona etkisini regresyon analizi çerçevesinde EH rejiminin başarısını incelemiştir. Çıkan sonuçlar kapsamında, döviz kuru ve enflasyon arasında anlamlı bir ilişki olmadığı, uzun vadeli para politikası olarak faiz oranının saptandığı ve EH uygulamasının başarılı olduğu tespitinde bulunmuştur.

Ball ve Sheridan (2003) yılında yapmış olduğu çalışmada, çeyreklik verilerden faydalanarak EH rejiminin, çıktı oranına ve faiz oranına olan etkisini AR (Auto Regressive) modelinden faydalanarak incelemiştir. Edinilen bulgular neticesinde, 1990lı yıllardan sonra EH benimseyen ülkelerin, nispeten benimsemeyen ülkelere göre ortalama enflasyon oranında olumlu ölçüde azalış yaşandığı, ancak bu gelişmenin EH rejimi uygulaması öncesinde ülkelerin enflasyonu kontrol altına almalarında başarısız olduklarından kaynaklı olduğunu göstermiştir.

Sabban, Rosada ve Powell (2003) çalışmasında, EH rejiminin, reel ve nominal şokların ikincil etkilerini VAR (Vector Autoregression) modeliyle açıklamıştır. Yapılan analizde, EH benimseyen 9 ülkeden (Şile, Meksika, Brezilya, İngiltere, Yeni Zelanda, Avustralya, İsveç, İsrail, Kanada) 7 tanesinde (Şile ve İngiltere hariç) EH rejiminin başarılı bir performans sergilediği sonucu ortaya çıkmıştır.

Clarida-Galive-Gertler (1998) E3-G3 ülkeleri 1979-1993 dönemi için, Mishkin-Savastano (2000) Latin Amerika Ülkeleri için 1990-1999 yılları arası, McCalum (2000) ABD, İngiltere ve Japonya üzerinde yapmış olduğu çalışmada 1962/1972-1998 dönemi için enflasyon, faiz oranı, döviz kuru ve para arzı arasındaki ilişkiyi regresyon modeli yardımıyla incelemiştir. Gottschalk-Moore (2001) 1992-1998 dönemini Polonya, Perera (2010) Sri Lanka için 2003-2008 dönemini VAR modeli doğrultusunda aynı değişkenler için analiz etmiştir. Elde edilen bulgular doğrultusunda, faiz oranı ve döviz kurunun enflasyon üzerinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır. Kapalı ekonomiler için faiz oranının EH uygulaması için birincil politika aracı olduğu, fakat gelişmekte olan ve dışa bağlı ekonomilerde döviz kurunun da enflasyon üzerindeki etkisinin göz önünde bulundurulması gerektiği sonucuna ulaşılmıştır.

King ve Wolfman (1996), 1915-1992 dönemi ABD için yapmış oldukları çalışmada, VAR modelinden faydalanarak enflasyon, döviz kuru, faiz oranı ve para arzı arasındaki etkileşimi incelemiştir. Bu kapsamda, döviz kurunun enflasyonu etkilediği, esasen faiz oranı ve para arzının enflasyon üzerinde etkili olduğu

sonucuna varmışlardır. Alvarez-Atkeson (1996) G7 ülkeleri için, 1993-1994 dönemi için aylık verilerden yararlanarak enflasyon, döviz kuru, faiz oranı ve para arzı arasındaki ilişkiyi regresyon analiziyle incelemiştir. Aynı değişkenler arasındaki ilişkiyi, Kalra (1999) Arnavutluk için geçerli olan 1993-1997 dönemi Eş-bütünleşme analizi çerçevesinde incelemiş, Orphanides-Wieland (2000) ise ABD için 1960-1998 dönemini; Euro Alan Ülkeleri için 1976-1998 dönemini Panel Veri Analizinden faydalanarak analiz etmiştir.

Petturson (2004) çalışmasında, birçok yönden EH rejiminin etkinliğini ölçmektedir. Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesinin başarılı olduğu ve EH benimseyen ülkelerde, enflasyonun daha kolay bir şekilde kontrol altına alındığı ve enflasyondaki dalgalanmanın azaldığı gözlemlenmiştir. Ancak başarılı bir para politikası uygulayıp, EH benimseyen ve benimsemeyen ülkelerin, fiyat istikrarı sağlamadaki performansları benzerlik göstermektedir.

Vega ve Wilkelried (2005) EH rejimi uygulayan ve uygulamayan ülkelerin, enflasyon düzeylerini ve oynaklıklarını kıyaslamıştır. Yapmış olduğu çalışmada, enflasyon hedeflemesinin fiyatlar genel düzeyini baskıladığı ve enflasyondaki dalgalanmaları azalttığı, gelişmekte olan ülkelerde ise enflasyondaki ataleti azalttığı sonucuna varılmıştır

IMF (2005) çalışmasında, gelişmekte olan EH rejimi uygulayan ve uygulamayan ülkelerin performansını incelemiştir. Edinilen bulgular doğrultusunda, EH benimseyen ülkelerin benimsemeyen ülkelere görece düşük düzeyde bir enflasyon oranı, oynaklığı ve ileriye dönük pozitif enflasyon beklentisi olduğu gözlenmiştir. Ayrıca, EH stratejisiyle birlikte faiz oranları, döviz kuru, büyüme oynaklığı gibi önemli makroekonomik göstergelerde dalgalanma azalmıştır.

Kontonikas (2006) İngiltere için enflasyon ve enflasyon belirsizliği üzerine yapmış olduğu çalışmasında, EH rejimine geçiş sonrasında enflasyondaki ataletin, enflasyon oynaklığının azaldığı ve ortalama enflasyonun düşmesiyle birlikte uzun vadede negatif yöndeki enflasyon beklentilerinin iyileştiği gözlenmiştir.

Kim ve Park (2006), 1999 yılından itibaren Kore’de EH uygulamanın performansını makro ekonomik değişkenlerden faydalanarak incelemiştir. Bu çalışmada, fiyatlar genel düzeyi ve enflasyon oynaklığının önemli ölçüde azaldığını, ancak bu düşüşteki ana etkenin enflasyonist şoklardan ziyade, ileriye dönük enflasyon öngörülerinin şoklara olan duyarlılığın azaltılması olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Batini ve Laxon 2006 yılında yapmış olduğu çalışmada EH rejimi uygulayan ve uygulamayan gelişmekte olan 35 ülkenin EH başarısını kıyaslamıştır. Edinilen bulgular doğrultusunda, EH uygulayan ülkelerin uygulamayanlara göre nispeten enflasyon düzeylerinin, oynaklıklarının ve ileriye dönük enflasyon tahminlerinin iyileştiği gözlemlenmiştir. Ayrıca bu analizde, EH benimseyen ülkelerde, önemli makroekonomik değişkenlerden nominal döviz kuru, reel faiz ve reel çıktı açığı dalgalanmalarının azaldığı gözlemlenmiştir.

Barbosa-Filho (2008), 1999-2006 yılları arasında Brezilya’da uygulanan EH rejiminin başarısını analiz etmiştir. Bu çalışma, 1999 ve 2002 krizlerin, enflasyon hedeflemesi ve döviz kurundaki değer artışıyla birlikte üstesinden geldiğini göstermektedir. Bu rejimle birlikte reel faiz oranlarının düşük seviyelerde seyrettiği, potansiyel çıktı miktarının düşük olduğu, ancak ekonomik büyümede oynaklığın giderek azaldığı saptanmıştır.

Broto (2008) çalışmasında, EH benimseyen ve benimsemeyen 8 Latin Amerika ülkesinin enflasyon performansını GARCH modelinden yararlanarak incelemiştir. Bu ülkelerin enflasyon, enflasyon oynaklığı ve enflasyon sürekliliğini kıyaslamıştır. Uygulama sonuçlarına göre, EH rejimiyle birlikte, enflasyon, enflasyon oynaklığı ve enflasyon sürekliliği arasında pozitif bir ilerleme tespit edilmiş, fakat bu performansın doğrudan EH rejiminden kaynaklandığını ispat eden bir nedensellik bulgusuna rastlanmamıştır.

Poon ve Tang (2009), 1976-2007 dönemini kapsayan Malezya üzerine yapmış olduğu çalışmada enflasyon, döviz kuru, faiz oranı ve para tabanı arasındaki ilişkiyi Eş-bütünleşme yöntemiyle incelemiştir. Elde edinilen bulgulara göre, döviz

kuru, faiz oranı ve para arzının enflasyon üzerinde etkili olduğu, fiyat istikrarı sağlamak için kısa vadeli faiz oranlarının yeterli olmadığı, EH uygulamasından ziyade finansal-fiyat istikrarı ve büyümeyi hedefleyen alternatif bir ekonomi politikası uygulanması gerektiği sonucuna varılmıştır.

Tapsoba (2009) çalışması, EH rejiminin mali disiplin sağlayıp sağlamadığını GMM (Generalized Method of Moment) yöntemi ile incelemiştir. Yapılan çalışmada, EH uygulayan ve uygulamayan 58 ülke örneklem olarak belirlenmiştir. Edinilen bulgular doğrultusunda, gelişmekte olan ülkelerde esnek olarak uygulayan ülkelere kıyasla önemli boyutta mali disiplin sağladığı ve sağlanan disiplinin, Merkez Bankası bağımsızlığı, finansal derinlik, EH rejiminin ne kadar süreyle uygulandığına bağlı olarak değişkenlik gösterebileceği kanaatine varılmıştır.

Batini ve Nelson 2001 yılında yapmış olduğu çalışmada, İngiltere’de 1981-1998 dönemini, Nogueira-Leon Ledesman (2009) Brezilya’da 1995-2007 dönemini, Cavoli 2010 yılında yapmış olduğu çalışmada 1999-2008 dönemini 4 Güney Doğu Asya Ülkesi için VAR yöntemiyle EH rejiminin başarısını değerlendirmiştir. Bu çalışmalar neticesinde, faiz oranının enflasyonu etkilediğini ve EH rejiminin başarılı sağlayabilmesi için esnek döviz kuru doğrultusunda, para politikası aracı olarak faiz oranının kullanılmasının gerekliliğine vurgu yapılmıştır.

Filho (2010) yapmış olduğu çalışmada, yaşanan krizlerin üstesinden gelme hususunda para politikası olarak EH rejiminin uygulanabilirliğini incelemiştir. Bu doğrultuda enflasyon, işsizlik oranı, reel efektif döviz kuru ve politika faizi gibi değişkenlerin panel veri analizinden yararlanarak EH rejiminin krizle başa çıkmanın optimal bir para politikası olabileceği sonucuna varmıştır.

Sek ve Har (2012), Doğu Asya gelişen ekonomilere sahip ülkelerinden Kore, Filipinler ve Tayland için EH rejiminin etkinliğini incelemiştir. Bu çalışmada, yaşanan 1997-1998 krizi sonrasında para politikaları stratejilerinde değişiklik yapan bu ülkelerde, enflasyon ve reel büyüme/açığı arasındaki etkileşim EH öncesi ve sonrası dönem dikkate alınarak kıyaslanmıştır. GARCH modelinden yararlanılarak

yapılan analizde, EH uygulaması sonrasında enflasyon ve çıktı büyümesi oynaklığında ve katılıklarında azalma olduğu sonucuna varılmıştır.

