

T.C.
GALATASARAY ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİM DALI

GELİŞEN EKONOMİLERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ
REJİMİ PERFORMANSI VE DÖVİZ KURU OYNAKLIĞI



YÜKSEK LİSANS TEZİ

Emre Furkan KUŞKONMAZ

Tez Danışmanı: Doç. Dr. Sevgi Gencay İNECİ

MAYIS 2019

ÖNSÖZ

Enflasyon, gelişmekte olan ülkelerin ekonomilerinde önemli bir yer tutmaya devam etmektedir. Ekonomideki diğer değişkenleri de etkileyebilme gücüne sahip olan enflasyonun seviyesi, gelişmekte olan ülkelere ekonominin performansı açısından belirleyici etkenlerden biri olarak kabul edilmektedir. 1990'lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkeler, ekonomi açısından kritik öneme sahip olan enflasyonla mücadele için enflasyon hedefleme rejimini uygulamaya başlamışlardır. Nihai hedefin fiyat istikrarı olduğu bu rejim, 2000'li yıllarla birlikte gelişmekte olan birçok ülkede uygulama alanı bulmuştur. Fakat enflasyon hedeflemesi rejimi, uygulandığı her ülkede aynı performansı sergilememiştir.

Gelişmekte olan ülke örnekleri olarak Türkiye, Brezilya ve Meksika'nın incelendiği bu çalışma kapsamında öncelikle enflasyon hedeflemesinin ekonomik yazındaki farklı tanımları, rejimin ön koşulları ve parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme gibi alternatif rejimlere kıyasla sahip olduğu avantaj ve dezavantajlar ele alınmıştır. Sonrasında ise seçilen ülke örneklerinde enflasyon hedeflemesi rejiminin sergilemiş olduğu performans ve döviz kuru oynaklığı incelenmiştir. Seçilen ülke örnekleri incelenerek enflasyon hedeflemesi rejiminin gelişmekte olan ülkelere enflasyon mücadele açısından hangi koşullarda başarılı hangi koşullarda ise başarısız olacağı analiz edilmiştir.

Çalışmanın yazılması aşamasında yorum ve desteklerini esirgemeyen danışman hocam Doç. Dr. Sevgi Gençay İNECİ'ye teşekkürlerimi ve saygılarımı sunarım.

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
ÖNSÖZ	ii
İÇİNDEKİLER	iii
KISALTMALAR	vi
ŞEKİL LİSTESİ	vii
TABLO LİSTESİ	ix
RÉSUMÉ	xi
ABSTRACT	xviii
ÖZET	xxv
GİRİŞ	1
BİRİNCİ BÖLÜM	3
1.ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ ÜZERİNE LİTERATÜR TARAMASI..3	
1.1. Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı	3
1.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ön Koşulları	4
1.3. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Avantaj ve Dezavantajları	5
1.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Performansı	7

İKİNCİ BÖLÜM	9
2.GELİŞEN EKONOMİLERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ PERFORMANSI	
2.1 Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Performansı	10
2.1.1 Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Geçiş	10
2.1.2 Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Gelişmeleri	13
2.2 Brezilya’da Enflasyon Hedeflemesi Performansı	21
2.2.1 Brezilya’da Enflasyon Hedeflemesine Geçiş	21
2.2.2 Brezilya’da Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Gelişmeleri	24
2.3 Meksika’da Enflasyon Hedeflemesi Performansı	28
2.3.1 Meksika’da Enflasyon Hedeflemesine Geçiş	28
2.3.2 Meksika’da Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Gelişmeleri	31
ÜÇÜNCÜ BÖLÜM	36
3. GELİŞEN EKONOMİLERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ	
DÖNEMİNDE DÖVİZ KURU OYNAKLIĞI	36
3.1 Gelişen Ekonomilerde Döviz Kuru Oynaklığı ve Enflasyon İlişkisi	
Literatür Taraması	38
3.2 Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Dolar	
Kuru Oynaklığı	40
3.2.1 Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve Dolar	
Kuru Oynaklığı İlişkisi	45
3.3 Brezilya’da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Dolar Kuru Oynaklığı	49
3.3.1 Brezilya’da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve Dolar	
Kuru Oynaklığı İlişkisi	52

3.4	Meksika’da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Dolar Kuru Oynaklığı	56
3.4.1	Meksika’da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve Dolar Kuru Oynaklığı İlişkisi	58
SONUÇ		64
KAYNAKÇA		68
ÖZGEÇMİŞ		75

KISALTMALAR

AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
BDDK	: Bankacılık Denetleme ve Düzenleme Kurumu
BCB	: Brezilya Merkez Bankası
BDM	: Meksika Merkez Bankası
BPP	: Bankalararası Para Piyasası
COPOM	: Brezilya Para Politikası Komitesi
DEP	: Döviz Efektif Piyasası
GEGP	: Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ROM	: Rezerv Opsiyon Mekanizması
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TL	: Türk Lirası
TÜFE	: Tüketici Fiyatları Endeksi
USD	: Amerikan Doları

ŞEKİL LİSTESİ

Sayfa No

Şekil 2.1:	Türkiye'de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde İthal Ham Petrol Fiyatları (USD/Varil)	15
Şekil 2.2:	Türkiye'de Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde İthal Ham Petrol Fiyatları (USD/Varil)	18
Şekil 3.1:	Türkiye'de Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Cari İşlemler Açığı	43
Şekil 3.2:	Enflasyon Hedeflemesi Döneminde TCMB Altın Dahil Brüt Döviz Rezervleri (Milyar USD)	44
Şekil 3.3:	Türkiye'de Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve USD Kurunun Seyri	45
Şekil 3.4:	Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve USD Kuru Oynaklığı	46
Şekil 3.5:	Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve Mevduat Faiz Oranı	47
Şekil 3.6:	Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Enflasyon ve Mevduat Faiz Oranı Oynaklığı	47
Şekil 3.7:	Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon, USD Kuru ve Mevduat Faiz Oranı Oynaklığı	48
Şekil 3.8:	Brezilya'da 1994-1999 Yılları Arasında USD Kurunun Seyri	49
Şekil 3.9:	Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Brezilya'nın Uluslararası Rezerv Pozisyonu (Milyon USD)	50

Şekil 3.10:	Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Brezilya'da Cari İşlemler Dengesi (Milyon USD)	51
Şekil 3.11:	Brezilya'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve USD Kuru	52
Şekil 3.12:	Brezilya'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve USD Kuru Oynaklığı	53
Şekil 3.13:	Brezilya'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve Mevduat Faiz Oranı	54
Şekil 3.14:	Brezilya'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve Mevduat Faiz Oranı Oynaklığı	54
Şekil 3.15:	Brezilya'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon, USD Kuru ve Faiz Oranı Oynaklığı	55
Şekil 3.16:	Meksika'da 1994-1999 Yılları Arasında USD Kuru	56
Şekil 3.17:	Meksika'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve USD Kurunun Seyri	59
Şekil 3.18:	Meksika'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve USD Kuru Oynaklığı	60
Şekil 3.19:	Meksika'da Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Enflasyon ve Mevduat Faiz Oranı	61
Şekil 3.20:	Meksika'da Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Enflasyon ve Mevduat Faiz Oranı Oynaklığı	61
Şekil 3.21:	Türkiye, Brezilya ve Meksika'da Enflasyon Oynaklığı	62
Şekil 3.22:	Türkiye, Brezilya ve Meksika'da USD Kuru Oynaklığı	63

TABLO LİSTESİ

Sayfa No

Tablo 2.1:	1976-1999 Yılları Arası Türkiye’de Enflasyon ve GSYİH Büyüme Oranları	10
Tablo 2.2:	Türkiye’de 1990-2000 Yılları Arasında Cari Açık ve Sermaye Girişleri	12
Tablo 2.3:	Türkiye’de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve GSYİH Büyüme Oranları	14
Tablo 2.4:	Türkiye’de 2002-2005 Yılları Arasında USD Kuru ve Yüzde Değişim Oranları	16
Tablo 2.5:	Türkiye’de Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon Oranları ve Temel Ekonomik Göstergeler	17
Tablo 2.6:	2010 Yılı Sonrası TCMB Politika Faizi	19
Tablo 2.7:	Türkiye’de Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Cari İşlemler Açığı ve Yabancı Sermaye Girişleri	21
Tablo 2.8:	Brezilya’da 1989-1998 Arasında Enflasyon ve GSYİH Büyüme Oranları	22
Tablo 2.9:	Brezilya’da 1990-2000 Yılları Arasında Cari Açık ve Sermaye Girişleri	23
Tablo 2.10:	Brezilya’da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon Oranları ve Temel Ekonomik Göstergeler	25
Tablo 2.11:	Brezilya’da Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Girişleri	27
Tablo 2.12:	Meksika’da 1980-1998 Yılları Arası Enflasyon Oranları	29

Tablo 2.13:	Meksika’da 1990-2000 Yılları Arasında Cari Açık ve Sermaye Girişleri	30
Tablo 2.14:	Meksika’da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon Oranları ve Temel Ekonomik Göstergeler	32
Tablo 2.15:	2008 Yılı Sonrası BDM Politika Faizi	33
Tablo 2.16:	Meksika’da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Sermaye Girişleri ve Cari Açık	35
Tablo 3.1:	Enflasyon Hedeflemesi Döneminde TCMB’nin Net Döviz Alım Tutarları	41
Tablo 3.2:	Meksika’da 2003 Ocak-2008 Ağustos Dönemi Döviz Satım İhaleleri (Adet)	57

RÉSUMÉ

La fin des années 1970 a été une période où l'inflation a commencé à devenir un grave problème pour les pays en développement. Au cours de cette période, la volatilité des prix s'est accrue en raison de la hausse des prix du pétrole et des chocs d'offre. L'inflation a atteint des chiffres à quatre chiffres dans certains pays en développement, avec l'ajout des fluctuations des taux de change à la volatilité actuelle des prix les années suivantes. Les pays en développement ont eu recours à des stratégies de politique monétaire telles que le ciblage monétaire et le ciblage du taux de change pour maîtriser l'inflation et lutter contre les problèmes macroéconomiques causés par une inflation élevée. Cependant, le régime de ciblage de l'inflation a été mis en place après que les résultats souhaités n'ont pu être obtenus.

Le régime de ciblage de l'inflation, défini par la banque centrale comme un objectif chiffré d'inflation future visant à assurer la stabilité des prix, est utilisé depuis les années 90 pour lutter contre l'inflation dans les pays en développement. Dans cette étude, la performance du régime de ciblage de l'inflation en Turquie, au Brésil et au Mexique sera analysée.

Dans la première partie de l'étude, une analyse de la littérature a été réalisée sur la définition du ciblage de l'inflation, les conditions préalables du régime, les avantages et les inconvénients des régimes alternatifs et les performances du régime dans les économies en développement. Dans la deuxième partie de l'étude, on examinera la performance du régime de ciblage de l'inflation en Turquie, au Brésil et au Mexique en termes de réduction de l'inflation.

L'année 2002 a été choisie comme année de départ du régime de ciblage d'inflation implicite pour la Turquie. Pour le Brésil et le Mexique, 1999 a été choisie. Dans ces trois économies émergentes, la performance du ciblage de l'inflation était axée sur les écarts par rapport à la cible d'inflation plutôt que sur le niveau de

l'inflation. À cet égard, le taux d'inflation bas mais situé dans la fourchette cible plutôt que le taux d'inflation inférieur à la fourchette cible est considéré comme plus performant.

La Turquie, le Brésil et le Mexique ont choisi l'indice des prix à la consommation comme indicateur d'inflation dans le cadre du régime de ciblage de l'inflation. Lors de l'évaluation de la performance en matière de ciblage de l'inflation, il a été examiné si l'inflation de consommation était réalisée dans les limites de la cible plutôt que dans la cible ponctuelle. Cependant, la volatilité de l'inflation au cours de cette période a également été prise en compte.

Le fait qu'il s'agisse d'un régime strict qui, par conséquent, aura un impact négatif sur la croissance économique, constitue la base des critiques adressées au régime de ciblage de l'inflation. Sous le régime de ciblage de l'inflation, la croissance économique des pays a examiné si le régime de ciblage de l'inflation avait ou non une incidence négative sur le taux de croissance du PIB.

Sous le régime de ciblage de l'inflation, bien que les autorités monétaires n'aient rien fait d'autre que de l'inflation, elles sont intervenues sur les marchés des changes par le biais d'enchères en cas de forte volatilité des marchés des changes. Le bon fonctionnement des marchés des changes ces enchères ont été réalisées dans le cadre d'un programme spécifique. Les taux de change dans les économies émergentes sont l'un des principaux déterminants des prix intérieurs. À cet égard, les taux de change ont également un effet indéniable sur l'inflation. Dans ce contexte, dans la troisième partie, le niveau et la volatilité du taux de change en Turquie, au Brésil et au Mexique sont examinés.

USD, la devise des États-Unis, qui représente une part importante du commerce extérieur des trois pays en tant qu'indicateur de taux de change. Pour chaque pays, l'évolution du taux de change au cours de la période de ciblage de

l'inflation et de sa volatilité ont été examinées. Durant cette période, le taux de change du dollar et l'évolution de l'inflation ont été comparés. Néanmoins, la volatilité de l'inflation pays par pays et la question de savoir si la volatilité des taux de change a agi de manière concertée au cours de la période en question ont été examinées. D'autre part, l'évolution des taux d'intérêt à court terme utilisés comme principal instrument de politique monétaire dans le cadre du régime de ciblage de l'inflation et la volatilité observée ont été examinées.

Cette étude vise à déterminer dans quelle mesure le régime de ciblage de l'inflation a contribué à réduire l'inflation et à renforcer la stabilité des prix dans les économies en développement. En outre, il est prévu de déterminer le rôle du régime de ciblage de l'inflation dans la baisse des taux d'inflation dans les économies en développement avec le passage au ciblage de l'inflation.

Au cours de l'inflation implicite, l'inflation en Turquie est progressivement réduite. Bien que l'inflation ait connu une baisse continue en raison des conditions météorologiques favorables sur les marchés mondiaux, la baisse des taux de change, la faiblesse de la demande intérieure et la période écoulée.

Sous le régime de ciblage de l'inflation en Turquie en 2009, 2010 et 2012. À l'exception de la non-réalisation de l'objectif d'inflation. Les écarts par rapport aux objectifs d'inflation sont principalement dus aux variations des prix internationaux des produits de base et de l'énergie, des prix des produits alimentaires, de la liquidité internationale, des incertitudes mondiales, de la demande intérieure et de la volatilité des taux de change. Après la crise financière mondiale, les politiques budgétaires ont été axées sur la croissance économique et, parallèlement, l'assouplissement de la politique monétaire au cours de certaines périodes a augmenté les anticipations d'inflation. Cependant, le déficit élevé du compte courant et la faible trajectoire des entrées de capitaux ont eu pour effet d'accroître l'effet des taux de change sur les prix au cours des dernières années. Ces évolutions négatives entraînent un écart par

rapport à la cible d'inflation à long terme de 5%, ce qui est considérable, surtout après l'année 2012, la Turquie a réalisé.

Le taux de change du dollar US lors du ciblage de l'inflation en Turquie a été suivi d'une inflation plus stable. Fondamentalement, une politique monétaire axée sur l'inflation, bien que le suivi de la Banque centrale de Turquie (CBT) au cours de la période ait accru la volatilité des taux de change qui a permis aux interventions sur les marchés des changes de maîtriser efficacement le taux de change. Bien que le taux de change du dollar américain soit resté stable jusqu'en 2010, on constate que le taux de change du dollar américain a commencé à augmenter avec l'inflation en raison des incertitudes croissantes à l'échelle mondiale et de l'évolution de la situation du capital international depuis 2011.

Bien que l'inflation ait fluctué au cours de la période visée par l'inflation au Brésil, il n'y a eu aucun écart majeur par rapport aux objectifs d'inflation. Au Brésil, sauf quelques années, l'inflation a été réalisée à un chiffre et les objectifs d'inflation ont été atteints pour la plupart. Toutefois, en raison des incertitudes mondiales croissantes, des fluctuations des prix du pétrole, de la diminution des entrées de capitaux et de la hausse des taux de change, la cible d'inflation à long terme a été décalée. Reste que le Brésil considère que le degré de déviation par rapport à la cible d'inflation et d'inflation par rapport à la Turquie en termes de désinflation semble avoir plus de succès. La tendance positive des prévisions économiques au Brésil, le niveau élevé des réserves de change et les entrées massives de capitaux ont permis d'être plus stables par rapport à l'inflation en Turquie.

De même en Turquie, les taux de change ont présenté moins de volatilité que l'inflation au Brésil. En intervenant sur le marché des changes en procédant à des ventes aux enchères de devises lors de périodes de volatilité accrue des taux de change, le taux de change du dollar américain est resté relativement stable. La

volatilité des taux en dollars US par rapport à la Turquie, bien qu'elle soit légèrement supérieure au Brésil, est également inférieure à la volatilité de l'inflation.

Une fois les conditions nécessaires remplies, le ciblage d'inflation ouvert a été introduit en 1999. Bien que les objectifs d'inflation n'aient pas été atteints au Mexique en raison de la fourchette étroite de l'objectif d'inflation, l'inflation était généralement inférieure à 5%.