3.1.3. Veri ve Model

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi başarısının belirleyicileri araştırılmak üzere yapılan bu çalışmada, enflasyon oranının; bütçe açığı, cari açık, faiz oranı ve reel ekonomik büyüme oranı tarafından etkilendiği dikkate alınarak 1 numaralı Model oluşturulmuştur. Model çerçevesinde zaman serisi teknikleri kullanılarak enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısının belirleyicileri araştırılmıştır.

$$TUF E_t = \alpha_0 + \alpha_1 CA_t + \alpha_2 BA_t + \alpha_3 BUY_t + \alpha_4 FAIZ_t + \varepsilon_{1t} \quad (1)$$

Yukarıdaki modellerde *TUFE*, fiyatlar genel seviyesindeki artışı göstermek ölçmek üzere Tüketici Fiyatları Endeksini; *FAIZ*, mevduat faiz oranını; *CA*, cari açık/GSYİH oranını; *BA*, bütçe açığı/GSYİH oranını; *BUY*, reel büyüme oranını; ε_t ise hata terimlerini ifade etmektedir. Çalışmada kullanılan faiz ve TÜFE değişkenlerine ait veri seti TCMB Elektronik Veri Dağıtım Sisteminden, CA/GSYİH ve BUY serileri, IMF International Financial Statistics (IFS)’den, BA/GSYİH serisi Hazine Veri Dağıtım sisteminden derlenmiş olup, 2002:1-2016:12 dönemine ait çeyreklik verilerden oluşmaktadır. Modelde kısa dönem nominal faiz oranı olarak mevduat faiz oranı alınmıştır. Enflasyon oranının tanımlanması için Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) kullanılmıştır. Tüm bağımsız değişkenlerin baz yılları (2010=100) olarak alınmıştır. Çalışmada zaman serisi tekniklerinden faydalanırken Eviews 9.0 ve WinRats 8 paket programı kullanılmıştır.

3.1.4. Yöntem

Ampirik çalışmalarda oluşturulan bağlanımın gerçek ya da sahte bir ilişkiyi yansıtır yansıtmadığı, zaman serilerinin en önemli özelliği olan durağanlık kavramıyla ilintilidir. Bir regresyondaki değişkenler arasındaki ilişkinin anlamlı olması, serilerin durağan olmasına bağlıdır. Her zaman serisinin olasılıklı ya da rassal süreç ile türediği düşünür. Oluşturulan modelin, zamana bağlı olarak rassal (stokastik) gelişip gelişmediği önemli bir konudur. Şayet, bu rassal süreç dönem

boyunca değişiyorsa, oluşturulan model durağan değildir, yapılan kestirim geçersiz ve gerçeği yansıtmamaktadır (Dikmen, 2009: 283).

Tanım olarak durağanlık, art arda gelen iki değer arasındaki zamanın kendisinden ziyade, yalnızca iki dönem arasındaki uzaklığa bağlı olan olasılıklı bir süreçtir. Bir zaman serisi durağansa, ortalaması ve varyansı, ne zaman ölçülürse ölçülsün aynı (sabit) kalmaktadır. Yani rassal süreç dönem boyunca değişmiyorsa, serinin geçmiş değerleri kullanılarak sabit katsayılı bir model tahmininde bulunulabilir. Kısaca, regresyon analizinden sağlıklı sonuçlar elde edilmesi, serilerin öncelikle durağan olmasına bağlıdır (Gujaraji, 1995: 710-715). Zaman serilerinin durağan olup olmadığı ise, birim kök içerip içermediğine bağlıdır.

Durağanlık formülü:

$$E(Y_t) = \mu, \text{Var}(Y_t) = E(Y_t - \mu)^2 = \sigma^2 \text{ ve } \text{Cov}(Y_t, Y_{t+k}) = \gamma_k$$

3.1.4.1.Durağanlık (Birim Kök) Analizi

Zaman serisi tekniklerinin kullanıldığı analizlerde değişkenler arasındaki ilişkiye bakmadan önce serilerin durağanlık özelliklerinin araştırılması gerekmektedir. Serilerin durağanlık özelliklerini araştırmak üzere birçok test mevcutken çalışmada Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi, Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) birim kök testi ve Zivot-Andrew birim kök testlerinden faydalanılmıştır.

3.1.4.1.1.Genişletilmiş Dickey-Fuller Birim Kök Testi

Serilerin durağanlık analizleri birim kök testleriyle sınanmaktadır. Bu testlere göre seri birim kök içeriyorsa, durağan değildir. Bu durumda, serinin birinci derecen farkı alınır ve seri durağan hale geliyorsa bu seri birinci dereceden durağandır ve I(1) şeklinde ifade edilir. Ancak bu şekilde durağan hale gelmiyorsa, serilerin ikinci dereceden farkı alınır ve seri durağan hale gelmişse ikinci dereceden I(2) durağandır. Durağanlık sınavasının en yaygın yöntemlerinden biri, Dickey ve Fuller (1979) tarafından geliştirilen Genişletilmiş-Dickey-Fuller ADF birim kök testidir (Dickey ve Fuller, 1982: 1075-1072). Bu analizde kullanılan denklem şu şekildedir;

$$\Delta y_t = \beta_1 + \beta_2 + \delta y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \alpha \Delta y_{t-1} + \epsilon_t$$

Denklemdeki Δy_t , durağanlığı sınanan değişkenin birinci farkı, t genel eğilim değişkeni ve Δy_{t-1} ise gecikmeli fark terimlerini ifade eder. Denkliğe gecikmeli fark terimlerinin eklenmesinin nedeni, hata teriminin (ϵ_t) ardışık bağımsız olmasını sağlamaktır. ADF birim kök testinden ağırlıklı sonuçlar elde edilebilmesi için modelde otokorelasyon, yani hata teriminin birbirini izleyen terimleri arasında ilintinin olmaması gerekmektedir. Denklemdeki “k” olan gecikme uzunlukları ise Schwarz (SIC) bilgi kriterleri kullanılarak belirlenmiştir.

ADF birim kök testiyle, “ δ ” katsayısının sıfıra eşit olup olmadığı sınanmaktadır.

$H_0: \delta=0$ ise seri durağan değildir.

$H_1: \delta \neq 0$ ise seri durağandır.

Elde edilen sonuç, Dickey ve Fuller tarafından geliştirilen ADF-t testinin Mackinnon kritik tablo değerleriyle karşılaştırılarak, H_0 ve H_1 hipotezleri ölçüt alınarak, serinin durağanlığı sınanır. Şayet ADF-t istatistiğinin mutlak değeri, kritik değerinden mutlak olarak büyükse H_0 önsavı reddedilir ve seri durağandır. Ancak mutlak olarak küçükse, H_0 önsavı reddedilmez ve seri durağan değildir (Gujarati,1995:719-720). Böyle bir durumda, seri durağanlaştırılınca kadar fark alınır.

3.1.4.1.2. Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) Birim Kök Testi

Kwiatkowski-Phillips-Schmidt ve Shin tarafından 1992 yılında geliştirilen KPSS birim kök testi, ADF testinin serinin durağan olmadığı H_0 hipotezine karşılık, serinin durağan olduğunu ve birim kök içerdiğini iddia eder. Bu yaklaşımda, durağanlık temel hipotezinin testi için Lagrange Multiplier (LM) istatistiği öngörülmüştür. KPSS birim kök testiyle durağanlığın reddedilip reddedilmeyeceğini sinamaktadır. Kwiatkowski vd. (1992)’ye göre durağanlık ve birim kök kavramı birbirini tamamlamaktadır. Bu teste göre, bir zaman serisi deterministik trend etkisinde, bir rassal ve bir hata terimi içermektedir. Bu testin amacı, serinin

deterministik trenden arındırılarak durağanlaştırılmasıdır. Test, durağan olduğu temel hipotezi için Lagrange Multiplier (LM) test istatistiği kullanılmıştır.

KPSS testine göre denklem şöyledir:

$$Y_t = r_t + \beta_t + \varepsilon_t \quad t= 1, \dots, T$$

t katsayısı, rasal terimi, deterministik eğilim katsayısı ve hata terimini ifade etmektedir.

Denklemde yer alan rasal yürüyüş süreci (r_t)

$$r_t = r_{t-1} + u_t$$

Eşitlikteki u_t , rasal terimin bir gecikmeli değeri ve kendisi arasındaki hata terimidir. Bu terimin sabit varyans ($E(u_t)=0$) ve sıfır ortalama ($E(u_t^2)= \sigma_u^2$) ile normal dağıldığı varsayılmaktadır. Bu da u_t 'nin, bağımlı olmayan eş-varyans ($0, \sigma_u^2$) kriterlerine sahip olduğu anlamına gelmektedir.

KPSS testindeki hipotezler aşağıdaki gibidir:

$H_0: \sigma_u^2=0$ ise seri durağandır (birim kök vardır)

$H_1: \sigma_u^2 \neq 0$ ise seri durağan değildir (birim kök yoktur)

LM testi kullanılarak hesaplanan değer, kritik değerinden büyükse, Y_t serisinin durağan olduğunu ileri süren H_0 hipotezi reddedilir. Bir başka ifadeyle, serinin birim köke sahip olduğu reddedilmez. Bir zaman serisinin ADF birim kök testi sonucunda durağan olmadığı hipotezi reddedilmez, KPSS birim kök testi sonucunda serinin durağan olduğu H_0 hipotezi reddedilirse, serinin durağan değildir sonucuna ulaşılır. Tam tersine LM değeri, kritik değerden küçükse, serinin durağan olduğu kabul edilir (Kwiatkowski ve diğ., 1992).

3.1.4.1.3. Zivot-Andrews Birim Kök Testi

Zaman serilerinde, çoğu zaman bazı nedenlerden kaynaklı dönemsel olarak değişkenlik olabilmektedir. Bu değişiklikler ekonomi politikalarından, ekonomik kriz

ya da deprem gibi doğal afetlerden kaynaklanabilir. Bu etki serilerin trendinde belirgin bir artış veya azalış olarak gözlemlenir. Bu gözlem belli bir zaman dilimini kapsamaktadır. Bu değişimler, trendde yapısal kırılma olarak gözlenir. Trendde birden fazla yapısal kırılma da olabilir. Bu yapısal kırılmalarının ekonometrik analizde dikkate alınması ve tespit edilmesi gerekmektedir. Bir modelde yapısal kırılmanın tespiti için birçok birim kök testi geliştirilmiştir. Zivot-Andrew tarafından (1992) geliştirilen test, Perron'un (1989) yapısal kırılmanın dışsal olduğu varsayımını eleştiri olarak geliştirilmiştir ve kırılma noktasını içsel olarak tahmin etmiştir.

Zivot-Andrew birim kök testi için üç model geliştirilmiştir (Zivot ve Andrews, 1992) :

$$Y_t = \mu + \beta_t + \alpha Y_{t-1} + \vartheta_1 DU(\vartheta) + \sum_{i=1}^k c_i \cdot \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (\text{Model A})$$

$$Y_t = \mu + \beta_t + \alpha Y_{t-1} + \vartheta_2 DT(\vartheta) + \sum_{i=1}^k c_i \cdot \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (\text{Model B})$$

$$Y_t = \mu + \beta_t + \alpha Y_{t-1} + \vartheta_2 DU(\vartheta) + \vartheta_1 DT(\vartheta) + \sum_{i=1}^k c_i \cdot \Delta Y_{t-i} + \varepsilon_t \quad (\text{Model C})$$

Model A düzeyde, Model B eğimde, Model C ise hem eğim hem de düzeyde oluşan yapısal kırılmaları içermektedir. Burada, $t=1,2,\dots,T$ zamanı, T_B kırılma zamanı olmak üzere $\lambda = T_B / T$ kırılma noktasını ifade etmektedir. Modelde yer alan DU düzeydeki kırılma, DT ise eğimdeki kırılmayı ifade etmektedir.

$$DU(\lambda) = \begin{cases} 1, & t > T_B \\ 0, & t \leq T_B \end{cases} \quad \text{ve} \quad DT(\lambda) = \begin{cases} 1 - T\lambda, & t \leq T_B \\ 0, & t > T_B \end{cases}$$

DU , $t > T_B$ iken 1, $t \leq T_B$ durumunda ise sıfır değerini alan ve sabit terimden oluşan yapısal kırılmayı ifade eden, DT ise $t \leq T_B$ olduğunda $1 - T\lambda$ değerini alan, $t > T_B$ durumunda ise sıfır değerini alan ve eğimdeki yapısal kırılmayı gösteren kukla değişkenlerdir. Modeldeki ΔY_{t-i} , ise hata teriminde oluşabilecek öziliinti (otokorelasyon) engellemek için eklenmiştir.

Zivot-Andrew birim kök testinde yapısal kırılmaların tespiti için, her olası kırılma tarihi için ayrı kukla değişken kullanılarak, $t = 2, \dots, (T-1)$ için EKK (En

Küçük Kareler) yöntemiyle ardışık olarak (T-2) sayıda bağlanım oluşturulur ve α 'nın testi için t istatistiği hesaplanır. Hesaplanan en küçük t değerinin olduğu tarih kırılma tarihi olarak seçilir. Kırılma tarihi belirlendikten sonra α katsayısının hesaplanan t istatistiği, ZA kritik değerinden mutlak olarak büyükse, yapısal kırılmanın olmaksın birim kökün var olduğu önsavı reddedilir. Ancak tam tersi durumda (t değerinin ZA kritik değerinden mutlak olarak küçük olması), eğim fonksiyonunda meydana gelen bir yapısal kırılma doğrultusunda serinin trend durağan olduğu alternatif hipotez reddedilir (Yılancı, 2009).

3.1.4.1.4 ARDL Sınır Testi Yaklaşımı

Ekonometrik bir modelde, değişkenler arasında uzun dönemli eşbütünleşme ilişkisinin varlığını birçok testle saptamak mümkündür. Pesaran, Shin ve Smith (2001) tarafından geliştirilen ARDL sınır testinin diğer yöntemlere göre üstün kılan en önemli özelliği ise, değişkenlerin durağanlık derecelerine bakılmaksızın, değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin olup olmadığının tespit edilmesidir. ARDL yaklaşımının tercih edilmesinin birkaç avantajı vardır. Öncelikle, diğer yöntemlerin aksine gecikme uzunluğu EKK yöntemi ile tahmin edilmektedir. İkinci olarak, bu yaklaşım serilerin durağan I(0) ve birinci dereceden durağan I(1) veya hepsinin eşbütünleşik olup olmadığı dikkate alınmaksızın uygulanabilmektedir (Pesaran, ve diğ., 2001). Üçüncü avantajı ise, küçük ya da sınırlı örneklemli analizlerde de uygulanabilmesi ve Engle-Granger ve Johansen eş bütünleşme testlerine göre daha güvenilir sonuçlar vermesidir (Narayan ve Smyth, 2005). ARDL yaklaşımında istisnai durum ise, ikinci dereceden durağan serilerin varlığında uygulanamamasıdır.

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^m \beta_{1i} \Delta Y_{t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{2i} \Delta X_{1t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{3i} \Delta 1 X_{2t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{4i} \Delta X_{3t-i} + \sum_{i=0}^m \beta_{5i} \Delta X_{4t-i} + \theta_1 Y_{t-1} + \theta_2 X_{1t-1} + \theta_3 X_{2t-1} + \theta_4 X_{3t-1} + \theta_5 X_{4t-1} + u_t$$

Burada Δ , birinci dereceden farkının alındığını göstermektedir. Öncelikle m gecikme uzunluğunun belirlenmesi gerekmektedir. Gecikme uzunluğu belli bir bilgi kriteriyle (AIC, FPE, SC, HQ) belirlendikten sonra, modeldeki değişkenler arasında

eş bütünleşme olup olmadığı F testi uygulanarak tespit edilmektedir. Değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin var olmadığını gösteren temel hipotez, $H_0 : \vartheta_1 = \vartheta_2 = \vartheta_3, \dots = \vartheta_t$ ve değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisinin olduğu yönündeki, alternatif hipotez ise $H_A: \vartheta_1 \neq \vartheta_2 \neq \vartheta_3, \dots \neq \vartheta_t$ şeklinde ifade edilir. Değişkenler arasında uzun dönem ilişkiden söz edilebilmesi için H_0 hipotezinin reddedilmesi gerekmektedir. Pesaran vd. (2001)' deki tabloda F- istatistiğinin değerleri gösterilmiştir. Hesaplanan F- istatistik değeri üst kritik sınır değerden büyükse, H_0 hipotezi reddedilmektedir (eş bütünleşme vardır). Hesaplanan F-istatistik değeri alt kritik sınır değerinden küçükse, H_A reddedilmemekte yani bağımlı değişken ve tahminciler arasında eş bütünleşme ilişkisi olduğu söylenebilir.

3.1.5. Bulgular

Çalışmada öncelikle serilerin durağanlıkları sınanmış, değişkenlerin farklı derecelerden durağan olduğu tespit edilerek değişkenler arasındaki eş bütünleşme ilişkisini ölçmek üzere ARDL Sınır testinden faydalanılmıştır.

3.1.5.1. Birim Kök Analizi Sonuçları

Zaman serisi tekniklerinin kullanıldığı analizlerde değişkenler arasındaki ilişkiye bakmadan önce serilerin durağanlık özelliklerinin araştırılması gerekmektedir. Bu nedenle çalışmada Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF) (1981), KPSS(1992) ve içsel yapısal kırılmaları dikkate almak için Zivot-Andrews (1992) birim kök testleri kullanılmıştır.

Tablo 6: ADF Birim Kök Testi Sonuçları

	ADF Birim Kök Testi (Sabitli)					
	<i>Düzey</i>			<i>Birinci Fark</i>		
Değişkenler	ADF-Test İstatistiği	Kritik Değer	Gecikme Uzunluğu	ADF-Test İstatistiği	Kritik Değer	Gecikme Uzunluğu
BA/Gsyih	-3.246	-3.560	3	-3.747**	-3.562	3

C/Gsyih	-3.254	-3.562	4	-3.824**	-3.568	5
i	5.313**	-3.552	1	-5.628**	-3.555	1
Büy	-3.492	-3.555	1	-6.398**	-3.555	1
TÜFE	-3.373	-3.560	3	-10.656**	-3.560	2

ADF Birim Kök Testi (Trend ve Sabitli)

	<i>Düzy</i>			<i>Birinci Fark</i>		
Değişkenler	ADF-Test İstatistiği	Kritik Değer	Gecikme Uzunluğu	ADF-Test İstatistiği	Kritik Değer	Gecikme Uzunluğu
BA/Gsyih	-2.417	-4.144	4	-10.622**	-4.140	2
CA/Gsyih	-3.158	-4.144	4	-4.2596**	-4.152	5
i	-3.241	-4.130	1	-6.4072**	-4.133	1
Büy	-3.585	-4.133	1	-6.3318**	-4.133	1
TÜFE	-4.655**	-4.144	4	-6.155**	-4.156	6

Not: Schwartz Bilgi Kriterine göre sonuçlar alınmıştır. Maksimum gecikme uzunlukları 7 olarak alınmıştır. ** %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı göstermektedir

Tablo 6’da verilen ADF birim kök testi sonuçlarına göre sabitin içerildiği modelde faiz değişkeni %5 anlamlılık düzeyinde düzeyde durağan iken, BA/Gsyih, CA/Gsyih, büyüme ve TÜFE değişkenleri durağan değildir. Değişkenlerin birinci farkı alındığında tüm değişkenler %5 anlamlılık düzeyinde durağan hale gelmektedir. Trend ve sabitin içerildiği modelde TÜFE değişkeni %5 anlamlılık düzeyinde düzeyde durağan iken, BA/Gsyih, CA/Gsyih, büyüme ve faiz değişkenleri birim köklü olup birinci farkı alındığında tüm değişkenler %5 anlamlılık düzeyinde durağan hale gelmektedir.

Tablo 7’de verilen KPSS birim kök testi sonuçlarına göre sabitli modelde BA/Gsyih, CA/Gsyih, büyüme değişkenleri %5 anlamlılık düzeyinde düzeyde durağandır. Faiz ve TÜFE değişkenleri birim köklü olup, birinci farkları alındığında

durağan hale gelmektedir. Trend ve sabitli model de ise sadece büyüme değişkeni %5 anlamlılık düzeyinde düzeyde durağan iken diğer değişkenler birinci farkı alındığında durağan hale gelmektedir.