Bien que la volatilité des taux de change au Mexique ait augmenté après 2013, le fait que ces volatilités soient temporaires a empêché une sérieuse détérioration des anticipations d'inflation. D'autre part, la lutte contre l'inflation a bien fonctionné au Mexique grâce à la stabilité du déficit de la balance courante, à la réduction de la pression de la demande intérieure, aux politiques monétaires restrictives et aux politiques publiques en matière de salaires et de prix.

Le Mexique a plus de succès que les deux autres pays en termes de niveau et de volatilité de l'inflation. La Turquie semble se distinguer comme pays le plus infructueux de ces pays. À cet égard, l'exemple mexicain du régime de ciblage de l'inflation des économies émergentes en termes de conditions favorables à la réduction de l'inflation donne d'importants indices sur le cas de la Turquie, il serait désastreux si les conditions dans lesquelles le régime de ciblage de l'inflation était appliqué.

Parmi les pays examinés dans cette étude, le taux le plus élevé en USD et la volatilité ont été observés au Mexique. Néanmoins, le fait que les agents économiques mexicains pensent que la volatilité des taux de change est temporaire a permis de limiter l'effet des taux de change sur les prix et de ne pas avoir provoqué une grave détérioration des anticipations inflationnistes. Après 2012, en raison de

l'augmentation de l'effet de transmission sur les prix, l'inflation a augmenté en Turquie.

Au cours de la période visée par l'inflation, le déficit du compte courant du Mexique est inférieur à celui de la Turquie. Malgré la forte volatilité du taux de change, le fait que le déficit du compte courant soit raisonnable au Mexique a permis de maintenir l'effet de transmission du taux de change faible. Cependant, le fait que les entrées de capitaux étrangers soient plus importantes au Mexique est un autre développement qui a fait la différence entre les deux pays. Nous pouvons dire que réduire l'effet des taux de change sur les prix, des politiques monétaires correctes et un solde du compte courant raisonnable augmentent les chances de succès du régime de ciblage de l'inflation dans les pays en développement.

Les réductions de taux d'intérêt ont été effectuées en Turquie à la suite de la crise financière mondiale et les politiques budgétaires expansionnistes ont été suivies. Ces politiques, la demande intérieure a entraîné une pression sur les prix en provenance de Turquie. À la même période, les finances publiques du Mexique et les politiques monétaires strictes se sont poursuivies. À cet égard, la détermination des politiques monétaire et budgétaire axées sur l'objectif de stabilité des prix et en harmonie est efficace pour le bon fonctionnement du régime de ciblage de l'inflation dans la lutte contre l'inflation.

Il existe un autre facteur décisif pour la performance du régime de ciblage de l'inflation dans les pays en développement: selon cette étude, les principales variables qui font la différence réelle pour le Mexique et la Turquie ont été mentionnées ci-dessus. Les deux pays ont été exposés à des chocs similaires et ont été affectés par le climat généralement favorable du marché mondial, le déclin de l'activité économique mondiale après la crise financière mondiale et les incertitudes grandissantes.

Nous pouvons conclure que, dans des conditions où le déficit du compte courant et les entrées de capitaux étrangers sont raisonnables, si l'effet de répercussion est faible sur les prix des changes, les politiques monétaire et publique se concentrant sur l'inflation, le régime de ciblage de l'inflation réussira Pays en voie de développement.



ABSTRACT

In the late 1970s, inflation was becoming a serious problem for developing countries. In this period, volatility in prices increased due to oil and supply shocks. Inflation rose to four-digit numbers in some developing countries with the addition of exchange rate fluctuations to current price volatilities in the following years. Developing countries have resorted to monetary policy strategies such as monetary targeting and exchange rate targeting in order to control inflation and tackle the macroeconomic problems caused by high inflation. However, the inflation targeting regime came on the agenda when the desired results could not be achieved.

The inflation targeting regime, which emerged as a monetary policy strategy that the central bank has set a numerical target for future inflation has been in use to reduce inflation in developing countries since 1990s. In this study, Turkey, Brazil and Mexico are examples of the inflation targeting regime in terms of price performance of the disinflation and ensuring the stability and inflation targeting regime under the exchange rate volatility and inflation are discussed.

In the first part of the study, a literature review has been made on the definition of inflation targeting, prerequisites of the regime, advantages and disadvantages of alternative regimes and the performance of the regime in developing economies. In the second part of the study, the performance of the inflation targeting regime in Turkey, Brazil and Mexico in terms of reducing inflation will be examined.

Turkey, reducing inflation of the inflation targeting regime and its performance in terms of achieving price stability, which is the ultimate goal in the period until the end of 2016 from the date of enforcement of the Brazilian inflation targeting in Mexico it was examined in detail.

2002 was chosen as the starting year of implicit inflation targeting regime for Turkey. For Brazil and Mexico, 1999 was chosen. In these three emerging economies, the performance of inflation targeting was focused on deviations from the inflation target rather than the level of inflation. In this respect, the rate of inflation that is low but within the target range rather than the inflation rate below the target range is considered to be more successful.

Turkey, Brasil and Mexico have chosen consumer price index as inflation indicator under the inflation targeting regime. While evaluating inflation targeting performance, it has been examined whether consumer inflation is realized within target range instead of point target. However, the volatility in inflation in the said period was also taken into consideration. The fact that it is a strict regime and therefore it will adversely affect economic growth constitutes the basis of criticisms directed at the inflation targeting regime. Under the inflation targeting regime, economic growth of the countries examined whether or not inflation targeting regime adversely affect GDP growth rate.

Under the inflation targeting regime, although the monetary authorities did not make any other than inflation, they intervened in the foreign exchange markets through foreign exchange buying and selling auctions in the case of volatility in the foreign exchange markets under the inflation targeting regime. The healthy functioning of foreign exchange markets these auctions were carried out within the framework of a specific program.

Exchange rates in emerging economies are one of the main determinants of domestic prices. In this respect, Exchange rates also have an undeniable effect on inflation. In this context, in the third part, Exchange rate level and volatility in Turkey, Brazil and Mexico are discussed in Mexico.

USD which has a significant share in the foreign trade of all three countries as the exchange rate indicator. For each country, the course followed by the exchange rate during the period of inflation targeting and its volatility were examined. In this period, the dollar rate and the course of inflation were examined comparatively. Nevertheless, the volatility of inflation on a country-by-country basis and whether the exchange rate volatility acted together during the period in question were examined. On the other hand, the course of short-term interest rates used as the main monetary policy instrument under the inflation targeting regime and the volatility observed have been examined.

With such a study, it was aimed to investigate to what extent the inflation targeting regime contributed to reducing inflation in developing economies dealing with high inflation problem for a long time due to the failure of the exchange rate targeting and monetary targeting strategies to control inflation. Moreover, it is aimed to determine the role of inflation targeting regime in the decreasing inflation rates in developing economies with the transition to inflation targeting.

During implicit inflation targeting inflation in Turkey is gradually reduced. Although there was a continuous fall in inflation due to the favorable weather in global markets, the decline in exchange rates, weak domestic demand and the monetary and fiscal policies focused on inflation target, this decline was replaced by a fluctuating course during the open inflation targeting period.

Under the inflation targeting regime in Turkey in 2009, 2010 and 2012. Except for not achieving the inflation target. Deviations from inflation targets during

the open inflation targeting period were mainly driven by developments in international commodity and energy prices, food prices, international liquidity conditions, global uncertainties, domestic demand and exchange rate volatility. In the post-global financial crisis period, fiscal policies focused on economic growth and, in parallel, the easing in monetary policy in some periods increased the inflation expectations. However, the high current account deficit and the weak course of capital inflows have been effective in increasing the effect of exchange rates on prices in recent years. These negative developments result in a deviation from the long-term inflation target of 5 percent, significantly, especially after the year 2012, Turkey has realized.

USD exchange rate during inflation targeting in Turkey, was followed by more stable inflation. Basically, inflation-focused monetary policy, although the monitoring of the Central Bank of Turkey (CBT) in the period increased volatility in foreign exchange rates that have made the foreign exchange market intervention has been effective in keeping the exchange rate under control. Although the USD exchange rate remained stable until 2010, it is seen that the USD exchange rate has started to rise with inflation due to the increasing global uncertainties and changes in international capital conditions since 2011.

Although inflation has fluctuated during the inflation targeting period in Brazil, there has been no major deviation from the inflation targets. Inflation in Brazil, except for a few years, was realized in single digit numbers and inflation targets were mostly achieved. However, due to the increasing global uncertainties, oil price fluctuations, the decline in capital inflows and the increase in foreign exchange rates, the long-term inflation target was shifted from the target. Still, Brazil Considering the level of deviation from the inflation target and inflation compared to Turkey in terms of disinflation appears to be more successful. the positive trend of the economic expectations in Brazil, the high level of foreign exchange reserves and

strong capital inflows, has been effective in being more stable compared to inflation in Turkey.

Likewise Turkey, exchange rates exhibited less volatility than inflation in Brazil. Intervening in the foreign exchange market through foreign exchange buying and selling auctions during periods of increased volatility in exchange rates helped the USD exchange rate to remain relatively more stable. USD rate volatility compared to Turkey, though slightly higher in Brazil has also been observed in Brazil is lower than the inflation volatility.

In 1996, the transition phase for the open inflation targeting regime was initiated in 1996 and after the necessary conditions were met, in 1999, open inflation targeting was introduced. In the inflation targeting period, inflation in Mexico has consistently been single digit figures. Although inflation targets were not achieved in some periods in Mexico due to the narrow inflation target range, inflation was generally below 5 percent.

Although exchange rate volatilities in Mexico increased after 2013, the fact that these volatilities were temporary prevented a serious deterioration in inflation expectations. On the other hand, Mexico has performed quite well in terms of the fight against inflation thanks to the stable course of the current account deficit, reducing domestic demand on inflation, maintaining tight monetary policies and following the government's wage and price policies focused on the inflation target.

Mexico is more successful than the other two countries in terms of level and volatility of inflation. Turkey seems to stand out as the most unsuccessful countries in these countries. In this respect, inflation targeting regime Mexican example of the emerging economies in terms of what conditions will be successful in reducing

inflation, gives important clues regarding the case of Turkey it would be disastrous if the conditions under which the inflation targeting regime.

Among the countries examined in this study, the highest USD rate and volatility was observed in Mexico. Nevertheless, the fact that economic agents in Mexico think that exchange rate volatility is temporary has been effective in limiting the effect of exchange rates on prices and not having a serious deterioration in inflation expectations. After 2012, due to the increase in pass-through effect on prices, inflation has increased in Turkey.

During the inflation targeting period, the current account deficit in Mexico is lower than Turkey. Despite the high exchange rate volatility, the fact that the current account deficit was reasonable in Mexico was effective in keeping the exchange rate pass-through effect low. However, the fact that foreign capital inflows were higher in Mexico was another development that made a difference between the two countries. Therefore, we can say that lowering the effect of exchange rates on prices due to factors such as correct monetary policies and reasonable current account balance increases the chance of success of inflation targeting regime in the fight against inflation in developing countries.

Interest rate cuts were made in Turkey in the aftermath of the global financial crisis and the expansionary fiscal policies were followed. These policies, domestic demand has led to price pressure originating in Turkey. Looking at Mexico in the same period, disciplined public finances and tight monetary policies continued. In this respect, the determination of monetary and fiscal policies focused on the price stability target and in harmony with each other is effective in the successful performance of the inflation targeting regime in the fight against inflation.

There exists another decisive factors for the performance of the inflation targeting regime in developing countries, according to this study, the main variables

that make the real difference for Mexico and Turkey has been mentioned above. As a matter of fact, both countries were exposed to similar food and energy price shocks during the inflation targeting periods and were affected by the positive atmosphere in global markets, the decline in global economic activity after the global financial crisis and the increasing uncertainties.

Based on Turkey and Mexico, we can conclude that in conditions which current account deficit and foreign capital inflows are reasonable, pass-through effect is low and monetary and fiscal policies focus on price stability goal, inflation targeting regime will be successful in fight against inflation in developing countries.

ÖZET

1970'lerin sonları, gelişmekte olan ülkeler için enflasyonun ciddi bir sorun haline gelmeye başladığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde petrol ve arz şoklarının etkisiyle fiyatlardaki dalgalanmalarda diğer bir ifadeyle fiyat oynaklıklarında artış yaşanmıştır. İlerleyen yıllarda mevcut fiyat oynaklıklarına döviz kurundaki dalgalanmaların da eklenmesiyle enflasyon, bazı gelişmekte olan ülkelerde dört haneli rakamlara kadar yükselmiştir. Enflasyonu kontrol altına alabilme ve yüksek enflasyonun yarattığı makroekonomik problemlerle mücadele edebilme adına gelişmekte olan ülkeler, parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme gibi para politikası stratejilerine başvurmuşlardır. Fakat istenilen sonuçların alınamaması üzerine enflasyon hedeflemesi rejimi gündeme gelmiştir.

Bilinen en genel tanımıyla merkez bankasının fiyat istikrarını sağlama amacıyla gelecek dönem enflasyonu ile ilgili sayısal bir hedef belirlediği ve bu hedefe ulaşma noktasında taahhüdünün bulunduğu para politikası stratejisi olarak ortaya çıkan enflasyon hedeflemesi rejimi, 1990'lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelerde enflasyonla mücadele amacıyla uygulama alanı bulmuştur. Bu çalışmada Türkiye, Brezilya ve Meksika örnekleri üzerinde enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyonu düşürme ve fiyat istikrarını sağlama yönünden performansı ve enflasyon hedeflemesi rejimi altında döviz kuru oynaklığı ve enflasyon ilişkisi ele alınmıştır.

Çalışmanın ilk bölümünde enflasyon hedeflemesinin tanımı, rejimin ön koşulları, alternatif rejimlere kıyasla sahip olduğu avantaj ve dezavantajlar ve rejimin gelişen ekonomilerdeki performansı üzerine yazın taraması yapılmıştır. Çalışmanın ikinci bölümünde ise Türkiye, Brezilya ve Meksika'da enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başladığı tarihten 2016 yılı sonuna kadar olan dönem içerisinde enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyonu düşürme ve nihai hedef olan

fiyat istikrarına ulaşma açısından sergilediği performans detaylı bir şekilde incelenmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başlangıcı olarak Türkiye için 2002 yılı, Brezilya ve Meksika için ise enflasyon hedeflemesine geçişin gerçekleştiği 1999 yılı kabul edilmiştir. Seçilen bu üç gelişen ekonomide enflasyon hedeflemesinin performansını değerlendirirken enflasyonun seviyesinden ziyade belirlenmiş enflasyon hedefinden gerçekleşen sapmalara odaklanılmıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında Türkiye, Brezilya ve Meksika için temel enflasyon göstergesi olarak TÜFE (Tüketici Fiyatları Endeksi) kabul edilmiştir.

Katı bir rejim olması ve bu nedenle de ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyeceği düşüncesi, enflasyon hedeflemesi rejimine yöneltilen eleştirilerin temelini oluşturmuştur. Çalışmada incelenen ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejiminin ekonomik büyümeyi olumsuz etkileyip etkilemediğini görme amacıyla çalışmada enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde Türkiye, Brezilya ve Meksika’da GSYİH (Gayri Safi Yurt İçi Hasıla) büyüme oranlarına da yer verilmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi altında para otoriteleri, enflasyon dışında başka bir taahhütte bulunmamalarına rağmen döviz piyasalarında oynaklıkların arttığı durumlarda döviz alım ve satım ihaleleri yoluyla döviz piyasalarına müdahalede bulunmuşlardır. Döviz piyasalarının sağlıklı işleyişini bozmama adına bu ihaleler genel olarak belirli bir program çerçevesinde gerçekleştirilmiştir.

Gelişen ekonomilerde döviz kurları yurt içi fiyatlar üzerinde temel belirleyici etkenlerden biridir. Bu açıdan döviz kurları enflasyon üzerinde yadsınamaz bir etkiye sahiptir. Bu kapsamda çalışmanın üçüncü bölümünde Türkiye, Brezilya ve

Meksika’da enflasyon hedeflemesi döneminde USD (Amerikan Doları) kurunun seyri ve oynaklığı ele alınmıştır.

Döviz kuru göstergesi olarak üç ülkenin de dış ticaretinde önemli bir paya sahip olan ABD’nin (Amerika Birleşik Devletleri) resmi para birimi USD kabul edilmiştir. Her bir ülke için enflasyon hedeflemesi döneminde USD kurunun izlemiş olduğu seyir ve göstermiş olduğu oynaklık incelenmiştir. Bununla birlikte ülke bazında enflasyon oynaklığı ile USD kuru oynaklığının söz konusu dönemde beraber hareket edip etmediğine bakılmıştır. Diğer yandan enflasyon hedeflemesi rejimi altında temel para politikası aracı olarak kullanılan kısa vadeli faiz oranlarının izlemiş olduğu seyir ve göstermiş olduğu oynaklık da incelenmiştir.

Böyle bir çalışmayla döviz kuru hedefleme ve parasal hedefleme stratejilerinin enflasyonu kontrol altına alma noktasında başarı sağlayamaması nedeniyle uygulama alanı bulan enflasyon hedeflemesi rejiminin uzun bir dönem yüksek enflasyon sorunuyla uğraşan gelişen ekonomilerde enflasyonu düşürmeye ve fiyat istikrarına ulaşmaya ne ölçüde katkı sağladığı araştırılmak istenmiştir. Ayrıca enflasyon hedeflemesine geçişle birlikte gelişen ekonomilerde enflasyonda kaydedilen düşüşlerde enflasyon hedeflemesi rejiminin rolünü belirlemek amaçlanmıştır.

Çalışmada incelenen ülkelerden ilki olan Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin parasal hedeflemenin yanında ek bir çapa olarak kullanıldığı örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon kademeli olarak düşürülmüştür. Bu dönemde küresel piyasalardaki olumlu hava, döviz kurlarındaki düşüş, zayıf seyreden iç talep ve enflasyon hedefine odaklı para ve maliye politikalarının etkisiyle enflasyonda sürekli bir düşüş olsa da açık enflasyon hedeflemesi döneminde bu düşüş grafiği yerini inişli çıkışlı bir seyre bırakmıştır.

Türkiye’de açık enflasyon hedeflemesi rejimi altında 2009, 2010 ve 2012 yılları haricinde enflasyon hedeflerine ulaşamamıştır. Açık enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon hedeflerinden sapmalar yaşanmasında uluslararası emtia ve enerji fiyatlarındaki gelişmeler, gıda fiyatları, uluslararası likidite koşulları, küresel belirsizlikler, iç talebin seyri ve döviz kuru oynaklıkları belirleyici olmuştur. Türkiye’de küresel finansal kriz sonrası dönemde maliye politikalarının enflasyon odaklı değil de ekonomik büyüme odaklı belirlenmesi, buna paralel olarak para politikasında da bazı dönemlerde gevşemeye gidilmesi enflasyon beklentilerini artırmıştır. Bununla birlikte cari açığın yüksek seyretmesi ve sermaye girişlerinin zayıf seyri, son yıllarda döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin artmasında etkili olmuştur. Bu olumsuz gelişmeler neticesinde Türkiye’de özellikle 2012 yılı sonrasında uzun dönem enflasyon hedefi olan yüzde 5’ten önemli ölçüde bir sapma gerçekleşmiştir.

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi döneminde USD kuru, enflasyona göre daha durağan bir seyir izlemiştir. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında temel olarak enflasyon odaklı bir para politikası izlenmesine rağmen TCMB’nin (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası) döviz kurlarında oynaklığın arttığı dönemlerde döviz piyasasına yapmış olduğu müdahaleler döviz kurlarının bir ölçüde kontrol altında tutulmasında etkili olmuştur. TCMB döviz kurlarındaki oynaklıkların önüne geçme amacıyla döviz alım ve satım ihaleleri, yabancı para zorunlu karşılık oranları ve ROM (Rezerv Opsiyon Mekanizması) gibi farklı para politikası araçlarını etkin bir şekilde kullanmıştır. Türkiye enflasyon hedeflemesi döneminde diğer iki ülkeye kıyasla daha düşük USD kuru oynaklığına sahip olmasına rağmen 2013 yılı sonrası artan küresel belirsizlikler ve uluslararası sermaye koşullarındaki değişikliklerle birlikte USD kurunun da enflasyonla birlikte yükselişe geçtiği görülmektedir.

Çalışmada incelenen bir diğer gelişmekte olan ülke Brezilya’da enflasyonun nihai hedef olarak belirlendiği enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon inişli ve

çıkışlı seyir izlese de enflasyon hedeflerinden çok büyük sapmalar gerçekleşmemiştir. Brezilya’da birkaç yıl haricinde enflasyon tek haneli rakamlarda gerçekleşmiş ve belirlenen enflasyon hedeflerine çoğunlukla ulaşılmıştır. Fakat son yıllarda artan küresel belirsizlikler, petrol fiyatı dalgalanmaları, sermaye girişlerindeki düşüş ve döviz kurlarındaki artışın etkisiyle uzun dönem enflasyon hedefinden uzaklaşmıştır. Yine de enflasyon hedefinden sapmalar ve enflasyonun seviyesi göz önünde bulundurulduğunda Brezilya’nın Türkiye’ye kıyasla enflasyonla mücadele açısından daha başarılı olduğu görülmektedir. Brezilya’da ekonomik beklentilerinin daha olumlu seyretmesi, güçlü döviz rezervi ve sermaye girişlerinin yüksek seviyesi, enflasyonun Türkiye’ye kıyasla daha istikrarlı olmasında etkili olmuştur.

Türkiye’ye benzer şekilde Brezilya’da da döviz kurları, enflasyona kıyasla daha az oynaklık sergilemiştir. Döviz kurlarında oynaklığın arttığı dönemlerde döviz alım ve satım ihaleleriyle döviz piyasasına müdahalede bulunulması, USD kurunun enflasyona nispeten daha durağan bir seyir izlemesinde etkili olmuştur. USD kuru oynaklığı Türkiye’ye kıyasla Brezilya’da bir miktar daha yüksek olsa da enflasyon oynaklığının Brezilya’da daha düşük olduğu gözlenmiştir.

Çalışmada son olarak incelenen ülke olan Meksika’da 1996 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimi için geçiş aşaması başlatılmış ve gerekli koşullar sağlandıktan sonra 1999 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Enflasyon hedeflemesi döneminde Meksika’da enflasyon sürekli bir şekilde tek haneli rakamlarda gerçekleşmiştir. Enflasyon hedef aralığının dar tutulması nedeniyle Meksika’da bazı dönemlerde enflasyon hedeflerine ulaşılmasa da enflasyon genellikle yüzde 5 seviyesinin altında gerçekleşmiştir.

Meksika’da 2013 yılı sonrasında döviz kurlarında oynaklıklar yaşansa da bu oynaklıkların geçici olduğunun düşünülmesi, enflasyon beklentilerinde ciddi bir bozulma yaşanmasının önüne geçmiştir. Bununla birlikte cari açığın istikrarlı seyri, iç talebin enflasyon üzerindeki baskısının azaltılması, sıkı para politikalarının devam

ettirilmesi ve hükümetin enflasyon hedefine odaklı ücret ve fiyat politikaları izlemesi sayesinde Meksika, enflasyonla mücadele açısından oldukça iyi bir performans sergilemiştir.

Türkiye, Brezilya ve Meksika enflasyon hedeflemesi dönemlerinde enflasyonun seviyesi ve oynaklığı açısından karşılaştırıldığında Meksika'nın diğer iki ülkeden daha başarılı olduğu görülmektedir. Türkiye ise bu ülkeler arasında en başarısız ülke olarak öne çıkmaktadır. Bu açıdan Meksika örneği enflasyon hedeflemesi rejiminin gelişen ekonomilerde hangi koşullarda enflasyonu düşürme açısından başarılı olacağına, Türkiye örneği ise enflasyon hedeflemesi rejiminin hangi durumlarda başarısız olacağına ilişkin önemli ipuçları vermektedir.

Çalışmada incelenen ülkeler arasında en yüksek USD kuru seviyesi ve oynaklığının Meksika'da olduğu görülmüştür. Buna rağmen Meksika'da ekonomik ajanların döviz kuru oynaklıklarının geçici olduğunu düşünmeleri, döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin sınırlı kalmasında ve enflasyon beklentilerinde ciddi bir bozulma olmamasında etkili olmuştur. Türkiye'de ise 2012 sonrası USD kurunun artmasıyla fiyatlara geçiş etkisinin de arttığı ve bunun sonucunda enflasyon beklentilerinin kötüleştiği ve enflasyonun yükselişe geçtiği görülmektedir.

Enflasyonla mücadele açısından başarılı olan Meksika'da enflasyon hedeflemesi döneminde cari işlemler açığının Türkiye'ye kıyasla daha düşük olduğu görülmektedir. Yüksek döviz kuru oynaklığına rağmen Meksika'da cari açığın makul seviyede olması döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin düşük seyretmesinde etkili olmuştur. Bununla birlikte söz konusu dönemde cari açığın finansmanı açısından önemli yeri olan doğrudan yabancı yatırım yoluyla yabancı sermaye girişlerinin Meksika'da Türkiye'ye kıyasla yüksek olması da fark yaratan bir diğer gelişme olmuştur. Buradan hareketle doğru para politikaları ve makul seviyedeki cari işlemler dengesi gibi faktörlerle döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin düşürülmesinin

gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyonla mücadele açısından başarı şansını artırdığını söyleyebiliriz.

Enflasyon hedeflemesi döneminde Türkiye’de özellikle 2008 küresel finansal kriz sonrası ekonomik durgunluğun önüne geçme amacıyla faizlerde indirimle gidildiği ve kamu maliyesindeki disiplinden taviz verilerek kamu harcamalarının arttığı görülmektedir. 2008 yılı sonrası dönemde sıkı para politikaları ve maliye politikalarında görülen bu gevşeme, Türkiye’de iç talep kaynaklı fiyat baskısı oluşturmuştur. Aynı dönemde Meksika’ya bakıldığında ise disiplinli kamu maliyesinin ve sıkı para politikalarının devam ettiği görülmektedir. Bu açıdan para ve maliye politikalarının fiyat istikrarı hedefine odaklı ve birbiriyle uyumlu şekilde belirlenmesi, enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyonla mücadelede açısından başarılı bir performans sergilemesinde etkili olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejiminin performansı açısından belirleyici başka faktörler olsa da Meksika ve Türkiye için asıl fark yaratan temel değişkenler yukarıda bahsedilenler olmuştur. Nitekim enflasyon hedeflemesi dönemlerinde iki ülke de benzer gıda ve enerji fiyatları şoklarına maruz kalmış ve küresel piyasalardaki olumlu havadan, küresel finansal kriz sonrası küresel ekonomik faaliyetlerdeki gerilemeden ve artan belirsizliklerden aynı dönemlerde etkilenmişlerdir.

Meksika ve Türkiye örneğinden hareketle, cari açık ve yabancı sermaye girişlerinin makul seyrettiği bu sayede de döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin düşük olduğu ve para ve maliye politikalarının birbiriyle uyumlu bir şekilde nihai hedef olan fiyat istikrarına odaklandığı şartlarda enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyonla mücadele açısından başarılı olacağını söyleyebiliriz.

GİRİŞ

1970’lerde etkili olan küresel arz şoklarının etkisiyle gelişmekte olan ülkelerde makroekonomik dengeler bozulmuş ve ekonomik güven ortamının ortadan kalkmasıyla beklentiler kötüleşmiş bunun sonucunda da enflasyon oranlarında hızlı yükselişler yaşanmıştır. Bu dönemde gelişmekte olan ülkelerin tercih ettiği parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme stratejilerinin uzun vadede enflasyonu kontrol altına alma noktasında başarısız olmasının ardından, 1990’ların başında ara hedefler belirlemeksizin gelecek dönemler için belirli bir enflasyon hedefi belirleyip buna uygun politikaların uygulandığı enflasyon hedeflemesi rejimi gündeme gelmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başladığı yıllardan itibaren enflasyon oranlarında kaydedilen gözle görülür iyileşmeler, enflasyon hedeflemesi rejiminin güvenilirliğine önemli bir katkı yapmıştır. Nitekim günümüzde fiyat istikrarı hedefini benimseyen birçok ülke merkez bankası enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaktadır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi gelişmekte olan ülkelerde örtük enflasyon hedeflemesi ve açık enflasyon hedeflemesi şeklinde uygulanmaktadır. Açık enflasyon hedeflemesine geçiş aşaması olarak görülen örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon haricinde başka hedefler de belirlenebilmektedir. Özellikle yüksek enflasyon geçmişine sahip gelişmekte olan ülkelerde öncelikle örtük enflasyon hedeflemesine rejimine geçilmiş daha sonrasında gerekli koşullar oluşmasıyla açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Ekonomik yazında enflasyon hedeflemesinin tanımı yapılırken çoğunlukla açık enflasyon hedeflemesinden bahsedilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilirliği ve enflasyonu düşürme açısından sergileyeceği performans ülkeden ülkeye farklılık gösterebilmektedir. Bu ülkelerin enflasyon hedeflemesi rejimi öncesinde temel ekonomik göstergelerinin,

finansal ve döviz piyasaları derinliğinin ve yüksek kamu borç stoğunun para politikalarının verimli bir şekilde çalışmasını engellemesi anlamına gelen mali baskınlık derecelerinin farklı olması, enflasyon hedeflemesi rejiminin performansının her ülkede farklılık göstermesinde etkili olmuştur.

Bu çalışmada enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan gelişmekte olan ülkelerden Türkiye, Brezilya ve Meksika'nın enflasyonu düşürme açısından sergilediği performans detaylı bir şekilde incelenecektir. İncelenen ülkelerin enflasyon hedeflemesi rejimi altındaki ekonomik yapıları, maruz kaldıkları iç ve dış şoklar, izlemiş olduğu para ve maliye politikaları, döviz kuru oynaklıkları gibi faktörler dikkate alınarak hangi nedenlerden dolayı bu ülkelerin enflasyonla mücadele açısından başarılı ya da başarısız olduğu analiz edilecektir.

Bu kapsamda çalışmanın ikinci bölümünde yukarıda bahsedilen diğer faktörlerin enflasyon hedeflemesi rejiminin performansına etkileri incelenirken; çalışmanın üçüncü bölümünde ise söz konusu ülkeler için USD kuru oynaklığı ve enflasyon ilişkisi detaylı bir şekilde incelenecektir. Özellikle USD kuru oynaklığı ve enflasyon ilişkisinin inceleneceği bölümde üç ülke örneğinden hareketle enflasyon hedeflemesi rejimi altında USD kuru oynaklığının enflasyon üzerindeki etkisi ve bu etkinin şiddetinin hangi koşullarda farklılık göstereceği incelenecektir.

Böyle bir çalışmayla örnek olarak belirlenen üç gelişmekte olan ülkede enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyonla mücadele açısından sergilediği performans incelenerek, başarılı ve başarısız ülke örneklerinden hareketle enflasyon hedeflemesinin enflasyonu düşürme açısından gelişmekte olan ülkelere hangi koşullar altında başarılı, hangi koşullar altında ise başarısız olacağına ilişkin bir fikir sahibi olmak amaçlanmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ ÜZERİNE LİTERATÜR TARAMASI

1970'lerden itibaren iç ve dış şok kaynaklı olarak yüksek enflasyonla mücadele etmek durumunda kalan gelişmekte olan ülkeler, enflasyonu düşürme ve kontrol altına almaya yönelik olarak parasal büyüklüklerin ve döviz kurunun çapa olarak kullanıldığı para politikası stratejilerine başvurmuşlardır. Geleneksel para politikası stratejilerinin enflasyonu kontrol altına alma noktasında başarısız olmasının ardından 1990'lar ile birlikte bazı gelişmekte olan ülkeler gelecek dönem enflasyonuna odaklı bir para politikası stratejisi olan enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamışlardır. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlayan ülkelerde enflasyonun kısa zamanda düşüşe geçmesi, rejimin bilinirliğini artırmış ve bazı gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler tarafından da tercih edilmesini sağlamıştır. Rejimin bilinirliğinin artması ve daha fazla ülkede uygulama alanı bulmasıyla birlikte enflasyon hedeflemesinin tanımı, alternatif para politikası stratejilerine göre avantajları ve dezavantajları, gerektirdiği ön koşullar ve göstermiş olduğu performans ile ilgili çalışmalar ortaya çıkmıştır.

1.1 Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Tanımı

Enflasyon hedeflemesi rejiminin tüm kesimler tarafından kabul görmüş genel bir tanımı bulunmamaktadır. Bernanke ve Mishkin (1997), enflasyon hedeflemesini, belirli bir zaman içerisinde düşük veya durağan bir enflasyonun para politikasının uzun vadeli ve öncelikli amacı olduğunu kamuoyuna açık bir şekilde duyurulması olarak tanımlamışlardır. Buradaki düşük ve durağan enflasyon hedefi fiyat istikrarına

tekabül etmektedir. Bernanke ve Mishkin'in yapmış olduğu bu tanım enflasyon hedeflemesinin en kısa tanımlarından biri olmuştur.

Mishkin ve Posen (1997), enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyon hedefinin kamuya açıklanması, enflasyon dışındaki ara hedeflerin rolünün azaltılması ve merkez bankasının nihai hedef olan fiyat istikrarına ulaşabilmesi için güvenilirliğinin artırılması gibi unsurları içerdiğini öne sürmüşlerdir.

Alparslan ve Erdönmez (2000), enflasyon hedeflemesi rejimini merkez bankasının nihai hedefi olan fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacına yönelik olarak para politikasının makul bir dönem için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlamışlardır. Bernanke ve Mishkin'den farklı olarak nihai hedefin fiyat istikrarı olduğunu açıkça belirtmişler ve sayısal enflasyon hedefinden bahsetmişlerdir.

Svensson (1997), enflasyon hedeflemesi uygulamasını, uzun dönem hedefi olarak fiyat istikrarının açık bir şekilde taahhüt edilmesi olarak kabul etmiş ve enflasyon hedeflemesi rejiminin merkez bankasını daha şeffaf ve hesap verebilir hale getirdiğini ileri sürmüştür.

Mishkin (2000), enflasyon hedeflemesi tanımının yanı sıra rejimin temel para politikası hedefi olarak fiyat istikrarının açıkça taahhüt edilmesi, şeffaf bir para politikası stratejisi sunması ve merkez bankasının hesap verilebilirliğinin artması gibi başlıca özelliklerinden bahsetmiştir.

1.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ön Koşulları

Bazı ekonomik çevrelerce enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilirliği ve enflasyonu düşürme noktasında göstereceği başarının bazı ön koşulların yerine getirilmesine bağlı olduğu ileri sürülmüştür. Mishkin ve Posen (1997), enflasyon hedeflemesinin başarıyla uygulanması için para otoritesinin fiyat istikrarı nihai hedefine odaklanması, merkez bankasının bağımsız olması ve mali piyasaların gelişmiş olmasını üç önemli koşul olarak belirtmişlerdir.