Tablo 7: KPSS Birim Kök Testi Sonuçları

(Sabitli)

Değişkenler	Düzey		Birinci Fark	
	KPSS-Test	Kritik	KPSS-Test	Kritik
	İstatistiği	Değer	İstatistiği	Değer
BA/Gsyih	0.337**	0.463	0.136**	0.463
CA/Gsyih	0.211**	0.463	0.231**	0.463
Faiz	0.759	0.463	0.577	0.463
Büy	0.169**	0.463	0.057**	0.463
TÜFE	0.607	0.463	0.153**	0.463

(Trend ve Sabitli)

Değişkenler	Düzey		Birinci Fark	
	KPSS-Test	Kritik	KPSS-Test	Kritik
	İstatistiği	Değer	İstatistiği	Değer
BA/Gsyih	0.159	0.146	0.115**	0.146
CA/Gsyih	0.162	0.146	0.102**	0.146
Faiz	0.189	0.146	0.128**	0.146
Büy	0.063**	0.146	0.051**	0.146
TÜFE	0.186	0.146	0.133**	0.146

Tablo 8: Zivot-Andrews Birim Kök Testi Sonuçları

<i>(Sabitli)</i>						
	<i>Düzey</i>			<i>Birinci Fark</i>		
Değişkenler	t-istatistiği	Kritik Değer	Kırılma tarihleri	t-istatistiği	Kritik Değer	Kırılma tarihleri
BA/Gsyih	2.66	4.80	2008Q3	12.13**	4.80	2005Q1
CA/Gsyih	4.50	4.80	2014Q1	5.34**	4.80	2010Q1
Faiz	4.99**	4.80	2013Q2	7.87**	4.80	2004Q2
Büy	4.60	4.80	2010Q4	5.10**	4.80	2009Q3
TUFE	4.74	4.80	2011Q4	8.61**	4.80	2005Q3
<i>(Trend ve Sabitli)</i>						
	<i>Düzey</i>			<i>Birinci Fark</i>		
Değişkenler	t-istatistiği	Kritik Değer	Kırılma tarihleri	t-istatistiği	Kritik Değer	Kırılma tarihleri
BA/Gsyih	3.40	5.08	2005Q3	17.14**	5.08	2005Q1
CA/Gsyih	4.52	5.08	2008Q3	5.29**	5.08	2010Q1
Faiz	3.24	5.08	2013Q2	8.95**	5.08	2004Q2
Büy	4.71	5.08	2010Q4	5.32**	5.08	2009Q2
TUFE	4.82	5.08	2011Q4	8.56**	5.08	2005Q3

Not: Maksimum gecikme uzunlukları 8 olarak alınmıştır. ** %5 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılığı göstermektedir

Zivot-Andrews birim kök testine göre sabitli modelde faiz değişkeni haricinde diğer değişkenler %5 anlamlılık düzeyinde düzeyde birim köklü olup birinci dereceden farkları alındığında durağan hale geldiği Tablo 8'den

görülmektedir. Trend ve sabitin içerildiği modele baktığımızda tüm değişkenler %5 anlamlılık düzeyinde birim köklü olup birinci dereceden farkı alındığında durağan hale gelmektedir.

Elde edilen sonuçlara baktığımızda serilerin durağanlığı konusunda tutarlı bir durum gözlenememiştir. Bağımlı değişken TÜFE'nin sadece ADF testi sonuçlarına göre trend ve sabitin içerildiği modelde düzeyde durağan olmasına rağmen, ADF testine göre daha üstün olan KPSS ve Zivot-Andrews testlerinde birinci dereceden durağan çıkması bir sonraki aşamada eş bütünleşme testi ve tahmincisinin seçiminde belirleyici olmuştur. Bu bağlamda değişkenler arasındaki uzun dönemli eş bütünleşme ilişkisinin varlığını araştırmak için, ARDL sınır testi yaklaşımı tercih edilmiştir. Çünkü ARDL Sınır testi bağımlı değişkenin bütünleşme derecesinden etkilenmemesine olanak vermektedir.

Tablo 9: ADL Sınır Testi Sonuçları

Bağımlı Değişken	Gecikme Uzunluğu (k)	F-istatistiği	Kritik Değerler (Alt Değer-Üst Değer)
TÜFE	4	7.8087	2.56 - 3.49

Kritik değerler %5 anlamlılık düzeyine göre verilmiştir. Maksimum gecikme uzunluğu 6 olarak alınmış gecikme uzunluğu Schwartz Bilgi Kriteri'ne göre belirlenmiştir

Sınır testi analizinden elde edilen F-istatistiğini kritik değerler ile karşılaştırdığımızda, hesaplanan F-istatistiği %5 anlamlılık düzeyinde üst kritik değerin üzerinde yer almaktadır (Tablo 9). Dolayısı ile her iki model içinde değişkenler arasında eş bütünleşme ilişkisi olmadığını ileri süren yokluk hipotezi reddedilmektedir. Değişkenler arasında uzun dönemli ilişkinin varlığının tespit edilmesinden sonra, ikinci aşamada bağımsız değişkenler için ARDL uzun dönem modeli tahmin edilmelidir.

ARDL yaklaşımında dinamik bir kısıtlı VAR modeli tahmin edilerek modele dahil olan değişkenlerin gecikmelerinin istatistiksel olarak anlamlı olup olmadığı test edilir. ARDL sınır testi yaklaşımı çerçevesinde model, uzun dönemli ilişkiyi

araştırmak için 2 numaralı denklemlerde ifade edilen ARDL kısıtsız hata terimi modeli (UECM) ile tahmin edilir.

$$\begin{aligned} \Delta TUF E_t = & \alpha_0 + \alpha_1 TUF E_{t-1} + \alpha_2 CA_{t-1} + \alpha_3 BA_{t-1} + \alpha_4 BUY_{t-1} + \alpha_5 FAIZ_{t-1} \\ & + \sum_{j=1}^p \varphi_{1j} \Delta TUF E_{t-1} + \sum_{j=0}^p \varphi_{2j} \Delta CA_{t-1} + \sum_{j=0}^p \varphi_{3j} \Delta BA_{t-1} \\ & + \sum_{j=0}^p \varphi_{4j} \Delta BUY_{t-1} + \sum_{j=0}^p \varphi_{5j} \Delta FAIZ_{t-1} + \varepsilon_{1t} \end{aligned} \quad (2)$$

2 numaralı denklemden EKK yöntemi ile tahmin edilen ve gecikme uzunlukları Schwartz Bilgi Kriteri'ne göre belirlenen ARDL modeline ait uzun dönem katsayı tahminleri Tablo 10'da sunulmuştur. 2 numaralı denkleme ait uzun dönem katsayılarından elde edilen sonuçlara baktığımızda BA değişkenine ait uzun dönem katsayı tahmini pozitif (1.32) ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Söz konusu dönemde, bütçe açıklarının GSYİH içerisindeki payının artması; diğer bir ifadeyle kamu harcamalarında artış toplam talep üzerinde baskı yaratarak fiyat şoklarına yol açmaktadır. Bu durum mali baskınlığın enflasyon hedeflemesinin başarısını olumsuz etkilediğinin bir göstergesi olarak düşünülebilir. BUY değişkenine ait uzun dönem katsayı tahmini negatif (-0.04) ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Bu durum reel büyümenin fiyatlar genel düzeyindeki artışı baskılayarak enflasyon hedeflemesi üzerinde pozitif etki yarattığını düşündürmektedir. Diğer taraftan FAIZ değişkenine ait uzun dönem katsayı tahmini negatif (-0.06) ve istatistiksel olarak %5 düzeyinde anlamlı bulunmuştur. Bu durum Merkez Bankası'nın fiyat şoklarına karşı ekonominin dinamiğine uygun hareket ederek faiz oranlarını arttırarak talebi kısma çalıştığını göstermektedir. CA değişkenine ait katsayı ise istatistiksel olarak anlamlı değildir.

Tablo 10: Uzun Dönem Katsayı Tahminleri

Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Prob.
CA	0.032124	0.036829	0.872227	0.3898
BA	1.325598	0.213336	6.213654	0.0000***
BUY	-0.040510	0.016576	-2.443862	0.0204**
FAIZ	-0.067607	0.009407	-7.186763	0.0000***
C	0.875254	0.162468	5.387241	0.0000***

Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılık düzeyini ifade etmektedir

Uzun dönem katsayı tahminlerine göre ilgili dönemde Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesinin başarısının belirleyicileri olarak bütçe açığı, reel büyüme ve faiz oranları olmaktadır. Merkez Bankası'nın nihai hedefi olan fiyat istikrarı amacına faiz oranlarını yüksek tutarak ulaşmaya çalıştığı görülmüştür. Bu sonuç Merkez Bankası'nın fiyat istikrarı hedefini, faiz oranlarını yüksek tutarak yatırım ve harcama düzeyinin düşmesi yoluyla enflasyonist baskıyı azaltmaya çalışmakta olduğu ihtimalini düşündürmektedir. Yine reel ekonomik büyüme enflasyonist süreci baskılayarak enflasyon hedeflemesinin başarısını arttırmaktadır. Öte yandan Türkiye ekonomisi için enflasyon hedefinden sapmaların en büyük kaynağının mali baskınlık olduğu tezini elde edilen katsayılar güçlendirmektedir.

Son aşamada ise, uzun dönem tahminler ile ilgili olarak Model için 3 numaralı denklemde sunulan hata düzeltme katsayıları ile kısa dönem dinamik parametreler tahmin edilir.

$$\begin{aligned} \Delta TUF E_t = & \alpha_0 + \sum_{j=1}^p \alpha_1 \Delta TUF E_{t-j} + \sum_{j=0}^r \alpha_2 \Delta CA_{t-j} + \sum_{j=0}^k \alpha_3 \Delta BA_{t-j} \\ & + \sum_{j=0}^l \alpha_4 \Delta BUY_{t-j} + \sum_{j=0}^l \alpha_4 \Delta FAIZ_{t-j} + \phi ecm_{t-1} + \varepsilon_{1t} \end{aligned} \quad (3)$$

ecm_{t-1} değişkeni 3 numaralı denklemlerde yer alan hata terimleri serisinin bir dönem gecikmeli değerini ifade ederken uzun dönemde düzeltilebilecek kısa dönem dengesizliğini gösteren katsayının (ϕ) negatif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı olması beklenmektedir. Bu bağlamda 3 numaralı denklemin tahmininden elde edilen sonuçlar Tablo 11’de sunulmuştur.

Tablo 11: ARDL Modeli Hata Düzeltme Katsayısı Tahminleri

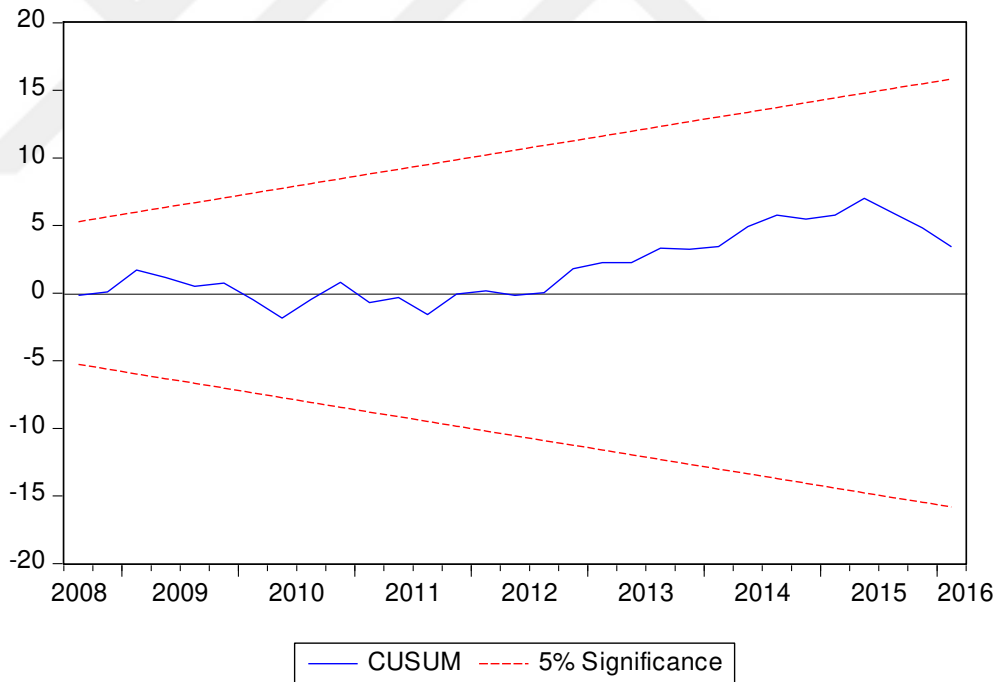
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-istatistiği	Prob.
$\Delta TUF E(-1)$	1.651	0.404	4.081	0.0003***
ΔCA	-0.191	0.121	-1.575	0.125
ΔBA	-0.927	0.600	-1.543	0.132
ΔBUY	-0.004	0.046	-0.087	0.930
$\Delta FAİZ$	0.202	0.048	4.141	0.000***
ecm_{t-1}	-2.993	0.475	-6.295	0.000***
$ecm_{t-1} = TUF E - (0.0321 * CA - 1.3256 * BA + 0.040 * BUY + 0.0676 FAİZ + 0.8753$				
R^2		0.92	Düzeltilmiş R^2	0.87
SIC		3.41	F-İstatistiği	18.92 [0,000]
DW-istatistiği		2.02	χ^2_{BG}	0.54 [0.91]
χ^2_{ARCH}	0.53 [0.78]			

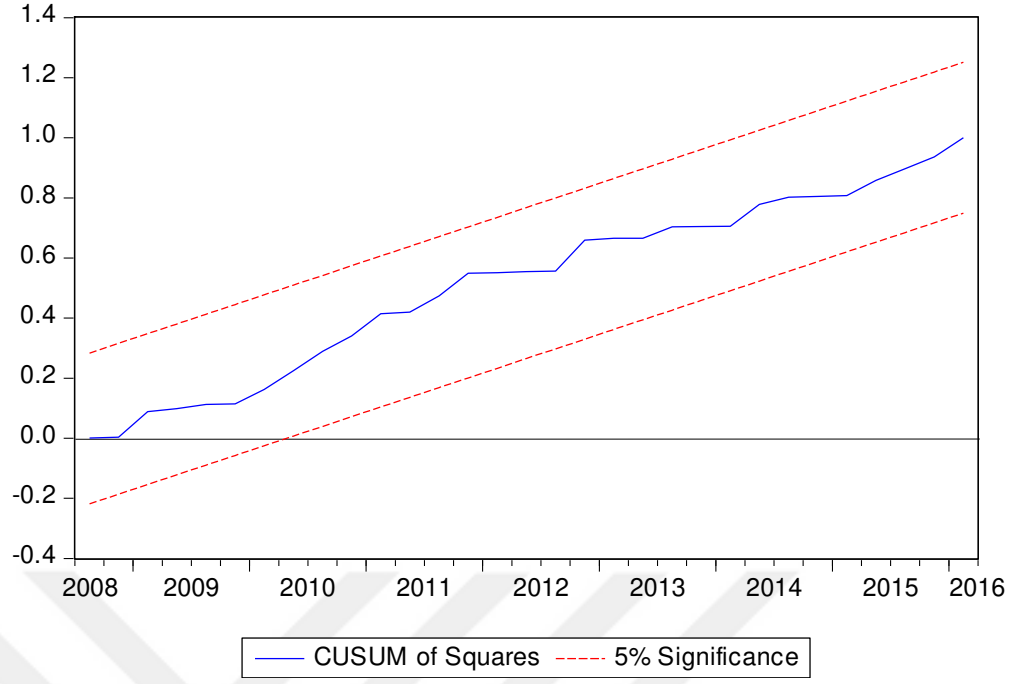
Not: *, **, *** sırasıyla %10, %5 ve %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlılık düzeyini ifade etmektedir. SIC, Schwartz Bilgi Kriteri. DW-istatistiği, Durbin-Watson istatistiği. χ^2_{BG} , Breusch-Godfrey LM sıra korelasyon testi. χ^2_{ARCH} , ARCH değişen varyans testi.

Hata düzeltme terimi (ecm_{t-1}) negatif işaretli ve istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Tahmin edilen model kabul edilebilir bir açıklama gücüne sahiptir. Modele ait parametrelerin tümünün birlikte anlamlılığını kontrol eden F istatistiği model için %1 düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. ARDL modelinin değişen varyans sorunu ARCH Heteroskedastisity testi ve otokorelasyon sorunu

Breusch-Godfrey Sıra Korelasyon LM testi kullanılarak tespit edilmeye çalışılmıştır. ARCH Heteroskedasticity Testi'ne göre değişen varyans sorunu olmadığını ifade eden yokluk hipotezi reddedilemeyeceği için modelde değişen varyans sorunu yoktur. Aynı şekilde Breusch-Godfrey otokorelasyon testine göre otokorelasyon olmadığını ifade eden yokluk hipotezi reddedilemeyeceği için modelde otokorelasyon sorunu bulunmamaktadır.

Son aşamada, modelin tahmininden elde edilen katsayıların kararlılığı CUSUM (kümülatif toplam) ve CUSUMSQ (kümülatif karelerin toplamı) testleri ile sınanmıştır. Modele ait CUSUM ve CUSUMSQ testlerine ait grafik şekil 1de verilmiştir. CUSUM test grafiği elde edilen parametrelerin %5 anlamlılık düzeyinde kararlı olduğunu göstermektedir. CUSUMSQ testi için sunulan grafik CUSUM testini destekleyerek parametrelerin %5 anlamlılık düzeyinde kararlı olduğuna işaret etmektedir.





Şekil 10: CUSUM ve CUSUMSQ Test Grafikleri

SONUÇ

Enflasyon en genel tanımıyla belirli bir dönem fiyatlar genel düzeyinin artmasıdır. Türkiye’de 1970li yıllardan itibaren ortaya çıkan enflasyon bir ülke açısından, sürdürülemez seviyelere çıktığı zaman ciddi problemlere neden olmaktadır. Çünkü yüksek enflasyonun piyasalarda yaratmış olduğu belirsizlikle, yatırım ufku daralmakta, büyüme hızı oynaklık göstermekte ve istikrarsız bir ortam oluşmaktadır. Öte yandan, yüksek enflasyon, tüm hane halkını yakından ilgilendiren temel bir soruna dönüşmektedir. Çünkü bireyler, tüketiciler, işçi ve işverenler ileriye yönelik kararlarını alırlarken geçmiş enflasyonu baz alırlar. Bu nedenle fiyat istikrarının sağlanması, enflasyondaki inatçılığı kırmaya yönelik para politikalarından biri olan enflasyon hedeflemesi ve bu politikaların saygınlığı, enflasyonun kontrol altına alınabilmesi için gerekli ön koşuldur. Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı ise daha fazla önem teşkil etmektedir.

Türkiye’de resmi olarak, 2002 yılından beri “Örtük Enflasyon Hedeflemesi”, 2006 yılından itibaren “Açık Enflasyon Hedeflemesi” olarak uygulanmaya başlanan bu rejim fiyat istikrarına paralel olarak finansal istikrarı da kapsamaktadır. Politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranının belirlenmesinin yanı sıra, enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir Merkez Bankası’nın hiç şüphesiz birincil ve tek amacının fiyat istikrarı olması en önemli koşuldur. Diğer koşullar ise, Merkez Bankası’nın bağımsız olması, finansal sistemin sağlam olması ve düşük mali baskınlığının olmamasıdır. Özellikle, enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi için düşük mali baskınlık olmamalıdır. Düşük mali baskınlığı önlemenin tek yolu ise maliye politikalarını disipline etmekten geçer. Mali baskınlık, kamu otoritelerinin finansmana ihtiyacı

doğrultusunda hareket etmesi anlamı taşımaktadır. Bu durumda, yüksek kamu borcu, Merkez Bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faiz oranı ve piyasa faiz oranı arasındaki ilişkiyi zayıflatır. Kısa vadeli faiz oranını kullanılarak fiyatlar genel düzeyini etkileyen aktarım mekanizması işlevselliğini yitirmektedir.

Kamu borcu dış borçlanma yoluyla finanse ediliyorsa, borcun vadesi, borcun ödenmesinde bozulan temel ekonomik göstergeler ve borcun faizi, enflasyona ve temin edilen dışsal kaynağın sağladığı sektörün özellikleri ve kaynak faaliyetleri kur ile ilintili olduğundan yüksek enflasyona neden olabilmektedir. Özellikle monetizasyon kavramı olarak karşımıza çıkan yani bütçe açıklarının para basılarak finanse edilmesi enflasyonist baskı yaratmaktadır. Senyoraj geliri, enflasyon gelirine yol açtığı için verginin hesaplanması ve ödeme vadesi arasındaki farktan kaynaklı olarak vergi geliri reel olarak azalmaktadır ki bu gelişmekte olan ülkelerin sorunudur. Bu sebeple kamu açıkları ve faiz oranları artmaktadır. Ancak, iç borçlanmanın başka bir iç borçlanma ile finanse edilmesi de reel faizleri yükseltip maliyetleri arttıracığı için, büyüme negatif etkilenecektir ki durumda tehlike arz etmektedir. Yani mali baskınlıkta uygulanan bir para politikası etkisiz kalacaktır. Bu noktada hedef, Merkez Bankası'ndan para basılmadan finansmanın sağlanması ve kamu borcunun ileriki dönemlerde milli gelir içindeki payının düşürülmesidir.

Merkez Bankası'nın fiyat istikrarını sağlamaya yönelik, politika aracı olarak belirlediği kısa vadeli faiz oranı enflasyon beklentilerine göre ayarlanmaktadır. Enflasyonun yüksek olduğu ya da gerçekleşen enflasyonu hedeflenen enflasyonun üzerinde olacağı güdüşüyle Merkez Bankası, politika faizi indirilerek önlem almaya çalışır. Bu noktada en önemli soru, faiz oranlarının enflasyonu düşürmede ne ölçüde başarılı olduğudur. Çünkü faiz oranları arttığı zaman yurtiçi faize duyarlı likit fonlara talep artmakta ve ülkeye yabancı sermaye (sıcak para) girişi artmaktadır. Bu durumda yerli para değerlenerek, ihracat azalmakta ve ticaret dışı sektörlerle eğilim oluşmaktadır. Yani yatırım yapmak yerine getirisi daha yüksek devlet tahvil ve bonoları tercih edilir. Yerli paranın değer kazanmasıyla ithal ikameci yerli sanayide maliyetler düşeceğinden enflasyon düşecektir. Piyasalarda enflasyonun yükseldiği ve yükseleceği yönde algı olduğu zaman faiz oranları artmaktadır. Ancak Merkez

Bankası bir taraftan enflasyon düşerken diğer taraftan faiz oranlarını düşürmesi, yatırım ortamının canlanması ve ihracatı teşvik etmek adına belirsizlik yaratmak ve sıcak para girişini önlemektir. Başka bir ifadeyle kısa vadeli politika aracı, enflasyon ve deflasyon dönemlerinde önemli bir işleve sahip olup, yabancı sermaye girişlerinin olası etkilerini de dışlama aracı olarak kullanılmaktadır. Sonuç olarak, yürütülen para politikaların etkinliği yukarıda sıralanan faktörlerle ve güvenilirlikle yakından ilişkili olup, para otoritelerinin yapmış oldukları taahhütlere, kamuoyunun hiç şüphesinin olmaması ve sözleşmelere inanmaları gerekmektedir.