Yiğit (2009), enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulayıcısı olan merkez bankasının, belirlenen enflasyon hedefine ulaşma ve uzun vadede düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı temin ederek fiyat istikrarını sağlama amacına yönelik olarak kullanacağı para politikası araçlarını seçme hususunda kanunla garanti altına alınmış bağımsızlığa sahip olması gerektiğini belirtmiştir.

Mishkin (2000), enflasyon hedeflemesi rejiminde birincil hedefin fiyat istikrarı olduğunu diğer hedeflerin ise bu hedefin önem olarak altında olduğunu ifade etmiştir. Bu görüş enflasyon hedeflemesi altında enflasyon dışında başka bir hedefin belirlenmemesi ön koşulunun temelini oluşturmuştur.

Mishkin (2004), mali istikrarın sağlanmadığı durumlarda enflasyonu kontrol etmenin ve enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamanın zor hale geldiğini belirterek mali baskınlığın olmamasının enflasyon hedeflemesi rejiminin önemli bir ön koşulu olduğunu desteklemiştir.

Mishkin ve Posen (1997), güçlü bir mali sistemin varlığının enflasyon hedeflemesinin başarıyla uygulanması için bir ön koşul olduğunu belirtmişlerdir. Fraga ve diğ. (2003), finansal piyasaların güçlü ve gelişmiş olmasını enflasyon hedeflemesi rejimi için ön koşul olarak kabul etmişlerdir.

1.3. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Avantaj ve Dezavantajları

1990'ların başlarında uygulanmaya başlayan enflasyon hedeflemesi rejimi, bazı ekonomik çevrelerce savunulurken bazı çevreler tarafından ise eleştirilere maruz kalmıştır. Rejimin savunucuları enflasyon hedeflemesini geçmiş dönemlerde uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme stratejileriyle kıyaslayarak sağlamış olduğu avantajlar üzerinde dururken, karşıt görüşler ise rejimin sahip olduğu dezavantajlar üzerine odaklanmıştır.

Mishkin (2004), enflasyon hedeflemesinde para otoritesinin belirlediği orta ve uzun vadeli enflasyon hedeflerini kamuoyuna açıkça bildirmesinin, enflasyon beklentilerinin kontrolünü kolaylaştırdığını ifade etmiştir. Bununla birlikte alternatif rejimlere kıyasla enflasyon hedeflemesi rejiminde belirlenen hedeflerin açık ve

anlaşılır olması ve hedefle ilgili açık bir taahhüdün bulunmasının kamuoyu nezdinde güven ortamı oluşturduğunu ileri sürmüştür.

Meyer (2002), enflasyon hedeflemesi altında merkez bankası bağımsızlığının sağlanması ve para politikasının uygulanması noktasında hükümet tarafından gelebilecek baskıların azaltılmasını, enflasyon hedeflemesi rejiminin en büyük avantajlarından biri olarak kabul etmiştir.

Fraga ve diğ. (2003) enflasyon hedeflemesinin iç politikadaki şoklarla başa çıkmak için para politikasını kullanma konusunda para otoritelerine bir miktar takdir ve esneklik sağlamanın rejimin önemli bir avantajı olduğunu belirtmişlerdir.

Aras (2010), ABD’de başlayan küresel finansal krizin Türkiye’de enflasyon hedeflemesine etkisini incelemiştir. Çalışmanın sonucunda enflasyon hedeflemesi rejiminin dış şoklara zamanında tepki verilebilmesine imkân tanıyan esnek bir rejim olduğunu ortaya koymuştur.

Engin (2011), enflasyon hedeflemesi rejimi ile döviz kuru hedefleme ve parasal hedefleme rejimlerini kıyasladığı çalışmasının sonucunda enflasyon hedeflemesi rejiminin finansal yapının değişmesi ve parasal büyüklüklerin ara hedef olarak seçilmesinin güçleşmesi ile parasal hedeflemenin, dışa bağımlılık ve şoklara dayanıksızlık yüzünden ise döviz kuru hedeflemesinin yerini aldığı sonucuna ulaşmıştır.

Svensson (1997), enflasyon hedeflemesi rejiminde en büyük sorunun, merkez bankalarının enflasyondaki kusurlu kontrolünün tartışmasız olabileceği olduğunu belirtmiştir.

Mishkin (2000), enflasyon hedeflemesi rejimine yöneltilen en ciddi eleştirinin enflasyonu kontrol etmenin zor olması ve para politikası araçlarının enflasyon üzerindeki etkisinin daha uzun vadede ve gecikmeli olarak görülmesinden dolayı bu rejimde hesap verebilirliğin alternatif rejimlere kıyasla daha zayıf olacağı olduğunu belirtmiştir.

Mishkin (2004), enflasyon hedeflemesi rejimi altından kullanılan para politikası araçlarının enflasyonu baskılayıcı etkisinin, gecikmeli veya uzun vadede ortaya çıkmasının rejimin en büyük dezavantajı olduğunu öne sürmüştür.

1.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Gelişmekte Olan Ülkelerdeki Performansı

Parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme stratejilerini kullanarak yüksek enflasyon sorununa kalıcı bir çözüm üretemeyen gelişmekte olan ülkeler, 1990'ların başından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlamışlardır. Enflasyon hedeflemesine geçişin sonrasında gelişmekte olan ülkelerin sergilemiş olduğu ekonomik performans birçok çalışmanın konusu olmuştur.

Gonçalves ve Salles (2008), 1980-2005 yılları arası dönemde 13'ü enflasyon hedefleyicisi olan 36 gelişmekte olan ülkeyi inceledikleri çalışmaları sonucunda enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin enflasyon ve GSYİH büyüme oranlarındaki oynaklığın düştüğünü belirtmişlerdir.

Abo-Zaid ve Tüzemen (2012), 1980-2007 arası dönemde gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeleri inceledikleri çalışmaları sonucunda enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin daha düşük ve daha istikrarlı enflasyonun yanı sıra daha yüksek ve daha istikrarlı GSYİH büyümesi elde edebildiklerini ortaya koymuşlardır.

Rose (2007) yapmış olduğu çalışmada enflasyon hedeflemesinin sağlamış olduğu güvenilirliğin sonucunda alternatif rejimlere kıyasla düşük döviz kuru oynaklığı, daha yüksek çıktı artışı ve düşük enflasyon açısından daha iyi sonuçlar verdiği sonucuna ulaşmıştır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin gelişmekte olan ülkelerdeki performansına ilişkin olumlu sonuçlar ortaya koyan çalışmalar olduğu kadar olumsuz bir performans sergilediğini iddaa eden çalışmalar da olmuştur. Brito and Bystedt (2010), gelişmekte olan 46 ülkeyi analiz ettikleri çalışmaları sonucunda enflasyon

hedeflemesinin enflasyon üzerindeki etkisinin sınırlı olduğunu ileri sürerken ekonomik büyüme üzerinde ise negatif bir etkiye sahip olduğunu belirtmişlerdir.

Karaca (2006), enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan on ülke ile uygulamayan yüz on iki ülkenin makroekonomik performansını 1985-2004 dönemine ilişkin yıllık verileri kullanarak sıradan en küçük kareler yöntemiyle analiz etmiştir. Yapmış olduğu analiz sonucunda enflasyon hedeflemesi rejimi altında enflasyon ve büyüme oranı oynaklıklarının azaldığına yönelik herhangi bir bulguya rastlamadığını belirtmiştir.



İKİNCİ BÖLÜM

2. GELİŞEN EKONOMİLERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ PERFORMANSI

Çalışmanın bu bölümünde 1990'ların başından itibaren enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya başlayan üç gelişen ekonominin (Türkiye, Brezilya ve Meksika) söz konusu rejim altında gösterdiği performans ile döviz kuru oynaklığı arasındaki ilişki incelenecektir. Enflasyon hedeflemesi rejimi öncesinde yaklaşık otuz yıllık bir yüksek enflasyon deneyimine sahip olan bu üç ülke, para politikası deneyimlerinin birbirinden farklı olması ve farklı finansal gelişim süreci geçirmiş olmaları bakımından ayrılmaktadırlar. Bu ülkelerin daha önce bahsedilen ön koşulları ne derecede sağladığı, enflasyon hedeflemesi rejimi altında göstereceği performans açısından kritik öneme sahiptir.

Çalışmanın bu bölümünde dalgalı kur rejimine geçişle birlikte dış şoklara ve döviz kuru oynaklıklarına daha fazla maruz kalan ve yurt içi fiyatların döviz kuruna oldukça hassas olduğu bu üç ülkenin enflasyon hedeflemesi rejimi altında enflasyonla mücadele açısından göstermiş oldukları performans incelenecektir. Enflasyon hedeflemesi rejimi için performans ölçütü olarak temel alacağımız gösterge, gerçekleşen enflasyon değerinin belirlenen enflasyon hedef aralığında olup olmadığı olacaktır.

Parasal istikrarın tam olarak sağlanamadığı, döviz piyasalarına tam olarak uyum sağlama noktasında sıkıntıların bulunduğu ülkelerde ekonomi politikaları ile ilgili belirsizlikler ekonomik ajanların beklentilerini olumsuz olarak etkilemekte bu da döviz kurunun oynaklığını artırmaktadır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde artan döviz kuru oynaklığının neden olduğu yüksek dolarizasyon tehlikesi ekonomik belirsizliği daha da artırarak rejimin performansını olumsuz yönde etkilemektedir.

2.1. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Performansı

2.1.1. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Geçiş

1970’lerde küresel ekonomilerde ekonomik durgunluğun ve enflasyonun aynı anda görüldüğü durum olan stagflasyon sorunu ortaya çıkmıştır. Bununla birlikte özellikle 1970’lerin ikinci yarısındaki petrol krizlerinin sonucu olarak, Türkiye’de dış kredi olanakları daralmış ve ödemeler dengesi sorunları ortaya çıkmıştır (Özdemir, 2007). Ayrıca temel ham madde fiyatlarında meydana gelen artışlar imalat sanayini olumsuz etkilemiş ve enflasyonda yükseliş yaşanmıştır. Yaşanan bu olumsuz gelişmelere rağmen bu dönemde makroekonomik sorunlarla mücadele etme noktasında kararlı ekonomi politikaları izlenememiştir. Tablo 2.1’de Türkiye’de 1976-1999 yılları arası enflasyon ve GSYİH büyüme oranları gösterilmektedir.

Tablo 2.1: 1976-1999 Yılları Arası Türkiye’de Enflasyon ve GSYİH Büyüme Oranları

Yıl	Enflasyon (TÜFE Yüzde Değişim)	GSYİH Büyüme Oranı (%)	Yıl	Enflasyon (TÜFE Yüzde Değişim) (%)	GSYİH Büyüme Oranı (%)
1976	17,36	10,46	1988	73,66	2,32
1977	27,08	3,4	1989	63,27	0,3
1978	45,28	1,5	1990	60,31	9,27
1979	58,69	-0,62	1991	65,97	0,7
1980	110,17	-2,44	1992	70,07	5,04
1981	36,57	4,86	1993	66,09	7,65
1982	30,84	3,56	1994	106,26	-4,67
1983	31,4	4,97	1995	88,1	7,88
1984	48,38	6,71	1996	80,34	7,38
1985	45	4,24	1997	85,73	7,58
1986	34,62	7,01	1998	84,64	2,31
1987	38,85	9,49	1999	64,87	-3,39

Kaynak: WorldBank verilerinden derlenmiştir.

1980'lerin başında serbest piyasa ekonomisine geçiş aşamasını başlatan Türkiye, geçiş dönemini takip eden yaklaşık yirmi yıl boyunca kronik yüksek enflasyon sorunuyla karşı karşıya kalmıştır. Sermaye akımlarındaki dengesiz seyir, mali disiplinsizlik ve artan kamu borçları gibi nedenler enflasyonun kronik bir sorun haline gelmesindeki temel faktörler olmuştur. Bu dönemde kamu harcamalarındaki hızlı artış iç ve dış borç stoğunu yükseltmiş ve bunun üzerine de TCMB kaynaklarına başvurulmuştur (Karaçor ve Alptekin, 2006). Bununla birlikte operasyonel bağımsızlığa sahip olmayan TCMB'nin kamu borçlanması finansmanını genellikle para basma yoluyla sağlaması, enflasyonu artıran bir diğer gelişme olarak ön plana çıkmıştır. Nitekim Türkiye'de 1990-1999 yılları arasındaki enflasyon oranlarına bakıldığında, söz konusu dönemde tüketici fiyatları enflasyonun yıllık ortalama yüzde 77 olarak gerçekleştiği görülmektedir.

Yüksek enflasyonun yanı sıra 1990'ların başlarından itibaren hızla artan cari açık, Türkiye'de ekonomik beklentileri kötüleştirmiş ve güvensizlik ortamı oluşturmıştır. Güven ortamının kaybolmasıyla sermaye hareketlerinde bazı dönemlerde dalgalanmalar yaşanmıştır. Bu olumsuz gelişmelerin yanında sabit kur rejimi altında TL'nin (Türk Lirası) aşırı değerlenmesiyle 1994 yılında Türkiye'de ekonomik kriz yaşanmıştır. Kriz sonrası Türkiye'de IMF (Uluslararası Para Fonu) destekli yeni bir ekonomik program izlense de enflasyonda beklenen düşüş gerçekleşmemiş fakat ekonomik faaliyette bir toparlanma gözlenmiştir.

1994 krizinden sonra alınan önlemlerin getirdiği olumsuz sonuçlar, Asya ve Rusya krizleri ekonomik beklentileri olumsuz etkilemiştir. Bununla birlikte 1999 yılında yaşanan deprem ekonominin iyice daralmasına yol açmıştır (Sönmezay, 2014). Bu olumsuz gelişmelerin etkisiyle Türkiye'de risk primi yükselmiş ve sermaye çıkışlarında ve cari açıkta artış yaşanmıştır (Tablo 2.2).

Yaşanan makroekonomik dengesizliklerin sonucunda Türkiye'de 2000 yılının Kasım ayında 1994 yılındakine benzer bir finansal kriz yaşanmıştır. Bu krizin üzerinden çok fazla zaman geçmeden 2001 yılı Şubat ayında bankacılık ve finansal sektör kaynaklı bir ekonomik kriz daha yaşanmıştır. Art arda yaşanan bu krizler neticesinde risk primi yükselmiş ve TL değer kaybına uğramıştır. Krizlerin getirdiği

olumsuz sonuçlarla 1995 yılından beri uygulanan döviz kuruna dayalı enflasyonu düşürme programı sürdürülemez hale gelmiştir.

Tablo 2.2: Türkiye'de 1990-1999 Yılları Arasında Cari Açık ve Sermaye Girişleri

Tarih	Cari İşlemler Dengesi (Milyar USD)	Doğrudan Yabancı Yatırım (Milyar USD)
1990	-2,6	0,6
1991	0,25	0,8
1992	-0,98	0,84
1993	-6,4	0,63
1994	2,6	0,61
1995	-2,3	0,88
1996	-2,4	0,72
1997	-2,6	0,8
1998	2	0,94
1999	-0,9	0,78
2000	-9,9	0,98

Kaynak: WorldBank verilerinden derlenmiştir.

Üst üste gelen krizlerin ardından Türkiye ekonomisinde köklü değişiklikler ve yapısal reformlar yapılması gerekliliği ortaya çıkmıştır. Bunun üzerine sabit kur rejiminden vazgeçilip dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Ayrıca bu dönemde GEGP (Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı) uygulanmaya başlamıştır.

GEGP kapsamında bankacılık sektörüne ilişkin tedbirler alınarak mali piyasalardaki belirsizliğin azaltılması, faiz oranları ve döviz kurlarında istikrarın sağlanması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi, makroekonomik politikaların enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanılması ve sürdürülebilir büyümenin temin edilmesi amaçlanmıştır (TCMB Yıllık Rapor, 2002). Ayrıca bankacılık

sektörünün disipline edilmesi amacıyla BDDK (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu) faaliyete geçmiş ve bankalar kanununda değişiklik yapılmıştır.

Bunun yanında Türkiye’de 25.04.2001 tarih ve 4651 sayılı kanunla TCMB araç bağımsızlığını elde etmiştir (Yiğitbaş, 2009). Bu kanunla gelen değişikliklerle birlikte TCMB, kamu finansman sağlayıcısı görevinden sıyrılıp, temel görevi enflasyonu düşürmek ve fiyat istikrarını sağlamak olan yeni bir yapıya kavuşmuştur. Araç bağımsızlığına kavuşan TCMB, 2002 yılı itibariyle parasal hedeflemenin yanında program kapsamında uygun koşullar sağlanana kadar örtük enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanacağını ve gelecekteki enflasyon değerlerine göre kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidilebileceğini belirtmiştir (TCMB Yıllık Rapor, 2002).

2.1.2. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Gelişmeleri

Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi

Enflasyon hedeflemesi rejimi öncesi dönem, Türkiye ekonomisi için döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin ve kamu borç seviyesinin oldukça yüksek olduğu aynı zamanda bankacılık sisteminin oldukça kırılgan ve enflasyonun ise yüzde 60 seviyelerinde olduğu bir dönem olmuştur (Akyürek, Kutan ve Yılmazkuday, 2011). 2002 yılıyla başlayan yeni dönemde TCMB, parasal hedeflemenin yanında örtük enflasyon hedeflemesinin yer aldığı bir yol haritası belirlemiştir.