Yapılan ampirik çalışma sonuçları, enflasyon ile BA/GSYİH, mevduat faiz oranı ve büyüme arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin olduğu yönündedir. Yine çalışmadan elde edilen bir diğer sonuç da enflasyon ile CA/GSYİH arasında istatistiksel olarak anlamlı bir sonucun olmadığıdır. Türkiye ekonomisinde enflasyon hedeflemesinin başarısının belirleyicileri olarak bütçe açığı, reel büyüme ve faiz oranları olmaktadır. Merkez Bankası'nın nihai hedefi olan fiyat istikrarı amacına faiz oranlarını yüksek tutarak ulaşmaya çalıştığı görülmüştür. Reel ekonomik büyüme enflasyonist süreci baskılayarak enflasyon hedeflemesinin başarısını arttırmaktadır. Öte yandan Türkiye ekonomisi için enflasyon hedefinden sapmaların en büyük kaynağının mali baskınlık olduğu tezi yine elde edilen sonuçlardan biri olmuştur.

Enflasyon hedefleme rejimi benimsemiş bir ülkenin, iç piyasa ekonomisi kamu borçlarını karşılamaya yeterli düzeyde bir gelir tabanına sahip olmalıdır ki bütçe açıkları ekonomide yıkıcı etki yaratmasın. Elde edilen bulgular doğrultusunda, disipline edilmiş bir maliye politikası, kamu borçlarının sürdürülebilirliği ve borçların finansmanının enflasyonist baskı yaratmaksızın karşılanması, hem enflasyon hedeflemesinin başarısını hem de maliye politikalarıyla koordine para politikaları yürütülmesi, Merkez Bankası'nın politika aracı olan kısa vadeli faizinin etkinliğini arttıracaktır.

KAYNAKÇA

- Akalın, G. ve Tokucu, E. (2007). Kurala Dayalı-Takdire Dayalı Para Politikaları: Taylor Kuralı ve Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması. *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, Vol. 21, No.1, pp. 37-52.
- Aktan, C.C. (1998). *Nasıl Bir Para Sistemi? Parasal Disiplin ve Parasal İstikrar için Alternatif Öneriler*. İstanbul: IMKB Yayınları.
- Aktan, C.C. (2008). *Yeni İktisat Okulları*. (2. Basım). Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Akyazı, H. (2004). *Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Deneyimleri ve Türkiye’de Uygulanabilirliği*. (1. Basım) Ankara: Seçkin Matbaacılık.
- Alparslan, M. ve Erdönmez, A.P. (2000). Enflasyon Hedeflemesi. *TBB Bankacılar Dergisi*, No.35, pp.14-41.
- Alpaydın, Y. ve Tunalı, H. (2011). *2000 Sonrası Türkiye İktisadının Değişimi*. İstanbul: Ticaret Odası-İlmi Etütler Derneği.
- Altinkemer, M. (2004). The Importance of Base Money Even When Inflation Targeting. *Central Bank of Republic of Turkey (CBRT) Working Paper No:04/04*, Erişim Tarihi: 20.09.2015, <https://pdfs.semanticscholar.org/360b/cf245110daa494d64590e0da90ac4a8e05b0.pdf>
- Altıntaş, H. ve Taban, S. (2002). Gelişmekte Olan Ülkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı: Karşılaşılan Güçlükler ve Sınırlamalar. *Bursa Uludağ Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi*, Vol.21, No.2, pp.27-45.

- Alvares, F. ve Atkson, A. (1996). Money and Exchange Rates in the Grossman-Weiss-Rotemberg Model. *NBER Working Paper 5678*, Erişim Tarihi: 10.05.2016, <http://www.nber.org/papers/w5678.pdf>
- Aren, S. (2007). *100 Soruda Para ve Para Politikası*. (3. Basım). Ankara: İmge Kitapevi.
- Aren, S. (2014). *İstihdam, Para ve İktisadi Politika*. (15.Basım). İstanbul: İmge Kitapevi.
- Badurlar, İ.Ö. (2009). Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Uygulaması ve Para Politikasına Etkisi. *EconAnadolu 2009: Anadolu Uluslararası İktisat Kongresi*.
- Balaylar, N.A. ve Duygulu, A.A. (2011). Türkiye’de Faiz Politikası ve Toplam Talep İlişkisi, *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Vol.16, No.1*, pp.275-298.
- Ball, L. ve Sherdan, N. (2003). Does Inflation Targeting Matter?. *NBER Working Paper*, Erişim Tarihi: 06.06.2016, <http://www.nber.org/chapters/c9561.pdf>
- Barbosa-Filho, N.H. (2007). Inflation Targeting in Brazil: 1999-2006. *International Review of Applied Economics, Vol.22, No.2*, pp.187-200.
- Batini, N. ve Laxton, D. (2006). Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets. *Central Bank of Chile Working Papers, No:406*, Erişim Tarihi: 20.20.2015, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.581.7614&rep=rep1&type=pdf>
- Batini, N. ve Nelson, E. (2001). Optimal Horizons For Inflation Targeting. *Journal of Economic Dynamics & Control*, Erişim Tarihi: 27.02.2015, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.452.8953&rep=rep1&type=pdf>

- Baydur, M.C. (2007). Yükselen Reel Faizler Türkiye de Toplam Talebi Artırır. *Finans Politik &Ekonomik Yorumlar*, Vol.44, No. 508, pp.15-20.
- Bernanke, B. ve Mishkin, F.S. (1992). Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries. *NBER Macroeconomics*, Vol.7, No.2, pp. 183-238.
- Bernanke, B.S. ve Mishkin F.S. (1997). Inflation Targeting A New Framework for Monetary Policy?. *Journal of Economic Perspectives*, Vol.11, No.2, pp.97-116.
- Bilgili, Y. (2012). *Karşılaştırmalı İktisat Okulları Ders Notları*. (7.Basım) .İstanbul: İkinci Sayfa Yayınları.
- Binay, Ş. ve Kunter, K. (1998). Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü 1980-1987. *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliğleri* No.9803.
- Broto, C. (2008). Inflation Targeting in Latin America: Emprical Analysis Using GARCH Models. *Banco de Espana*, No:0826, Erişim Tarihi: 25.12.2016, file:///C:/Users/Hp/Downloads/SSRN-id1311813.pdf
- Büyükakın, T. (2001). Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme. *Doktora Tezi*. İstanbul: İstanbul Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Carare, A. ve diğerleri (2002). Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting. *IMF Working Paper*, Vol.2, No.102, pp.1-39.
- Cavoli, T. (2010). What Drives Monetary Policy in Post-Crisis East Asia? Interest Rate or Exchange Rate Monetary Policy Rules. *Journal of Asian Economics*, ErişimTarihi:10.06.2015,<http://isiarticles.com/bundles/Article/pre/pdf/27076.pdf>

- Cecchetti, G.S. (2000). Making Monetary Policy: Objectives and Rules. *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.16, No.4, ss.47.
- Ceylan, İ.M. (2013). Fiyat İstikrarını Sağlamaya Yönelik Enflasyon Hedeflemesi Politikaları. *Yüksek Lisans Tezi*, Ankara: Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Clarida R. Galive J. ve Gertler M. (1997).). Monetary Policy Rules in Practices: Some Internatianol Evidence. *NBER Working Paper 6254*, Erişim Tarihi: 17.10.2015, <https://core.ac.uk/download/pdf/6853615.pdf>
- Croce, E. ve Khan, M.S. (2000). Monetary Regimes and Inflation Targeting, *Finance and Development*, Vol.37, No.3.
- Çolakoğlu, B. (2002). Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Bağlamında TC Merkez Bankası Bağımsızlığının Fonksiyonelliği. *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi*, No.4, pp.17-31.
- Çubukçu, T. (1983). Enflasyon Teorisi ve Türkiye’de Enflasyon. *Ankara : Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Yayınları*. Vol.33, No.3, pp.1-22.
- Daroğlu, T. (2013). Gelişmekte Olan Piyasa Ekonomilerinde Teoride ve Pratikte Enflasyon Hedeflemesi. *Doktora Tezi*. İstanbul: Marmara Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Debelle, G. (1998). Inflation Targeting As a Framework for Monetary Policy. *IMF Economic Issues* No.15, Erişim Tarihi: 05.06.2015, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues15/>
- Demirhan, E. (2002). *Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesinin Etkinliğinin Arttırılması için Alınması Gereken Önlemler, Öneri Dergisi*, Vol.5, No.18, pp. 133-139.

- Diboğlu, S. ve Kibritçioğlu, A. (2004). Inflation, Output Growth, and Stabilization in Turkey, 1980-2002. *Journal of Economics and Business*, Vol.56, No.1, pp.43-61.
- Dickey, A.D. ve Fuller, W.A. (1982). Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root, *Econometrica*, Vol.49, No.4, pp.1057-1072.
- Dikmen, N. (2009). *Ekonometri Temel Kavramlar ve Uygulamalar*. (1.Basım), Ankara: Nobel Yayıncılık.
- Doğan, P.E. (2011). Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye’de Para Politikası Kuralı Uygulaması. *Yüksek Lisans Tezi*, Ankara: Gazi Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Doğru, B. (2013). Merkez Bankası Bağımsızlığının Çıktı Açığına Etkisi: Türkiye Örneği. *Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, No. 35, ss.25-40.
- Duman, K. (2008). Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Deneyimi. *Yüksek Lisans Tezi*. Ankara: Hacettepe Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Eğilmez, M. (2009). *Makroekonomi: Türkiye’den Örneklerle*. (2.Basım), İstanbul: Remzi Kitabevi.
- Eğilmez, M. (2014). Faiz ve Enflasyon İlişkisi, T24 Bağımsız İnternet Gazetesi, Erişim Tarihi: 02.03.2015, <http://www.mahfiegilmez.com/2015/08/kur-faiz-ve-buyume-iliskisi.html>
- Ejder, H.L. (2002). Kamu Açıkları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin Analizi ve Değerlendirilmesi. *Gazi Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Vol.4, No.3, pp.189-208.
- Ekelund, R.B. ve Tollison, R.D. (1986). *Economics*, Boston: Little, Brown C.