2002 yılıyla başlayan yeni dönemde Türkiye’de parasal hedefleme ve örtük enflasyon hedeflemesi birlikte uygulanmaya başlamıştır. Programın temel çapası para tabanı artışı olmasına rağmen parasal büyüklüklerin enflasyon üzerindeki etkisinin azalması nedeniyle parasal hedeflemenin yanında örtük enflasyon hedeflemesine yer verilmiştir. TCMB, örtük enflasyon hedeflemesi dönemini açık enflasyon hedeflemesi rejimine bir geçiş aşaması olarak nitelendirmiştir. Bu açıdan TCMB, açık enflasyon hedeflemesine doğrudan bir geçiş yerine aşamalı bir geçişi tercih etmiştir.

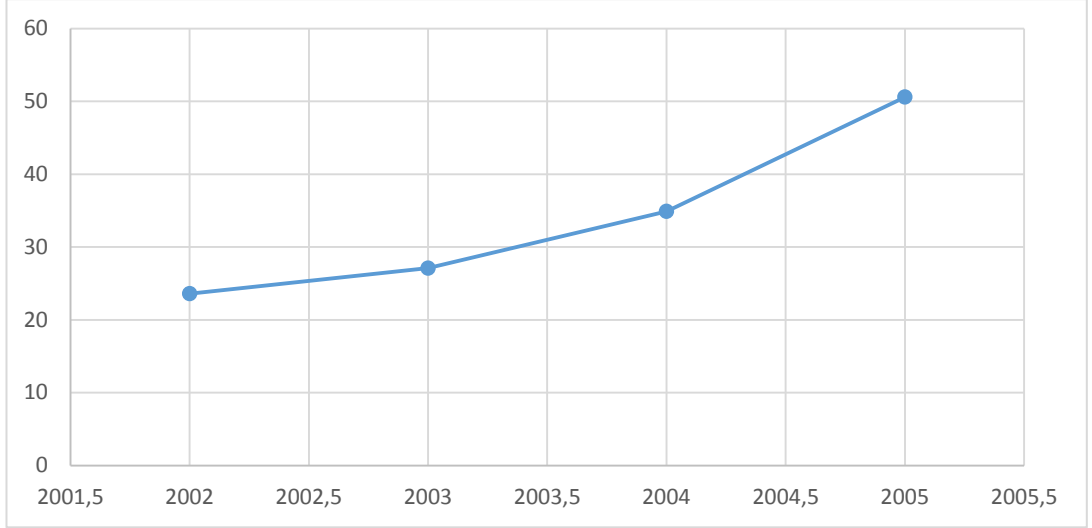
Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde TCMB'nin temel para politikası aracı kısa vadeli faiz oranları olmuştur. Enflasyonun seyrine göre kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidilmiştir. Ayrıca bu dönemde gelecek dönem enflasyonu için nokta hedefler koymak yerine üst sınırlar belirlenerek enflasyonun kademeli olarak düşürülmesi planlanmıştır. Tablo 2.3'te Türkiye'de örtük enflasyon hedeflemesi döneminde belirlenen enflasyon hedefleri gösterilmektedir.

Tablo 2.3: Türkiye'de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve GSYİH Büyüme Oranları

Yıl	Enflasyon Hedefi (%)	Enflasyon Oranı (TÜFE Yüzde Değişim)	GSYİH Büyüme Oranı (%)
2002	35	29,7	6,43
2003	20	18,4	5,61
2004	12	9,3	9,64
2005	8	7,7	9,01

Kaynak: TCMB ve WorldBank verilerinden derlenmiştir.

Türkiye'de örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonla mücadelenin yanı sıra mali disiplinin sağlanmasına ve kamu borçlarının azaltılmasına yönelik tedbirler alınmıştır. Bu kapsamda bazı kamu kuruluşları özelleştirilmiştir. Bunun yanında söz konusu dönemde Türkiye'nin kredi notunun yükseltilmesi ve AB (Avrupa Birliği) üyelik müzakerelerinin sağlıklı ilerlemesi, mali piyasalar açısından güven ortamı oluşturmuştur (TCMB Enflasyon Raporu, 2006-I). Ayrıca enflasyon hedefine odaklı maliye politikalarının izlenmesi, ekonomik güven ortamının oluşmasına katkıda bulunmuştur. Ekonomik güven ortamının oluşması enflasyon beklentilerinde iyileşmeye yol açarken aynı zamanda risk priminin de düşmesini sağlamıştır. Nitekim risk priminin de düşmesiyle Türkiye ekonomisi bu dönemde küresel piyasalardaki olumlu havadan sermaye girişleri yoluyla faydalanmıştır. Şekil 2.1'de Türkiye'de örtük enflasyon hedeflemesi döneminde ithal ham petrol fiyatlarının seyri gösterilmektedir.



Şekil 2.1: Türkiye’de Örtük Enflasyon Hedeflemesi Döneminde İthal Ham Petrol Fiyatları (USD/Varil)

Kaynak: OECD verilerinden derlenmiştir.

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminin genelinde ithal ham madde, petrol fiyatları ve tarımsal ürün fiyatlarında artışlar yaşansa da enflasyon beklentilerinde görülen iyileşme, zayıf seyreden iç talep, azalan döviz kuru oynaklıkları ve enflasyon odaklı para ve maliye politikalarının etkisiyle enflasyon, bütün yıllarda belirlenen üst sınırların altında gerçekleşmiştir. Nitekim Tablo 2.3’te de görüldüğü gibi örtük enflasyon hedeflemesi döneminde bütün yıllarda enflasyon hedeflerine ulaşılmış ve enflasyon uzun bir aradan sonra tek haneli rakamlara düşürülmüştür. Ayrıca bu dönemde enflasyon bekleyişleri hedeflere yakınsamıştır (TCMB Para ve Kur Politikası, 2006). Diğer yandan enflasyon hedeflemesi rejimi altında izlenecek olan sıkı para ve maliye politikalarının büyümeyi oldukça olumsuz etkileyeceği düşüncesinin aksine Türkiye’de örtük enflasyon hedeflemesi döneminde GSYİH büyüme oranı yıllık ortalama yüzde 7,9 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Tablo 2.4’te Türkiye’de örtük enflasyon hedeflemesi döneminde USD kuru ve değişim oranları gösterilmektedir. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonla birlikte Türkiye’de USD kurunun da düşüşe geçtiği görülmektedir. Bu dönemde küresel risk iştahındaki artış ile yükselişe geçen sermaye girişleri, USD kurunda yaşanan düşüşte etkili olmuştur.

Tablo 2.4: Türkiye’de 2002-2005 Yılları Arası USD Kuru ve Yüzde Değişim Oranları

Yıl	Ortalama Nominal Döviz kuru (USD/TL)	Önceki Yıla Göre Değişim (%)
2002	1,51	22
2003	1,50	-1
2004	1,43	-4
2005	1,34	-6

Kaynak: IMF verilerinden türetilmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi altında TCMB, döviz kuru ile ilgili herhangi bir taahhüdü bulunmamasına rağmen döviz kuru oynaklığının enflasyon üzerinde baskı oluşturmasını engelleme amacıyla kurların aşırı dalgalandığı dönemlerde düzenlemiş olduğu günlük döviz ihaleleriyle döviz piyasalarına müdahalede bulunmuştur. Döviz kurlarında aşırı oynaklıkların olduğu durumlarda TCMB’nin döviz ihaleleri yoluyla piyasaya yapmış olduğu müdahaleler, ekonomik güven ortamının devam etmesine katkıda bulunmuştur (TCMB Yıllık Rapor, 2005).

Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

Enflasyonun kademeli bir şekilde düşürüldüğü örtük enflasyon hedeflemesi döneminin ardından Türkiye, 2006 yılıyla birlikte açık enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlamıştır (TCMB Enflasyon Raporu, 2006-II). Türkiye’de örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde enflasyonun kademeli bir şekilde tek haneli rakamlara düşürülmesi ve ekonomideki yapısal değişikliklerin sorunsuz bir şekilde gerçekleştirilmesi, enflasyonist beklentileri önemli ölçüde azaltarak açık enflasyon hedeflemesine sorunsuz bir geçişin gerçekleşmesini sağlamıştır.

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminden farklı olarak bu dönemde TCMB, hükümetle birlikte üçer yıllık dönemler halinde kısa ve orta vadeli enflasyon hedeflerini ve belirsizlik aralıklarını belirlemiştir. Bu kapsamda enflasyon hedeflerinin 2 puan üstü ve altı belirsizlik aralığı olarak kabul edilmiş ve enflasyonun bu hedef aralığı içerisinde gerçekleşmesi beklenmiştir. Tablo 2.5’te Türkiye’de açık enflasyon hedeflemesi dönemindeki enflasyon oranları gösterilmektedir.

Tablo 2.5: Türkiye’de Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon Oranları ve Temel Ekonomik Göstergeler

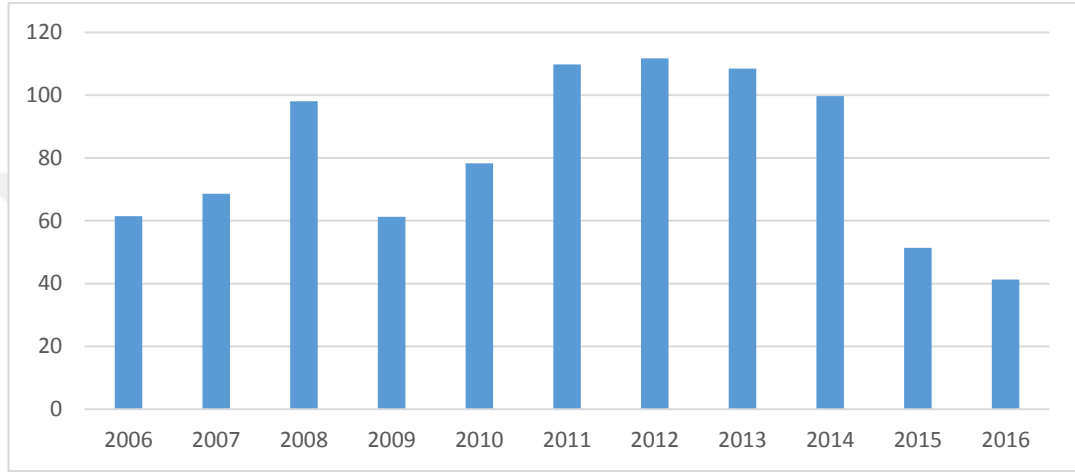
Yıl	Enflasyon hedefi (%)	Gerçekleşen Enflasyon (%)	Ortalama Nominal Döviz Kuru (USD/TL)	GSYİH Büyüme Oranı (%)	Kamu Nihai Tüketim Harcamaları (Milyar TL)
2006	5	9,65	1,43	7,1	102,7
2007	4	8,39	1,30	5	118,9
2008	4	10,06	1,30	0,8	136,3
2009	7,5	6,53	1,55	-4,7	157,6
2010	6,5	6,4	1,50	8,5	173,7
2011	5,5	10,45	1,67	11,1	191
2012	5	6,16	1,80	4,8	223,4
2013	5	7,4	1,90	8,5	255,6
2014	5	8,17	2,19	5,2	288,1
2015	5	8,81	2,72	6,1	324,5
2016	5	8,53	3,02	3,2	387
2017	5	11,92	3,65	7,4	450,5

Kaynak: TCMB ve IMF verilerinden derlenmiştir.

Türkiye’de açık enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde gerçekleşen enflasyon oranlarına bakıldığında söz konusu dönemde sadece 2009, 2010 ve 2012 yıllarında enflasyon hedeflerine ulaşıldığı görülmektedir. Açık enflasyon hedeflemesi dönemindeki diğer yıllarda ise belirlenen enflasyon hedeflerine ulaşamamıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon hedeflerine ulaşılırken açık enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon hedefinden gerçekleşen sapmaların birçok nedeni bulunmaktadır.

Türkiye’de açık enflasyon hedeflemesi dönemini, 2008 küresel finansal kriz öncesi dönem, küresel finansal kriz sonrası 2012 yılına kadar olan dönem ve 2013 sonrası dönem olarak üç döneme ayırarak inceleyebiliriz. 2006-2008 yılları

arasındaki ilk dönem küresel piyasalardaki olumlu havanın kaybolmasıyla risk primlerinin yükseldiği, sermaye çıkışlarının hız kazandığı ve döviz kuru dalgalanmalarının yükselişe geçtiği bir dönem olmuştur. Bu olumsuz gelişmelerin yanı sıra petrol, enerji ve gıda fiyatlarındaki genel artışlar, enflasyon beklentilerinin bozulmasına ve enflasyon hedeflerinin tutturulamamasına neden olmuştur. Şekil 2.2’de Türkiye’de açık enflasyon hedeflemesi döneminde ithal ham petrol fiyatlarının seyri gösterilmektedir.



Şekil 2.2: Türkiye’de Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde İthal Ham Petrol Fiyatları (USD/Varil)

Kaynak: OECD verilerinden derlenmiştir.

2006 ve 2008 yılları arasındaki üç yıllık dönemde tüketici fiyatları enflasyonunun sürekli bir şekilde hedef aralığının üzerinde gerçekleşmesinde para politikasının kontrol alanı dışındaki şoklar önemli bir rol oynamıştır (TCMB Para ve Kur Politikası, 2009). Özellikle 2008’in son çeyreğinde küresel enflasyondaki eğilimler tersine dönmeye rağmen, enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin çoğunluğunda yılsonu enflasyon hedeflerine ulaşamamıştır (TCMB Enflasyon Raporu, 2009-I).

2006-2008 yılları arası bu dönemde TCMB, kur oynaklıklarının enflasyon üzerinde baskı oluşturmasını engelleme amacıyla döviz satım ihalelerine ağırlık vermiştir. Fakat temel enflasyon göstergelerinde iyileşmelerin olduğu dönemlerde TCMB’nin faiz indirimlerine gitmesi, sıkı para politikasının gevşetildiği yönünde algı oluşturmıştır. Bunun sonucunda da enflasyon beklentileri kötüleşmiştir. TCMB Haziran 2008’de Hükümete hitaben yazılan bir açık mektupla orta vade için yeni

hedefler belirlenmesini önermiştir. TCMB'nin bu önerisi hükümet tarafından da benimsenmiş ve buna göre enflasyon hedefleri 2009-2011 dönemi için sırasıyla yüzde 7,5, 6,5 ve 5,5 olarak belirlenmiştir (TCMB Para ve Kur Politikası, 2009).

2009-2012 arası ikinci döneme bakıldığında ise dört yılın üçünde enflasyon hedeflerine ulaşıldığı görülmektedir. Bu dönemde gıda, enerji ve emtia fiyatlarında ciddi artışların yaşanmamış ve iç talep zayıf seyretmiştir. Bu dönemde önde gelen merkez bankalarının aldıkları ek parasal önlemler, bu ekonomilerdeki düşük faiz seviyelerinin ve bol likidite koşullarının uzunca bir süre devam edeceğine işaret etmiştir (TCMB Para ve Kur Politikası, 2011). Bu durumun neden olduğu sermaye girişlerindeki artış enflasyon hedeflerine ulaşılmasına katkı sağlamıştır.

Bu dönemde özellikle 2009 ve 2010 yıllarında temel enflasyon göstergelerinin olumlu seyretmesi üzerine TCMB, ekonomik daralmanın önüne geçme ve ekonomik faaliyeti canlandırma amacıyla faiz indirimlerine gitmiştir. Yapılan bu faiz indirimleriyle Türkiye, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler arasında küresel finansal kriz sonrası döneminde en fazla faiz indirimi yapan ülke olmuştur (TCMB Para ve Kur Politikası, 2010). Tablo 2.6'da 2010 yılı sonrası TCMB'nin politika faiz oranları gösterilmektedir.

Tablo 2.6: 2010 Yılı Sonrası TCMB Politika Faizi

Tarih	TCMB Politika Faizi (%)
20.05.2010	7
17.12.2010	6,5
21.01.2011	6,25
5.08.2011	5,75
19.12.2012	5,5
17.04.2013	5
17.05.2013	4,5
29.01.2014	10
23.05.2014	9,5
25.06.2014	8,75
18.07.2014	8,25
21.01.2015	7,75
25.02.2015	7,5
25.11.2016	8

Kaynak: TCMB verilerinden derlenmiştir.

2010 yılı sonrası dönemde TCMB politika faizinin seyrine bakıldığında kriz sonrası dönemde kademeli bir düşüş göze çarpmaktadır. Bu dönemde TCMB'nin izlemiş olduğu sıkı para politikasında gevşemeye gitmesi, 2011 yılı içerisinde enflasyonda yükselişe neden olmuştur. Temel enflasyon göstergelerinde yaşanan kötüleşme üzerine yılsonunda sıkı para politikası önlemleri alınmıştır. Alınan bu önlemlerin yanı sıra TCMB, sermaye akımlarındaki dalgalanmanın makro finansal riskler ortaya çıkararak finansal istikrarı bozmasını engelleme amacıyla kısa vadeli faiz oranlarının yanında zorunlu karşılıklar gibi alternatif para politikası araçlarını da etkin bir şekilde kullanmıştır (TCMB Enflasyon Raporu, 2011-I). Bununla birlikte piyasadaki likidite ihtiyacını giderme ve likidite durumunu kontrol etme amacına yönelik olarak TCMB'nin gecelik borç verme ve borç alma faizleri arasındaki aralığı ifade eden faiz koridoru, para politikası aracı olarak aktif bir şekilde kullanılmıştır.