- Erçel, G. (1999). 2000 Yılı Enflasyon Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması. *TCMB*, Erişim Tarihi: 03.04.2015, <http://tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/aff8d54d-ee7d-4b6e-8396-87ce28918ec1/baskanmat5y.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=aff8d54d-ee7d-4b6e-8396-87ce28918ec1>
- Ermişoğlu, E. (2011). Enflasyon Hedeflemesinin Türkiye'deki Başarısının Değerlendirilmesi. *TCMB Uzmanlık Yeterlilik Testi*.
- Eroğlu N. ve Eroğlu İ. (2009). Enflasyon Hedeflemesi Çerçevesinde Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankasının Kredibilite ve Hesap Verilebilirlik Sorunu, *Maliye Finans Yazıları*, Vol.23, No.85, pp. 79-106.
- Eroğlu, E. ve Abdullayev, A. (2005). CWN Bağımsızlık Ölçütlerinin TCMB'YE Uygulaması. *Doğuş Üniversitesi Dergisi*, Vol.6, No.1, pp.79-97.
- Erol, E. (2008). Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Deneyimi, *Yüksek Lisans Tezi*, İzmir: Ege Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Ersel, H. (2012). Finansal İstikrarın Sağlanması İçin Nasıl Bir Mekanizma Tasarlanmalıdır?. *İktisat İşletme ve Finans*, Vol.27, No.315, pp.37-49.
- Ersel, H. ve Özatay, F. (2008). İnflation Targeting In Turkey, *Working Paper 445*, Erişim Tarihi: 03.05.2015, <https://pdfs.semanticscholar.org/2921/43ef091e6b6b6ef937dc260dfc0581683388.pdf>
- Etkin, L. P. ve diğerleri (2000). The Economic Emergence of Turkey. *European Bussines Review*. Vol.12, No.2, pp.64-75.
- Filho, I.C. (2010). Inflation Targeting and the Crisis: An Emprical Assessment. *IMF Working Paper*, No: 10/45, Erişim Tarihi: 09.09.2016, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1045.pdf>

- Frankel, C.A. ve Rose, A.K. (1994). A Survey Of Empirical Research On Nominal Exchange Rate. *NBER Working Paper Series 4865*, Erişim Tarihi: 15.05.2015, <https://www.hks.harvard.edu/fs/jfrankel/NBERw4865.pdf>
- Friedman, I.S. (1973). *Inflation A World-Wide Diseaster*. Boston.
- Gottschalk, J. ve Moore, D. (2001). Implementing Inflation Targeting Regimes: The Case of Poland. *Journal of Comparative Economics*, Erişim Tarihi: 10.04.2015, <http://isiarticles.com/bundles/Article/pre/pdf/47527.pdf>
- Göğöl, K.P. ve Songur, M. (2016). Türkiye’de Hedeflemesi Stratejisinde Araç Kural “Taylor Kuralı Mı?”. *Maliye Araştırmaları Dergisi*, Vol.2, No.1, pp.21-41.
- Göktaş, D. (2010). Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Altında Parasal Aktarım Mekanizması. *Yüksek Lisans Tezi*, Eskişehir: Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Green, J.H. (1996). Inflation Targeting: Theory and Policy Implication. *IMF Workng Paper*, Vol.43, No. 4, pp.779-795.
- Gruyter, W.D. (1988). *Central Banks’ Independence In Historical Perspective*. Berlin: Karl Gerike GmbH.
- Gujarati, N.D. (1995). *Basic Econometrics*. (1.Basım). İstanbul: Nobel Yayın Dağıtım.
- Gullien, M.F. (2009). The global economic and financial crisis: a timeline. University of Pennsylvania. Erişim Tarihi: 06.10.2015, http://www-management.wharton.upenn.edu/guillen/2009_docs/crisis_financiera_formato_nuevo.pdf
- Göl, E. Ekinci, A. ve Gürbüz, A.A. (2006). *Enflasyonla Mücadelede Enflasyon Hedeflemesi*. (1. Basım). Bursa: Baran Matbaacılık.

- Günçavdı, Ö. (2013). Türkiye ekonomisinde cari açık ve enflasyon neyi gösteriyor?.
<http://t24.com.tr/haber/turkiye-ekonomisinde-cari-acik-ve-enflasyon-gercekte-neyi-gosterir.245063>
- Gündoğan, H. (2013). Enflasyon Hedeflemesi: Fiyat İstikrarından Finansal İstikrara. Bursa Uludağ Üniversitesi. *Yüksek Lisans Tezi*, Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Gündoğan, H. (2014). Fiyat İstikrarından Finansal istikrara Enflasyon Hedeflemesi, *Finans Pratik ve Ekonomik Yorumlar, Vol.51, No.598*, pp.67.
- Güney, P.Ö. ve Ceylan, İ.M. (2014). Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Deneyimi. *Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Fakültesi, Vol.32, No.1*, pp.143-164.
- Gürbüz, A.N. (2008). Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye Örneği. *Yüksek Lisans Tezi*, Ankara: Gazi Üniversitesi. Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- H.T.D.M. Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı Politika Metinleri. *TCMB Kanununda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun, Ankara, Vol.1*, pp.220.
- Haldane, A.G. (1995). Targeting Inflation: A Conferende of Central Banks on Use of Inflation Targets Organised by the Bank of England. 9-10 March, WorldCat Veritabanı.
- International Money Fund (2005). Does Inflation Targeting Work In Emerging Market. *World Economic Outlook*, Erişim Tarihi: 07.10.2015, file:///C:/Users/Hp/Downloads/_chapter4pdf.pdf
- İmren, A. ve Akman, V. (1994). *Türkiye’de ve Dünyada Enflasyon*. (1. Basım) İstanbul: Era Yayıncılık.
- Kalra, S. (1999). *Inflation and Money Demand in Albania*, IMF Working Paper WP/98/101, Erişim Tarihi:18.11.2016, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp98101.pdf>

- Karaçor, Z. ve diğerleri, (2005). Güvenilirlik İhtiyacı ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Politikaları. *Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F Dergisi, Yönetim ve Ekonomi, Vol.12, No.2*, pp. 212-225.
- Karagöz K.ve Ergün S. (2010). Türkiye’de Ekonomik İstikrarsızlığın Kaynakları: Ekonometrik Bir Değerlendirme. *Süleyman Demirel Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Vol.15, No.2*, ss. 169-185.
- Karahan, Ö. (2005). Türkiye’de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Programının Uygulanmasına İlişkin Oluşan Riskler ve Bu Risklerin Yönetim Politikaları. *Elektronik Sosyal Bilimler Dergisi, Vol.4, No.14*, pp.34-47.
- Karluk, R. (2014). *Türkiye Ekonomisi Cumhuriyetin İlanından Günümüze Yapısal Dönüşüm*. (13. Baskı). İstanbul: Beta Yayınevi
- Kaya, M. (2016). *Türkiye’de Cari Açık Sorunu ve Nedenleri*. Dicle Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt:6, Sayı:10, ss. 51-75.
- Kaytancı, G.B. (2008). Para Politikası Kurallarının Teorik Analizi: Bazı Basit Kuralların İncelenmesi. *Eskişehir Osmangazi Üniversitesi İİBF Dergisi, Vol.3, No.1*, pp. 11-25.
- Kepenek, Y. ve Yentürk, N. (2001). *Türkiye Ekonomisi*. (12.Basım). İstanbul: Remzi Kitapevi.
- Keyder, N. (2012). *Para: Teori-Politika-Uygulama* (12.Baskı). Yazarın Kendi Yayını.
- Keynes, J.M. (1967). The General Theory of Employment, Interest and Money, Erişim Tarihi: 16.12.2016, <http://cas.umkc.edu/economics/people/facultypages/kregel/courses/econ645/winter2011/generaltheory.pdf>,
- Khan, M.S. (2003). Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy. *IMF Working Paper, Vol.3, No.56*, pp. 1-18.

- Kim, S. ve Park, Y.C. (2006). Inflation Targeting in Korea : A Model of Success?. *BIS Policy Paper, No:31, pp. 140-164.*
- King, M. (2004). Comments on ‘Risk and uncertainty in monetary policy’by Alan Greenspan. *The American e-Economic Review, Vol. 94, No.2, pp. 33-40*
- King, R.G. ve Wolfman, A.L. (1996). Inflation Targeting in a St. Louis Model of the 21st Century. Erişim Tarihi: 19.05.2016, <https://research.stlouisfed.org/publications/review/96/05/9605rk.pdf>
- Kontonikas, A. (2004). Inflation and Inflation Uncertainty in the United Kingdom, Evidence from GARCH Modelling. *Department of Economics and Finance, Vol.21, No.3, pp.525-543.*
- Koray, F. (1993). Inflation Variability and the Turkish Economy. *Applied Economics, Vol.25, No.6, pp. 787-793*
- Krugman, P. (2008). *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008.* Penguin Books: London.
- Kwiatkowski, D. ve diğerleri (1992). Testing the Null Hypothesis of Stationarity Against the Alternative of A Unit Root: How Sure Are We That Economic Time Series Have a Unit Root”. *Journal of Econometrics, Vol.54, No.1-3, pp. 159-178.*
- Leer, W.V. (2000). A Review of The Rules Versus Discretion Debate in Monetary Policy. *Eastern Economic Journal Vol.26, No.1, pp. 29-39*
- Macesich, G. (1984). *The Politics Of Monetarizm-Its Historical And Institutional Development.* New Jersey: Rowman And Allaneld.
- Mason, R.P. Savastona, A.M. ve Sharma, S. (2007). The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries. *IMF Working Paper, Vol.2, No.9, pp.40-50.*

McCallum, B.T. (2000). Theoretical Analysis Regarding a Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates. *Journal of Money, Credit and Banking*, Erişim Tarihi: 01.12.2015, <http://repository.cmu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1282&context=tepper>

Mishkin, F.S. (1999). İnternational Experiences With Different Monetary Policy Regimes. *Journal of Monetary Economics*, Vol.43, No.3, pp. 579-605

Mishkin, F.S. (2000). *Finansal Piyasalar ve Kurumlar*. Işıklar İ. Çakmak A. Yavuz S. (Çev). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.

Mishkin, F.S. (2000). From Monetary Targeting To Inflation Targeting: Lessons From The Industrialized Counrty. Erişim Tarihi: 03.06. 2015, <https://pdfs.semanticscholar.org/76b0/ac1b30059bba1eeb2ac304f40d2824e85e7c.pdf>

Mishkin, F.S. (2000). Inflation Targeting In Emerging Market Countries. *NBER Working Paper 7618*, Vol.9, No.2, pp.105-109.

Mishkin, F.S. ve Savastano, M.A. (2001). *Monetary Policy Strategies for Latin Amerika*. Journal of Development Economics.

Narayan, P. K. ve R. Smyth (2005). Trade Liberalization and Economic Growth in Fiji. An Empirical Assessment Using the ARDL Approach. *Journal of The Asia Pacific Economy*, Vol.10, No.1, pp.96-115.

Nogueira, Jr. R.P. ve Leon-Ledesma, M.A. (2009). Fear of Floating in Brazil : Did Inflation Targeting Matter ?. *North American Journal of Economics and Finance*, Vol.20, No.3, pp.255-266.

Oktar, S. (1998). *Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenilirliği ve Fiyat İstikrarı*. (1. Basım). İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.

Oktar, S. (1998). *Merkez Bankalarının Bağımsızlığı*. İstanbul: Bilim Teknik Yayınevi.