Alınan sıkı para politikası önlemlerinin yanı sıra, 2012 yılıyla birlikte ROM, TCMB tarafından yeni bir para politikası aracı olarak kullanılmaya başlamıştır. 2011 yılı sonunda alınan para politikası önlemlerinin etkisini göstermesi, iç talebin zayıf seyretmesi ve emtia fiyatlarındaki düşüşün etkisiyle 2012 yılında enflasyonda hızlı bir düşüş yaşanmıştır. Gerçekleşen yüzde 6,16 enflasyon oranı, Türkiye ekonomisi için son 44 yılın en düşük enflasyon oranı olmuştur (TCMB Enflasyon Raporu, 2013-I).

2013 ve sonrası döneme bakıldığında ise Türkiye'de enflasyonun ve USD kurunun yükselişe geçtiği görülmektedir. Bu dönemde enflasyonun ve USD kurunun birlikte yükselişe geçmesi, Türkiye'de döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin arttığını göstermiştir. 2013 sonrasında gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişleme stratejisinden vazgeçmesiyle düşüşe geçen sermaye girişleri, küresel belirsizlikler nedeniyle risk priminde yaşanan artış, ham madde, enerji ve işlenmemiş gıda fiyatlarındaki yükselişler, enflasyon ve döviz kurlarındaki yükselişlerin temel nedenleri olmuştur. Tablo 2.7'de Türkiye'de açık enflasyon hedeflemesi döneminde cari açık ve sermaye girişleri gösterilmektedir.

Tablo 2.7: Türkiye’de Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Cari Açık ve Yabancı Sermaye Girişleri

Yıl	Cari İşlemler Dengesi (Milyar USD)	Doğrudan Yabancı Yatırım (Milyar USD)
2006	-31,16	20,18
2007	-36,94	22,05
2008	-39,42	19,85
2009	-11,35	8,58
2010	-44,61	9,1
2011	-74,40	16,18
2012	-47,96	13,74
2013	-63,64	13,56
2014	-43,61	13,12
2015	-32,14	18
2016	-33,13	13,34

Kaynak: TCMB ve WorldBank verilerinden derlenmiştir.

Son dönemlerde TCMB tarafından sıkı para politikası uygulansa ve makro ihtiyati önlemler alınsa da özellikle 2008 yılı sonrasında ekonomik büyüme kaygısıyla para politikasında gevşemeye gidilmesinin gecikmeli etkileri bu dönemde ortaya çıkmıştır. Küresel finansal kriz sonrasında örtük enflasyon hedeflemesi dönemindeki enflasyon hedefine odaklı maliye politikaları yerine büyüme odaklı politikaların izlenmesi enflasyon beklentilerini olumsuz etkilemiştir. Bu dönemde enflasyon beklentilerindeki kötüleşmenin yanı sıra ekonomik beklentilerin bozulması ve döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisindeki artış, enflasyonun döviz kurlarına paralel şekilde yükselmesinde etkili olmuştur.

2.2. Brezilya’da Enflasyon Hedeflemesi Performansı

2.2.1. Brezilya’da Enflasyon Hedeflemesine Geçiş

Brezilya ekonomisi 1980’lerden itibaren iç ve dış şokların etkisiyle ve para ve maliye politikalarıyla ilişkili olarak hiperenflasyon problemiyle karşı karşıya kalmıştır (İğdeli ve Sever, 2016). Özellikle 1970’lerin ikinci yarısındaki petrol krizleri ve küresel arz şokları Brezilya ekonomisini olumsuz etkilemiştir. 1980’lerin sonunda kamu borçlarının sürdürülemez hale gelmesi üzerine senyoraj yoluna başvurulmuş ve kamu borçları para basılarak finanse edilmiştir. Bu dönemde

Brezilya’da para otoritesinin karşılıksız para basma yoluna gitmesi enflasyonun tarihi yüksek seviyelere çıkmasına neden olmuştur.

Brezilya’da enflasyondaki yükseliş ve makroekonomik dengelerde yaşanan bozulmanın 1990’lı yılların başlarında da devam etmesi üzerine 1994 yılında döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulanmaya başlamıştır. Real Planı adı verilen bu istikrar programı özelleştirme, gümrük vergilerinin düşürülmesi ve ticareti serbestleştirme gibi reformlar içermektedir (Tuna, 2007). Bu istikrar programı kapsamında Brezilya’da önemli yapısal reformlar gerçekleştirilmiş ve mali disiplini sağlamaya yönelik önlemler alınmıştır. Tablo 2.8’de Brezilya’da 1989-1998 yılları arasında enflasyon ve GSYİH büyüme oranları gösterilmektedir.

Tablo 2.8: Brezilya’da 1989-1998 Yılları Arasında Enflasyon ve GSYİH Büyüme Oranları

Yıllar	Enflasyon (TÜFE Yüzde Değişim)	GSYİH Büyüme Oranı (%)
1989	1430,72	3,28
1990	2947,73	-3,1
1991	432,78	1,51
1992	951,65	-0,47
1993	1927,98	4,66
1994	2075,89	5,33
1995	66	4,42
1996	15,76	2,21
1997	6,92	3,39
1998	3,2	0,34

Kaynak: WorldBank verilerinden derlenmiştir.

1994 yılında uygulanmaya başlanan Real Planı ile başarılı sonuçlar alan Brezilya, kronik enflasyon sorunundan kurtularak enflasyon oranını yüzde ikinin altına çekmeyi

başarabilmiştir (İğdeli ve Sever, 2016). Bu dönemde Brezilya’da enflasyonda yaşanan hızlı düşüşe rağmen yabancı sermayeyi çekme amacıyla yurt içi faizlerin yüksek tutulması yerel paranın değerlenmesine yol açmıştır. Yerel paranın değerlenmesine izin verilmesi ihracatı olumsuz etkilemiştir. Bunun sonucunda da Brezilya’da cari açıkta artış yaşanmıştır (Tablo 2.9). Cari açıkta yaşanan bu artış Brezilya’nın yabancı sermayeye bağımlılığını artırırken aynı zamanda Brezilya ekonomisini dış şoklara karşı daha kırılgan hale getirmiştir.

Tablo 2.9: Brezilya'da 1990-2000 Yılları Arasında Cari Açık ve Sermaye Girişleri

Tarih	Cari İşlemler Dengesi (Milyar USD)	Doğrudan Yabancı Yatırım (Milyar USD)
1990	-3,82	0,98
1991	-1,45	1,1
1992	6,09	2,06
1993	0,2	1,29
1994	-1,15	3,07
1995	-18,13	4,86
1996	-23,25	11,2
1997	-30,5	19,6
1998	-33,83	31,91
1999	-25,4	28,58
2000	-24,22	33

Kaynak: WorldBank verilerinden derlenmiştir.

Nitekim üst üste gelen 1997 Asya ve 1998 Rusya krizlerinin etkisiyle Brezilya’da ekonomik beklentiler kötüleşmiş ve ekonomik güven ortamı ortadan kalkmıştır. Özellikle ekonomik beklentilerin kötüleşmesi Brezilya’da döviz kurlarında önemli bir yükselişe neden olmuş ve artan döviz kuru oynaklığıyla

ödemeler dengesi sorunları ortaya çıkmıştır. Bu olumsuz gelişmelerin neticesinde Brezilya'da mali reformlar uygulanamaz hale gelmiştir. Brezilya hükümeti önlem olarak IMF ile destek paketi anlaşması yapıp faizleri yükseltme yoluyla para politikasını sıkılaştırma kararı alsa da alınan bu önlem mevcut sorunu çözememiştir (Tuna, 2007). Krizin daha da şiddetlenmesiyle 1999 yılında Real Planı tamamen terkedilmiştir.

2.2.2. Brezilya'da Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Gelişmeleri

Real Planının terkedilmesiyle Brezilya'da, 1999 yılı Ocak ayında sabit kur rejimi yerine dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Bu geçişle birlikte Brezilya'da 1994-1999 yılları arasında uygulanan döviz kuru hedeflemesinden de vazgeçilmiş ve enflasyonun düşük ve istikrarlı bir seyir izlemesini sağlama amacıyla en kısa zamanda enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi kararlaştırılmıştır. Brezilya'da Real Planı döneminde mali ve finansal piyasaları düzenlemeye yönelik atılan adımlar, enflasyon hedeflemesi rejimine sağlıklı bir geçişin yapılabilmesini kolaylaştırmıştır. Geçiş için gerekli ön koşullar sağlandığı anlaşıldıktan sonra 21 Haziran 1999 tarihli kararname ile Temmuz ayı itibarıyla Brezilya'da enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaya başlamıştır (Yükseler, 2005).

Enflasyon hedeflemesi rejimi altında enflasyon hedefi ve band genişliğinin Maliye Bakanlığı'nın teklifi ile COPOM (Brezilya Para Politikası Komitesi) tarafından belirlenmesi kararlaştırılmıştır. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesi rejimi altında hesap verilebilirlik ilkesi gereğince gerçekleşen enflasyonun belirlenen band aralığı dışında olması durumunda BCB (Brezilya Merkez Bankası) başkanının, maliye bakanına hedeften sapma gerekçelerini ve hedefe tekrar dönmeye yönelik alınacak önlemleri açık bir mektupla bildirmesi gerektiği belirtilmiştir (Yükseler, 2005). Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan diğer gelişmekte olan ülkelerdeki gibi Brezilya'da da para otoritesine bu şekilde enflasyon hedeflerine ulaşamadığı durumda hesap verme yükümlülüğünün getirilmesi, kamuoyunun para politikalarına duyduğu güveni ve fiyat istikrarı hedefine olan inancını artırmıştır. Tablo 2.10'da Brezilya'da enflasyon hedeflemesi dönemindeki enflasyon hedefleri ve gerçekleşen enflasyon oranları gösterilmektedir.

Tablo 2.10: Brezilya’da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon Oranları ve Temel Ekonomik Göstergeler

Yıllar	Enflasyon Hedefi (%)	Enflasyon Belirsizlik Aralığı (%)	Enflasyon Oranı (%)	GSYİH Büyüme Oranı (%)	USD Kuru
1999	8	6-10	8,94	0,47	1,79
2000	6	4-8	5,97	4,11	1,95
2001	4	2-6	7,67	1,4	2,32
2002	3,5	1,5-5,5	12,53	3,05	3,53
2003	3,25 4 (Revize)	1,25-5,25 1,5-6,5 (Revize)	9,3	1,14	2,89
2004	3,75 5,5 (Revize)	1,25-6,25 3-8 (Revize)	7,6	5,76	2,65
2005	4,5	2-7	5,69	3,2	2,34
2006	4,5	2,5-6,5	3,14	3,96	2,14
2007	4,5	2,5-6,5	4,46	6,1	1,77
2008	4,5	2,5-6,5	5,9	5,1	2,34
2009	4,5	2,5-6,5	4,31	-0,13	1,74
2010	4,5	2,5-6,5	5,91	7,53	1,69
2011	4,5	2,5-6,5	6,5	3,97	1,86
2012	4,5	2,5-6,5	5,84	1,92	2,05
2013	4,5	2,5-6,5	5,91	3	2,35
2014	4,5	2,5-6,5	6,41	0,5	2,66
2015	4,5	2,5-6,5	10,67	-3,77	3,9
2016	4,5 6,6 (Revize)	2,5-6,5 4,6-8,6 (Revize)	6,29	-3,59	3,26

Kaynak: IMF, WorldBank ve Banco Central Do Brasil verilerinden derlenmiştir.

Brezilya’da enflasyon hedeflemesi rejimi altında belirlenen enflasyon hedeflerine bakıldığında hedeflerin nokta hedef etrafında ± 2 belirsizlik aralığı şeklinde belirlendiği görülmektedir. Brezilya’da enflasyon hedeflemesi öncesi dönemde uygulanan Real Planı ile enflasyonun tek hanelere düşürülmüş olması, enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon hedeflerinin düşük ve azalan bir şekilde belirlenmesinde etkili olmuştur. Bununla birlikte bazı dönemlerde enflasyon

beklentilerindeki değişimlere bağlı olarak enflasyon hedeflerinde revizeler yapılmıştır.

Brezilya’da enflasyon hedeflemesi rejimi dönemini dört farklı döneme ayırarak inceleyebiliriz. 1999-2001 yılları arasını kapsayan ilk dönem Brezilya’da döviz kurlarının yükseldiği, ekonomik faaliyetin düşük seyrettiği ve tarımsal ürün fiyatlarında ciddi artışların yaşanmadığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde iç talep kaynaklı fiyat baskısının zayıf kalması ve tarımsal ürün fiyatlarında ciddi artışların yaşanmaması, döviz kurlarındaki yükselişe rağmen enflasyonun ve enflasyon beklentilerinin ılımlı seyretmesinde etkili olmuştur.

Bu dönemde Brezilya’da enflasyonun beklentilerle uyumlu seyretmesi ve ciddi fiyat oynaklıklarının yaşanmaması COPOM’a faiz indirimi için fırsat yaratmıştır (Banco Central Do Brasil Inflation Report, 2000). Bunun üzerine zayıf seyreden ekonomik büyümeyi ivmelendirme amacıyla COPOM, zorunlu karşılık ve kısa vadeli faiz oranlarında indirimle gitmiştir. Sıkı para politikasında görülen bu gevşeme Brezilya’da enflasyon beklentilerinde ciddi bir kötüleşmeye yol açmamıştır.

Brezilya’da 2002-2008 yılları arası ikinci dönemin ilk yılı olan 2002’de sermaye girişlerindeki ani düşüş, döviz kurlarındaki artış ve enflasyon beklentilerinin kötüleşmesiyle enflasyonda hızlı bir yükseliş yaşanmıştır. Enflasyon beklentilerindeki bozulma üzerine COPOM’un enflasyon hedeflerini revize ederek para politikası önlemleri almasıyla enflasyon tekrardan düşüşe geçmiştir. Fakat özellikle 2003 yılı enflasyon hedefi iki kez revize edilse de enflasyon hedefi tutturulamamıştır (Yükseler, 2005).

2003 yılı sonrasında risk priminin düşmesiyle sermaye girişlerinde yaşanan artış, döviz kurlarındaki düşüş, tarımsal ürün fiyatlarının ılımlı seyri ve uygulanan sıkı para politikasının etkisiyle Brezilya’da enflasyon hedeflerinin tümüne ulaşılmıştır. Ayrıca para politikalarına duyulan güvenin arttığı bu dönemde GSYİH büyüme oranları ve cari işlemler dengesinde yaşanan iyileşme, ekonomik güven ortamının oluşmasına önemli bir katkı sağlamıştır.

Brezilya’da küresel finansal krizin etkilerinin hissedildiği 2009-2011 yılları

arasını üçüncü dönemde 2009 yılı haricinde enflasyonun yükseldiği görülmektedir. Sermaye girişlerindeki azalışa rağmen iç talepte yaşanan gerileme ve emtia fiyatlarındaki düşüş, 2009 yılında enflasyondaki düşüşte etkili olmuştur. Krizin etkilerinin azalmasıyla sermaye girişlerinde artışın yaşandığı 2010 ve 2011 yıllarında ise iç talepteki iyileşme, emtia fiyatları ve döviz kurlarındaki artış, enflasyondaki yükselişin temel nedenleri olmuştur. Buna rağmen bu üç yıllık dönemde enflasyon hedeflerine ulaşıldığı görülmektedir. Enflasyon hedeflerine ulaşılmasının yanı sıra bu dönemde ekonomik toparlanma hız kazanırken cari açıkta hızlı bir yükseliş yaşanmıştır (Tablo 2.11).

Tablo 2.11: Brezilya'da Cari İşlemler Dengesi ve Sermaye Girişleri

Yıllar	Doğrudan Yabancı Yatırım (Milyar USD)	Cari İşlemler Dengesi (Milyar USD)
1999	28,58	-25,9
2000	32,99	-24,8
2001	23,23	-23,7
2002	16,59	-8,1
2003	10,12	3,8
2004	18,18	11,3
2005	15,46	13,5
2006	19,38	13
2007	44,58	0,4
2008	50,72	-30,6
2009	31,48	-26,2
2010	88,45	-79
2011	101,16	-76,3
2012	86,61	-83,8
2013	69,69	-79,8
2014	97,18	-101,4
2015	74,72	-54,4
2016	77,80	-24

Kaynak: WorldBank verilerinden derlenmiştir.

Brezilya’da 2012-2016 yılları arasını kapsayan son döneme bakıldığında ise enflasyonun ve döviz kurlarının yukarı yönlü bir hareket sergilediği görülmektedir. Döviz kurlarındaki artışın yanı sıra iç talepteki canlanma, küresel belirsizliklerin etkisiyle azalan sermaye girişleri ve petrol fiyatlarındaki dalgalanmalar, bu dönemde enflasyonun yükselişe geçmesinde etkili olmuştur. Bununla birlikte 2013 yılı sonrasında cari açığın hızlı bir şekilde yükselmesi, ekonomik beklentileri olumsuz etkilemiştir. Özellikle 2015 yılında enflasyonun uzun bir aradan sonra çift hanelere çıkmasıyla sıkı para politikası önlemleri alınmış ve 2016 yılı enflasyon hedefleri revize edilmiştir. Bu önlemlerin etkisiyle enflasyonda ve döviz kurlarında düşüş yaşanmıştır ve yılsonunda enflasyon hedefine ulaşılmıştır.