- Oktayer, A. (2010). Türkiye’de Bütçe Açığı, Para Arzı ve Enflasyon İlişkisi. *Yıldız Teknik Üniversitesi Maliye Dergisi*, No.158, pp. 431-447.
- Orphanides, A. ve Wieland, V. (1999). Inflation Zone Targeting. *European Central Bank Working Paper Series No.8*, Erişim Tarihi: 03.05.2015, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp008.pdf?67df0e5c7fe989924cd9f369866177c8>
- Örnek İ. (2004). Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Uygulanabilir mi?. *Dış Ticaret Dergisi*, No.31, pp.17-18.
- Özatay, F. (2011). *Parasal İktisat Kuram ve Politika* (1.Basım). Ankara: Efil Yayınevi.
- Öztürk, S. (2003). *Enflasyon Hedeflemesi*. (1.Basım). İstanbul: Derya Yayıncılık.
- Parasız, M.İ. (1998). *Türkiye Ekonomisi: 1923’Den Günümüze Türkiye’de*. Bursa: Ezgi Kitabevi Yayınları.
- Parasız, I. (2001). *Enflasyon-Kriz-Ayarlamalar/Dünyada ve Ülkemizde Kalkınma Makroekonomisi Sorunları*. (1.Basım). Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Parasız, I. (2011). *Merkez Bankacılığı ve Para Politikası*. (1. Basım). Bursa: Ezgi Kitabevi.
- Paya, M. (2013). *Para Teorisi ve Para Politikası*. (6. Basım). İstanbul: Türkmen Kitabevi.
- Perera, R. A. A. (2010). Is Sri Lanka Ready for Inflation Targeting?. Erişim Tarihi: 02.09.2016, http://www.cbsl.gov.lk/pics_n_docs/10_pub/docs/IRC/2008/Inflation Targeting Full.pdf
- Pesaran, M. H., Y. Shin ve R. J. Smith (2001). Bounds Testing Approaches to The Analysis of Level Relationships. *Journal of Applied Econometrics*, Vol.16, pp. 289-326.

- Petursson, T.G. (2004). The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance. *Central Banking of Iceland, Working Paper*, Erişim Tarihi: 10.12.2016, <https://rafhladan.is/bitstream/handle/10802/4756/WP-23.pdf?sequence=1>
- Poon, W.C. ve Tong, G.K. (2009). The Feasibility of Inflation Targeting in Malaysia. *Economics Bulletin, Vol.29, No.2*, pp.1035-1045.
- Roger, S. (2009). Inflation Targetting at: 20 Achievements and Challenges. *IMF Working Paper 09/236*, Erişim Tarihi: 03.10.2015, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09236.pdf>
- Saatçioğlu, C. ve Korap, H.L. (2006). Determinants of Turkish Inflation. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 7*.
- Sabban, V.C., Rozada, M. G.ve Powell, A. (2003). A New Test For The Success of Inflation Targeting. *Universidad Torcuato Di Tela Business School Working Papers*, No:2003/4.
- Savaş, F.V. (2007). *Keynesyen İktisat Yıkılırken*. (3.Basım) Ankara: Nobel Akademik Yayıncılık.
- Scarlata, J. (2002). *Inflation Targeting*, Macroeconomic Management, IMF Institute, Washington, DC.
- Sek K.S. ve Har W. M. (2012). Does Inflation Targeting Work In Emerging East-Asian Economies ?. *Panoeconomicus, Vol. 5, No:10*, pp.599-608
- Tepe S., Özünel A. Sağ B. ve Biçer O. (2002). Enflasyon Hedeflemesi, Ankara, Erişim:10.09.2016, <http://politics.ankara.edu.tr/~karatepe/faspa/Enflasyonhedeflemesi.pdf>

- Serdengeçti, S. (2001). 2001 Yılı Para Politikası Raporu. Erişim Tarihi: 05.10.2015, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/11b239dd-287b-4cfc-8cae-cc50afe3d0ba/baskan_ParaPol01.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=11b239dd-287b-4cfc-8cae-cc50afe3d0ba
- Serdengeçti, S. (2004). “Yeni Türk Lirası” Konulu Konuşması, Erişim Tarihi: 18.10.2015, <http://www3.tcmb.gov.tr/ytlkampanya/sunumlar.php>
- Sönmez, S. (1998). Türkiye’de Kamu (Açığı) Finansmanı ve Enflasyon Vergisi. *ODTÜ Gelişme Dergisi*, Vol.25, No.2, pp. 361-377.
- Svensson, L. E. O. (1996). Inflation Forecast Targeting: Implementing an Monitoring Inflation Targeters. *NBER Working Paper*, Erişim Tarihi: 25.11.2015, <https://pdfs.semanticscholar.org/9a41/b3006866e20f822fc25658df7d13474caf60.pdf>
- Şahin, E.B. (2011). Türkiye’nin Cari Açık Sorunu, *Ekonomik Bilimler Dergisi*, *Ekonomi Bilimleri Dergisi*, Vol.3, No.2, pp.47-56.
- Şahin, H. (2011). *Türkiye Ekonomisi Tarihsel Gelişimi ve Bugünkü Durumu*. (6. Basım). Bursa: Ezgi Kitapevi Yayınları.
- Şanlı, B. (2006). Enflasyon Hedeflemesi Uygulamaları ve Türkiye Açısından Değerlendirilmesi. *Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, Vol.2, No.16, pp.49-53.
- Binay, Ş. ve Kunter, K. (1998). Mali Liberalleşmede Merkez Bankasının Rolü:1980-1987. *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü*, Tartışma Tebliği No.9803.
- Taban, S. (2000). Enflasyon Hedeflemesi Türkiye için Bir Model Olabilir Mi?. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Vol.15, No.175, pp. 23-35
- Tapsoba, R. (2009). Does Inflation Targeting Improve Fiscal Discipline?.Erişim Tarihi: 09.09.2016, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00553329/document>

Taylor, J.B. (1993). Discretion Versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, Erişim Tarihi: 01.09.2016, http://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/1993/Discretion_versus_Policy_Rules_in_Practice.pdf

TCMB (2013). Enflasyon Hedeflemesi ve Fiyat İstikrarı. Erişim Tarihi: 23.05.2015 http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/22dbefd0-b9db-48ff-9f9f-68835b673f8a/Enflasyon_FiyatIstikrari.pdf?MOD=AJPERES

TCMB, (2005). Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası. Sayı: 2005-56, Erişim Tarihi: 10.09.2016 <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b9659002-b4e9-4344-8ef8-dab79aed7a24/DUY2005-56.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=b9659002-b4e9-4344-8ef8-dab79aed7a24>

TCMB. (2003). 2003 Yılı Para ve Kur Politikası Uygulaması Genel Çerçevesi. Erişim Tarihi: 16.07.2016, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/5e074434-518f-4016-b686-9cfc5f18ca83/baskan_ParaPol03.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ROOTWORKSPACE-5e074434-518f-4016-b686-9cfc5f18ca83-krjI30V

TCMB. (2006). Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Kitapçığı.

TCMB. (2007). TCMB Bülteni. Sayı:6, Erişim Tarihi:02.11.2016, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/ff51bbbd-469f-4aff-95e9-1ab40b310be9/Bulten_Turkce6.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=ff51bbbd-469f-4aff-95e9-1ab40b310be9

TCMB. (2009). 2010 Yılında Para ve Kur Politikası. Erişim Tarihi: 12.05.2016, http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/b316232c-1226-4a0d-afff-2586f8047114/Baskan_ParaPol10.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=b316232c-1226-4a0d-afff-2586f8047114

- TCMB. (2013). Enflasyon ve Fiyat İstikrarı. Erişim Tarihi: 05.01.2016
http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/22dbefd0-b9db-48ff-9f9f-68835b673f8a/Enflasyon_FiyatIstikrari.pdf?MOD=AJPERES
- Tezgör, A. (2010). Merkez Bankası Bağımsızlığının Makroekonomik Değişkenlere Etkisi. *Yüksek Lisans Tezi*, Kütahya: Dumlupınar Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Tıraşoğlu, M. (2009). Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesinin Mevsimsel Eşbütünleşme Analiziyle İncelenmesi, *Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul Üniversitesi: Sosyal Bilimler Enstitüsü.
- Totonchi, J. (2011). Maroeconomic Theories of Inflation. *2011 International Conference on Economics and Finance Research IPEDR*, Erişim Tarihi: 14.12.2016, <http://www.ipedr.com/vol4/91-F10116.pdf>
- Tunca, Z. (2011). *Makro İktisat*. (1. Basım). Kayseri: Geçit Yayınevi.
- Tutar, E. (2005). Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşullar: Türkiye’de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi. *Uzmanlık Yeterlilik Tezi*, TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü.
- Usta, B. (2003). Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye’de Uygulanabilirliği, TCMB Uzmanlık Yeterlilik Tezi.
- Uygur, E. (2000). 25 Yıldır Süren Yüksek Kronik Enflasyon ve Enflasyonla Mücadele. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, No. 167, pp.8-9.
- Uygur, E. (2001). Enflasyon, Para ve Mali Baskınlık: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık. *İktisat, İşletme ve Finans Dergisi*, Vol.16, No.193, pp.7-23.
- Vega, M. ve Winkelried, D. (2005). Inflation Targeting and Inflation Behaviour A Successful Story. *International Journal of Central Banking*, No:1/3, pp. 153-175.

- Yapraklı, S. ve Kaplan, F. (2012). Türkiye’de Uygulanan Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Başarısı Üzerine Ekonometrik Bir Değerlendirme. *Hacettepe Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Vol.30, No.20, pp.185-208.
- Yavuz, O. ve Peker, K. *Makroekonomi*. Erişim Tarihi: 23.06.2015, <https://books.google.com.tr/books?id=zgA9BgAAQBAJ&printsec=frontcover&hl=tr#v=onepage&q&f=false>
- Yeldan, E. (2013). *Küreselleşme Sürecinde Türkiye Ekonomisi: Dönüşüm, Birikim ve Büyüme*. (17.Basım), İstanbul: İletişim Yayınları.
- Yeldan E. (2001). *Türkiye Ekonomisi: Krizin Yapısal Dayanakları*. No.144, Erişim Tarihi: 20.06.2016, <http://www.birikimdergisi.com/birikim-yazi/5488/turkiye-ekonomisi-krizin-yapisal-dayanaklari#.WVbH75Lyh0s>
- Yılancı, V. (2009). Yapısal Kırımlar Altında Türkiye için İşsizlik Histerisinin Sınanması, *Doğuş Üniversitesi Dergisi*. Vol.10, No.9, pp. 324-335.
- Yıldırım, K., Karaman, D. ve Taşdemir, M. (2012). *Makro Ekonomi*. (10.Basım) Ankara: Seçkin Yayıncılık.
- Yılmaz, A. ve Arı, A. (2013).). Gevşek Parasal Göstergeler ve Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi Altında, Enflasyonla Mücadele: 2001-2011 Türkiye Deneyimi, *Marmara Üniversitesi İ.İ.B.F. Dergisi*, Cilt:34, Sayı: I, ss. 11-31.
- Yiğit, N. (2009). Türkiye’de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi. T.C. Maliye Bakanlığı Strateji Geliştirme Başkanlığı, *Mesleki Yeterlilik Tezi*, ss.21-47.
- Yükseler, Z. (2005). IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi (Brezilya Deneyimi ve Türkiye İçin Dersler. *Türkiye Ekonomi Kurumu Tartışma Metni 2005/9*.
- Zengin, F. (2012). Fiyat İstikrarı Sağlanmasında Enflasyon ve Türkiye Örneği. *Yüksek Lisans Tezi*, İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü.

Ziwot, E. ve Andrews, D. (1992). Further Evidence On The Great Crash, The OilPrice Shock, and The Unit Root Hypothesis. *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 10, No. 3, pp.251-270.