Brezilya’da enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başladığı tarih ile 2013 yılları arasındaki döneme bakıldığında geçici fiyat şoklarına karşı enflasyonun direncinin arttığı görülmektedir (Roache, 2014). Son döneme genel olarak bakıldığında ise iç talepteki artış, küresel belirsizlikler ve petrol fiyatlarındaki dalgalanmaların etkisiyle enflasyon beklentilerinin kötüleştiği görülmektedir. 2015 yılı sonunda alınan para politikası önlemleriyle ve enflasyon hedeflerinin yükseltilmesiyle Brezilya’da 2016 yılında enflasyon hedefine ulaşılsa da uzun dönem enflasyon hedefi olan yüzde 4,5’ten uzaklaşmıştır. Döviz kurlarındaki oynaklıkların artması, cari dengelerin kötüleşmesi, sermaye girişlerindeki düşüş ve ekonomik beklentilerdeki bozulma uzun dönem enflasyon hedefinden yaşanan sapmada önemli rol oynamıştır.

2.3. Meksika’da Enflasyon Hedeflemesi Performansı

2.3.1. Meksika’da Enflasyon Hedeflemesine Geçiş

1980’li yıllardan itibaren yapısal değişim ve istikrarlı büyümeyi hedefleyen Meksika, finansal serbestleşmeyi tamamladıktan sonra büyük sermaye girişleriyle karşılaşmıştır. Bu dönemde Meksika, artan sermaye girişlerinden faydalansa da artan yabancı sermaye bağımlılığı neticesinde ilerleyen dönemlerde iç ve dış şoklara daha fazla maruz kalmaya başlamıştır. Nitekim 1985 yılındaki deprem, 1986 yılındaki petrol şoku ve 1987 yılındaki borsa krizinin ardından Meksika’da enflasyon, hızlı bir

şekilde yükselmiştir. Tablo 2.12’de Meksika’da 1980-1998 yılları arası enflasyon oranları gösterilmektedir.

Tablo 2.12: Meksika’da 1980-1998 Yılları Arası Enflasyon Oranları

Yıl	Enflasyon (TÜFE Yüzde Değişim)
1980	29,85
1981	28,68
1982	98,84
1983	80,78
1984	59,16
1985	63,75
1986	105,75
1987	159,17
1988	51,66
1989	19,7
1990	29,93
1991	18,79
1992	11,94
1993	8,01
1994	7,05
1995	51,97
1996	27,7
1997	15,72
1998	18,61

Kaynak: Banco De Mexico verilerinden derlenmiştir.

Meksika’da 1987 yılında yaşanan borsa krizinin ardından alınan önlemlerle enflasyon tekrardan çift haneli rakamlara gerilemiş fakat yüksek seyrini korumaya devam etmiştir. Bununla birlikte 1990’ların başından itibaren artan kırılganlıklar ve bu kırılganlıkların etkisiyle ortaya çıkan negatif şoklar, Meksika ekonomisi için kriz sinyalleri olmuştur. Özellikle 1994 yılı sonunda sabit kur rejimi altında gerçekleştirilen devalüasyon, enflasyonda hızlı bir yükselişe neden olurken aynı zamanda mali baskınlığı da artırmıştır (Chiquiar, Noriega ve Francia, 2007).

Meksika’da 1994 yılında ekonomideki iç ve dış şoklar ve döviz kurlarının baskı altında olmasının etkisiyle ödemeler dengesi ve finansal kriz yaşanmıştır (Tuna,

2007). Meksika’da 1994 yılında yaşanan kriz neticesinde döviz kurlarında yükseliş yaşanmıştır. Bunun yanında ekonomik faaliyette daralma meydana gelmiştir. Bununla birlikte kriz döneminde cari açıkta artış yaşanmıştır.(Tablo 2.13) 1994 ve 1995 yıllarında etkisini gösteren ödemeler dengesi krizi ve finansal krizlerin ardından Meksika’da para politikası, enflasyonu düşürme ve mali baskınlığı azaltma hedefleri üzerine yoğunlaşmaya başlamıştır. Ayrıca bu dönemde Meksika’da serbest kur rejimine geçilerek döviz kuru için hedef belirleme uygulamasından vazgeçilmiş ve parasal çapa uygulanmaya başlamıştır.

Tablo 2.13: Meksika'da 1990-2000 Yılları Arası Cari Açık ve Sermaye Girişleri

Tarih	Cari İşlemler Dengesi (Milyar USD)	Doğrudan Yabancı Yatırım (Milyar USD)
1990	-7,45	2,55
1991	-14,89	4,74
1992	-24,44	4,39
1993	-23,4	4,39
1994	-29,66	10,97
1995	-1,58	9,53
1996	-2,51	9,19
1997	-7,66	12,83
1998	-15,99	12,76
1999	-14	13,88
2000	-18,75	18,38

Kaynak: WorldBank verilerinden derlenmiştir.

Meksika’da 1994 yılı sonrasındaki parasal çapa uygulaması kapsamında enflasyonu düşürmeye yönelik olarak parasal taban büyümesi için bir tavan belirlenmiştir. Fakat uygulandığı süre içerisinde parasal çapa uygulaması da Meksika’da enflasyonu düşürme noktasında beklenen etkiyi yapamamış ve döviz kuru oynaklığını düşürememiştir.

2.3.2. Meksika’da Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Gelişmeleri

1996 yılında Meksika’da yıllık enflasyon, net uluslararası rezervler ve net iç kredilerle ilgili hedeflerin belirlendiği para programı uygulanmaya başlamıştır (Tuna, 2007). Bu yeni program kapsamında BDM (Meksika Merkez Bankası), 1996 yılı itibariyle orta ve uzun vadeli enflasyon hedeflerini açıklamaya başlamıştır. Bu dönemde Meksika’da bilinen enflasyon hedeflemesi rejiminden farklı olarak, enflasyonla birlikte net uluslararası rezervler ve net iç varlıklarla ilgili sayısal hedefler de belirlenmiştir. Bu uygulama enflasyon hedefi belirleme açısından enflasyon hedeflemesi rejimine benziyor olsa da enflasyon dışında başka taahhütlerin de bulunması bakımından enflasyon hedeflemesi rejiminden ayrılmaktadır.

Meksika’da enflasyon hedeflerinin belirlendiği fakat enflasyon hedeflemesi rejiminin tam olarak uygulanmadığı 1996-1998 yılları arası dönemde enflasyon hedeflerine genellikle ulaşılammıştır. Bu dönemde özellikle dış şokların ve krizlerin etkisiyle azalan sermaye girişleri ve yükselen döviz kurları, enflasyon beklentilerinin kötüleşmesine ve enflasyonun belirlenen hedeflerin üzerinde gerçekleşmesine neden olmuştur. Enflasyon hedeflerine ulaşılmasa da Meksika’da enflasyon hedeflemesi öncesi bu dönemde enflasyonda kademeli bir düşüş gerçekleşmiştir.

1999 yılında Meksika’da enflasyon hedeflemesi rejimi resmi olarak uygulanmaya başlamıştır. Meksika’da enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde enflasyon hedefleri, 2003 yılına kadar nokta hedef şeklinde belirlenirken 2003 yılından sonra ise uzun dönem enflasyon hedefi olan yüzde 3’ün etrafında ± 1 belirsizlik aralığı şeklinde belirlenmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi altında Türkiye ve Brezilya’da enflasyon için belirsizlik aralığı ± 2 şeklinde belirlenirken Meksika’da ± 1 şeklinde belirlenmiştir. Enflasyon belirsizlik aralıklarının Meksika’da, Türkiye ve Brezilya’ya kıyasla daha dar belirlenmesi yılsonu enflasyon hedeflerine ulaşmayı zorlaştırsa da para politikasına duyulan güveni artırıcı etki yapmıştır. Tablo 2.14’te Meksika’da enflasyon hedeflemesi dönemindeki enflasyon oranları ve bazı temel ekonomik göstergeler gösterilmektedir.

Tablo 2.14: Meksika’da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon Oranları ve Temel Ekonomik Göstergeler

Yıllar	Enflasyon Oranı (TÜFE yüzde değişim)	Enflasyon Hedefi (%)	GSYİH Büyüme Oranı (%)	USD Kuru	Hükümet Harcamaları (Trilyon Meksika Pesosu)
2001	6,36	6,5	-0,6	9,14	8,2
2002	5,03	4,5	0,13	10,31	8,75
2003	4,55	3 ± 1	1,42	11,24	9,98
2004	4,69	3 ± 1	4,3	11,26	10,74
2005	3,99	3 ± 1	3,03	10,78	11,68
2006	3,63	3 ± 1	4,94	10,88	13,53
2007	3,97	3 ± 1	3,2	10,87	14,31
2008	5,12	3 ± 1	1,4	13,54	16,75
2009	5,3	3 ± 1	-4,7	13,06	18,75
2010	4,16	3 ± 1	5,11	12,36	19,90
2011	3,4	3 ± 1	4,04	13,99	21,66
2012	4,11	3 ± 1	4,02	13,01	24,24
2013	3,81	3 ± 1	1,36	13,08	24,95
2014	4,02	3 ± 1	2,27	14,72	28,28
2015	2,72	3 ± 1	2,65	17,21	30,77
2016	2,82	3 ± 1	2,29	20,73	32,2

Kaynak: IMF, WorldBank ve Banco De Mexico verilerinden derlenmiştir.

Meksika’da enflasyon hedeflemesi rejimini dört farklı döneme ayırarak inceleyebiliriz. Meksika’da enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk altı yılını oluşturan 1999-2004 yılları arası dönemde enflasyonda kademeli bir düşüş yaşanmıştır. Söz konusu dönemin ilk üç yılında enflasyon beklentilerinin olumlu seyretmesi, finansal piyasalardaki olumlu havanın etkisiyle artan sermaye girişleri, iç talebin zayıf seyri ve izlenen sıkı para politikası, belirlenen enflasyon hedeflerine ulaşılmasında etkili olmuştur. Sonraki yıllarda ise arz şokları, ani sermaye çıkışları ve döviz kurlarındaki artışlar enflasyon üzerinde baskı oluştursa da sıkı para politikasının devam ettirilmesi ve hükümetin enflasyon hedefine odaklı ücret ve fiyat politikaları, enflasyondaki yükselişi sınırlandırmıştır.

Meksika’da enflasyon hedeflemesi rejimi altında 2005-2008 yıllarını kapsayan ikinci döneme bakıldığında ise ilk dönemin aksine belirlenen enflasyon hedeflerine çoğunlukla ulaşıldığı görülmektedir (Tablo 2.14). Söz konusu dönemde 2008 yılı haricinde ciddi döviz kuru oynaklıkların yaşanmaması, arz şoklarının yurt içi fiyatlar üzerindeki baskısının azalması ve sıkı para politikasının devam ettirilmesi, enflasyonda ciddi yükselişler yaşanmamasında etkili olmuştur. Bu dönemin son yılı olan 2008 yılında döviz kurlarında ve enflasyonda yükseliş yaşansa da faiz artırımları yoluyla BDM’nin parasal sıkılaştırmaya gitmesi, sonraki dönemlerde enflasyon beklentilerinin kötüleşmesini engellemiştir. Tablo 2.15’te 2008 yılı sonrasındaki BDM’nin politika faizleri gösterilmektedir.

Tablo 2.15: 2008 Yılı Sonrası BDM Politika Faizi

Tarih	BDM Politika Faizi
21.01.2008	7,5
20.06.2008	7,75
18.07.2008	8
15.08.2008	8,25
16.01.2009	7,75
20.02.2009	7,5
20.03.2009	6,75
17.04.2009	6
15.05.2009	5,25
19.06.2009	4,75
17.07.2009	4,5
3.08.2013	4
9.06.2013	3,75
25.10.2013	3,5
6.06.2014	3
17.12.2015	3,25
17.02.2016	3,75
30.06.2016	4,25
29.09.2016	4,75
17.11.2016	5,25
15.12.2016	5,75

Kaynak: Banco De Mexico verilerinden derlenmiştir.

2008 yılı içerisinde temel enflasyon göstergelerindeki bozulmanın enflasyon beklentilerini kötüleştirmesine engel olmak amacıyla BDM, Haziran, Temmuz ve Ağustos aylarında bankalararası borç verme faiz oranında toplamda 75 baz puan artışa gitmiştir (Banco De Mexico Annual Report, 2008). 2008 yılının Ağustos ayına kadar olan dönemde kademeli bir şekilde faiz artırımları gerçekleştiren BDM, yılın son çeyreğinde ortaya çıkan küresel finansal krizin sonrasında ise faiz indirimleri gerçekleştirmiştir.

Meksika’da küresel finansal krizi izleyen dönemlerde sermaye hareketlerindeki olumlu seyrin etkisiyle BDM tarafından kademeli olarak faiz indirimleri yapılmıştır. Enflasyondaki iyileşmenin devam etmesiyle ekonomik durgunluğun önüne geçme ve yatırımları canlandırma amacıyla BDM, faiz indirimlerine 2014 yılı ortalarına kadar devam etmiştir. 2014 yılı sonrasında ise sermaye piyasalarındaki olumlu havanın kaybolmasıyla sermaye girişlerinin düşmesi ve küresel ekonomik belirsizliklerin artması üzerine, bu olumsuz gelişmelerin enflasyonda yükselişe neden olmasını engelleme amacıyla BDM, faiz artırımlarına yeniden başlamıştır.

2009-2011 yılları arası üçüncü dönem ise Meksika’da küresel finansal krizin etkisiyle iç talebin genel olarak zayıf seyrettiği, döviz kurlarında ciddi oynaklıkların yaşanmadığı ve arz şoklarının fiyatlar üzerindeki etkisinin zayıfladığı bir dönem olmuştur. Bu olumlu gelişmelerin neticesinde söz konusu dönemde enflasyon hedeflerine genel olarak ulaşılmasa da enflasyonda kademeli bir düşüş yaşanmıştır. Bununla birlikte Meksika’da küresel finansal kriz sonrası dönemde küresel piyasalardaki sermaye bolluğunun etkisiyle doğrudan yabancı yatırımlar yoluyla sermaye girişlerinde toparlanma yaşanmıştır. Tablo 2.16’da Meksika’da enflasyon hedeflemesi döneminde sermaye girişleri ve cari işlemler dengesi gösterilmektedir.

Tablo 2.16: Meksika'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Sermaye Girişleri ve Cari Açık

Tarih	Doğrudan Yabancı Yatırım (Milyar USD)	Cari İşlemler Dengesi (Milyar USD)
2001	30,06	-17,75
2002	24,05	-14,88
2003	18,22	-8,34
2004	24,92	-7,02
2005	26,02	-9,05
2006	20,7	-3,22
2007	33,07	-9,72
2008	32,19	-16,85
2009	19,46	-8,62
2010	21	-5,63
2011	24,34	-13,23
2012	17,71	-15,76
2013	47,58	-31,07
2014	30,96	-23,12
2015	36,78	-28,85
2016	35,42	-22,97

Kaynak: WorldBank verilerinden derlenmiştir.

Meksika’da 2012-2016 yılları arasını kapsayan son döneme bakıldığında döviz kurlarındaki hızlı yükselişlere, arz şoklarına ve tarımsal ürün ve enerji fiyatlarındaki dalgalanmalara rağmen enflasyonun genel olarak belirlenen hedef aralıkları içerisinde gerçekleştiği ve uzun dönem enflasyon hedefi yüzde 3’e yakınsadığı görülmektedir. Söz konusu dönemde döviz kurlarındaki artışa rağmen cari açığa büyük bir artışın yaşanmaması, sermaye girişlerindeki olumlu seyrin devam etmesi ve sıkı para politikasının devam ettirilmesi döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin azalmasında ve enflasyonun istikrar kazanmasında oldukça etkili olmuştur.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

3. GELİŞEN EKONOMİLERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ DÖNEMİNDE DÖVİZ KURU OYNAKLIĞI

Esnek fiyatlı parasal modellerin varsayımlarından biri satın alma gücü paritesinin her zaman geçerli olduğudur (Alptekin, Yılmaz ve Taş, 2016). Bu varsayım altında tek fiyat kanunu benimsenerek parasal taban kaynaklı döviz kuru artışlarının yurt içi fiyatlara birebir yansıdığı kabul edilmektedir. Fakat günümüz ekonomik şartlarında durum pek de böyle olmamaktadır. Günümüzde ekonomiler dışa açık olduğu için döviz kurları dışında yurt içi fiyatlar üzerinde belirleyici etkiye sahip başka ekonomik değişkenler de bulunmaktadır. Bu nedenle de döviz kurunu yurt içi fiyatların tek belirleyicisi olarak kabul etmek ve döviz kurlarının fiyatlar üzerinde tam bir geçişkenliğinden bahsetmek gerçekçi olmayacaktır. Tam bir geçişkenlik söz konusu olmasa da döviz kurları, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun temel belirleyicilerinden biri olmuştur.

Gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun temel belirleyicilerinden olan döviz kurları yurt içi fiyatları farklı yollarla etkileyebilmektedir. Bu yollardan ilki ithal edilen tüketim malları fiyatları kanalıdır. Döviz kurlarındaki yükseliş, ithal edilen tüketim mallarını daha pahalı hale getirerek söz konusu malların TÜFE içerisindeki payları oranında enflasyonu artırmaya neden olmaktadır. İkinci bir yol olarak döviz kurlarındaki yükseliş ithal edilen girdi fiyatlarında artışa neden olarak maliyet kaynaklı enflasyona yol açmaktadır. Son olarak ise döviz kurlarındaki yükseliş nedeniyle ithal edilen yabancı tüketim mallarının pahalı hale gelmesi, söz konusu malları ikame edebilecek yurt içi mallara olan talebi artırmaktadır. Talep artışıyla birlikte ithalata rakip malların yurt içi fiyatı yükselmekte ve enflasyonda artışa yol açmaktadır.

Döviz kurlarındaki oynaklıklar yurt içi fiyatları farklı yollarla etkileyebildiği için gelişmekte olan ülkeler, enflasyon hedeflemesi rejimi altında döviz kurlarındaki dalgalanmaları önlemeyi amaçlamışlardır. Bu amaçla gelişmekte olan ülkelerde döviz kurlarındaki oynaklıkların arttığı dönemlerde düzenlenen döviz alım ve satım ihaleleri ile döviz piyasalarına dolaylı müdahalelerde bulunulmuştur.

Gelişmekte olan ülkeler uygulamış oldukları dalgalı kur rejimine rağmen esnek kur rejiminin aşırı döviz kuru oynaklığına yol açabileceğinden korkarak döviz kurlarının tamamen serbest bir şekilde dalgalanmasına izin vermemişlerdir (Calvo ve Reinhart, 2000). Enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin uyguladıkları dalgalı kur rejimine rağmen bazı dönemlerde döviz piyasasına yapmış oldukları döviz alım ve satım müdahaleleri, Calvo ve Reinhart'ın ekonomi yazınına kazandırdığı “dalgalanma korkusu” (fear of floating) terimiyle örtüşmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi altında döviz kurlarındaki oynaklıkların yurt içi fiyatlar üzerinde baskı oluşturması engellemek isteyen gelişmekte olan ülkeler, döviz kuru oynaklıklarının yükseldiği dönemlerde döviz piyasalarına müdahalede bulunmuşlardır. Bu kapsamda gelişmekte olan ülkelerde merkez bankaları piyasada döviz talebinin arttığı dönemlerde döviz satım ihaleleri yoluyla piyasaya döviz likiditesi sağlamışlardır. Diğer yandan ise piyasalarda döviz arz fazlasının olduğu durumlarda da döviz alım ihaleleri düzenlemişlerdir. Ayrıca merkez bankaları, kamunun ve özel sektörün yabancı para cinsinden borç ödemeleri için gerekli olan döviz ihtiyacını karşılayabilmek ve ani sermaye çıkışı durumlarında döviz kurlarında oluşabilecek aşırı oynaklıkları önleme amacıyla döviz rezervlerini artırmak için de döviz alım ihaleleri düzenlemişlerdir.

Çalışmanın bu bölümünde Türkiye, Brezilya ve Meksika’da enflasyon hedeflemesi dönemlerindeki USD kurunun seviyesi ve sergilediği oynaklık ele alınacaktır. Bununla birlikte enflasyon hedeflemesi rejimi altında USD kuru seviyesi ve oynaklığının enflasyonla olan ilişkisi de detaylı bir şekilde incelenecektir. Yapılacak bu inceleme söz konusu ülkelerde döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisi hakkında önemli sonuçlar ortaya koyacaktır.

3.1. Gelişen Ekonomilerde Döviz Kuru Oynaklığı ve Enflasyon İlişkisi

Literatür Taraması

Edwards (2007), enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ve uygulamayan ülkelerdeki döviz kuru oynaklığını karşılaştırmıştır. Yapmış olduğu çalışma sonucunda enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerde serbest döviz kuru rejimi nedeniyle döviz kuru oynaklığının daha yüksek olduğunu öne sürmüştür.

Pontines (2011), yapmış olduğu çalışma sonucunda enflasyonu hedefleyen gelişmekte olan ülkelerin, enflasyon hedeflemeyen gelişmekte olan ülkelere göre daha düşük döviz kuru oynaklığına sahip olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Batini ve Laxton (2006), gelişmekte olan ülkeler grubunu incelemişler ve enflasyon hedeflemesi rejimi altında faiz oranlarının, döviz kurlarının ve uluslararası rezervlerin oynaklığının azaldığı ve döviz kuru krizlerinin yaşanma olasılığının düştüğüne dair bulgulara ulaşmışlardır.

Kara ve Ögünç (2008), enflasyon hedeflemesi rejimine geçişten sonra döviz kurundaki değişimlerin fiyatlara yansımalarını incelemişlerdir. Çalışma sonucunda enflasyon hedeflemesi rejimiyle birlikte döviz kurundaki değişimlerin fiyatlara yansımalarının azaldığını ortaya koymuşlardır.

Aizenman ve diğ. (2008), gelişmekte olan ülkelere enflasyon hedeflemesi rejiminin reel döviz kuru üzerindeki etkisini incelemişlerdir. Çalışma sonucunda enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin daha az esnek döviz kuru düzenlemelerine sahip olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ekonomi emsallerine göre döviz piyasalarına daha sık müdahale ettiklerini ve reel döviz kuru hareketlerine daha fazla tepki verdiklerini ortaya koymuşlardır.

Grier and Grier (2006) yapmış oldukları çalışma sonucunda yüksek döviz kuru oynaklığının enflasyon belirsizliğini artırabildiğini bunun yanında daha yüksek faiz oranları ve tüketim ile yatırımın azalmasına neden olabildiğini belirtmişlerdir.

Gelişmekte olan ülkelerdeki döviz kuru oynaklığıyla ilgili çalışmaların yanı sıra gelişmekte olan ülke örneklerinde döviz kuru oynaklığı ile enflasyon ilişkisini inceleyen çalışmalar da bulunmaktadır. Leigh ve Rossi (2002), 1994-2002 yılları arasını kapsayan dönemde döviz kuru hareketleri ile yurt içi fiyatlar arasındaki ilişkiyi analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda diğer gelişmekte olan ülkelere kıyasla Türkiye’de döviz kuru hareketlerinin fiyatlar üzerindeki yansıma etkisinin daha hızlı gerçekleştiği sonucuna ulaşmışlardır. Aynı çalışmada Leigh ve Rossi (2002), döviz kurundaki şokun %45’inin TÜFE’ye dolayısıyla yurt içi fiyatlara yansıdığını ortaya koymuşlardır.

Benlialper ve Cömert (2014), yaptıkları çalışma sonucunda Türkiye’de örtük enflasyon döneminin tamamını ve açık enflasyon hedeflemesinin ilk üç yılını kapsayan 2002-2008 yılları arası dönemde Türkiye’de yaşanan dezenflasyon sürecinin önemli ölçüde döviz kurlarında yaşanan gelişmelerle açıklanabildiğini belirtmişlerdir.

Arbatlı (2003), Türkiye’de 1994-2004 yılları arasını incelediği çalışması sonucunda döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisinin enflasyonun düşük olduğu dönemlerde düşük kaldığını ortaya koymuştur.

Kara ve diğ. (2005), yaptıkları çalışma sonucunda 2001 yılı sonrası dönemde ticarete açık mallar için döviz kuru hareketlerinin nispi fiyatlar üzerindeki etkisinin dalgalı kur rejimi döneminde yükseldiğini ifade etmişlerdir.

Holland (2006), BCB’nin enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde dalgalanma korkusundan fazla etkilenmediğini ve döviz kurundaki değişkenliklerle enflasyonla ilgilendikleri kadar ilgilenmediklerini ileri sürmüştür. Yapmış olduğu çalışma sonucunda enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde BCB’nin belirlenen enflasyon hedefine ulaşmak için faiz oranında değişikliklere gittiğini bu nedenle de özellikle dalgalı kur rejimine geçişten sonra faizlerdeki oynaklığın döviz kurundaki oynaklıktan yüksek olduğunu belirtmiştir.

Correa ve Minella (2006), eşikli Philips eğrisi kullanarak 1995-2005 yılları arasında Brezilya’da döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisinin varlığını incelemişlerdir.

Yaptıkları çalışma sonucunda ekonominin fazla ısındığı ve döviz kuru artışının fazla olduğu dönemlerde döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisinin, döviz kurunda makul bir artışın veya düşüşün yaşandığı dönemlere göre daha yüksek olduğunu ortaya koymuşlardır.

Benavides ve diğ. (2015), çok değişkenli genelleştirilmiş otoregresif koşullu değişen varyans modelini kullanarak Meksika’da 2002-2014 yılları arasını kapsayan dönemi analiz etmişlerdir. Çalışma sonucunda döviz kuru oynaklığı ile enflasyon beklentileri oynaklığı arasında istatistiksel olarak anlamlı bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmışlardır.

3.2. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Dolar Kuru Oynaklığı

1990’ların ikinci yarısından itibaren Türkiye’de iktisadi göstergeler bozulmaya başlamış ve dolarizasyon süreci hızlanmıştır. Bu dönemde ekonomik güven ortamının kaybolmasıyla dolarizasyonun hız kazanması, ekonomiyi krize sürükleyen nedenlerin başında gelmiştir. Özellikle 2001 yılındaki krizle birlikte Türkiye’de sabit kur rejimine duyulan güven azalmış ve rejimin uygulanabilirliği zorlaşmıştır. Nitekim enflasyon hedeflemesi rejimine geçişle birlikte Türkiye’de sabit kur rejimi son bulmuş ve 2002 yılı itibarıyla dalgalı döviz kuru rejimine geçilmiştir.

TCMB, dalgalı kur rejimine geçtiğini ilan etse de döviz kurlarında aşırı dalgalanmaların yaşandığı dönemlerde döviz piyasalarına sınırlı müdahalelerde bulunacağını ve bunun yanında döviz rezervlerini artırma amacıyla döviz alım ihaleleri yapabileceğini açıklamıştır (TCMB Para ve Kur Politikası, 2003). Bununla birlikte TCMB, 2002 yılı sonu itibarıyla BPP’te (Bankalararası Para Piyasası) ve DEP’te (Döviz Efektif Piyasası) aracılık görevini bırakmış ve dalgalı kur rejimi altında döviz kurlarındaki oynaklığı azaltma amacıyla İMKB (İstanbul Menkul Kıymetler Borsası) bünyesinde vadeli işlemler piyasası açılmıştır. Bu dönemde döviz kurlarındaki dalgalanmalara karşı alınan bu önlemler, döviz kurlarının fiyatlar üzerindeki geçiş etkisinin düşmesinde etkili olmuştur.

Türkiye’de belirlenen enflasyon hedeflerinin tümüne ulaşıldığı örtük enflasyon hedeflemesi döneminde döviz kurlarının seviyesinde ve oynaklığın da düşüş yaşanmıştır. Daha da önemlisi enflasyon hedeflemesi rejimi öncesindeki dolarizasyon süreci, örtük enflasyon hedeflemesi dönemiyle birlikte tersine dönmüştür. Nitekim Akıncı vd. (2005) Türkiye’de dolarizasyon sürecinin inceledikleri çalışma sonucunda, 2002 yılından itibaren Türkiye’de dolarizasyon eğiliminin aşağı yönlü olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Bu dönemde TCMB tarafından izlenen sıkı para politikaları, sağlanan mali disiplin, ekonomik güven ortamı ve uluslararası piyasalardaki artan risk iştahıyla yükselişe geçen sermaye girişleri, döviz kurlarındaki düşüşte ve dolarizasyon sürecinin sona ermesinde oldukça etkili olmuştur.

Dolarizasyon sürecinin sona erdiği ve döviz kurunun fiyatlara geçiş etkisinin azaldığı örtük enflasyon hedeflemesi döneminde TCMB, artan sermaye girişleri sonucunda döviz piyasalarında arz fazlası oluşması üzerine döviz alım ihalelerine ağırlık vermiştir. Tablo 3.1’de TCMB’nin enflasyon hedeflemesi döneminde net döviz alım tutarları gösterilmektedir.

Tablo 3.1: Enflasyon Hedeflemesi Döneminde TCMB Net Döviz Alım Tutarları

Yıllar	TCMB Net Döviz Alımı (Milyar USD)
2002	0,82
2003	9,9
2004	5,4
2005	22
2006	6,6
2007	9,9
2008	7,4
2009	4,4
2010	15,9
2011	-5,2
2012	5,6
2013	-4,9
2014	0,7

Kaynak: TCMB verilerinden derlenmiştir.

Örtük enflasyon hedeflemesi rejimi altında TCMB, 2003 yılı Mayıs ve Ekim ayları arası dönemde altı defa döviz alım ihalesi düzenlemiş ve bu ihalelerde 9,9 milyar USD tutarında döviz alımı yapmıştır (TCMB Para ve Kur Politikası, 2004). Ayrıca 2005-2006 arası dönemde düzenlenen günlük döviz alım ihaleleriyle TCMB, toplamda 7,1 milyar USD döviz alımı yapmıştır (TCMB Para ve Kur Politikası, 2006). Örtük enflasyon hedeflemesi döneminin geneline bakıldığında TCMB, döviz kurlarındaki oynaklığı engelleme ve döviz rezervlerini artırma amacıyla düzenlediği döviz alım ihalelerinde toplamda 37,5 milyar USD tutarında net döviz alımı yapmıştır (TCMB Para ve Kur Politikası, 2006).

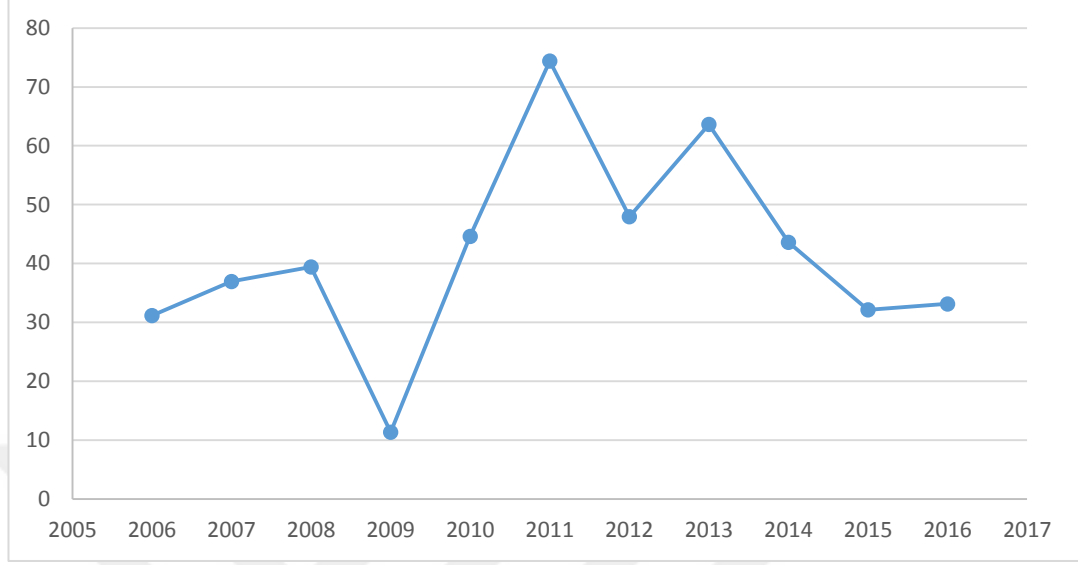
2006 yılıyla birlikte Türkiye’de açık enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmaya başlamıştır. Açık enflasyon hedeflemesi rejiminin 2006-2008 yılları arasını kapsayan üç yıllık döneminde döviz kurlarında ciddi oynaklıklar gözlenmemiştir. Döviz kurlarının istikrarlı seyrettiği bu dönemde TCMB, döviz rezervlerini artırma amacıyla döviz alım ihaleleri düzenlemeye devam etmiştir.

Bu dönemde döviz kurları açısından olumlu seyir, 2008 yılı sonunda tersine dönmüştür. ABD’de ortaya çıkan küresel finansal kriz neticesinde USD talebinin hızlı bir şekilde artması döviz kurlarında yükselişe neden olmuştur. Bu dönemde piyasalarda döviz likiditesinin azalması üzerine TCMB, DEP’teki aracılık faaliyetine yeniden başlamış ve bu kapsamda borç verme faizleri düşürülmüş ve vadeler uzatılmıştır (TCMB Enflasyon Raporu, 2009-II). Ayrıca yabancı para zorunlu karşılık oranlarında indirimle gidilerek piyasalara ek döviz likiditesi sağlanmıştır.

Küresel finansal krizin etkilerinin azalması ve gelişmiş ülke merkez bankalarının parasal genişlemeci politikalar izlemesiyle 2009 yılı son çeyreği ve 2010 yılı içerisinde uluslararası piyasalarda risk iştahında artış olmuştur. Artan sermaye girişleriyle Türkiye’de döviz kurlarında aşağı yönlü bir hareket yaşanmıştır. Bununla birlikte döviz likidite koşullarının iyileşmesiyle yabancı para zorunlu karşılık oranı yüzde 9’dan yüzde 11’e yükseltilmiş ve TCMB, 15 Ekim 2010 tarihinde DEP’teki aracılık işlevini bırakmıştır (TCMB Para ve Kur Politikası, 2011).

Bu dönemde artan sermaye girişleri nedeniyle piyasalarda döviz arz fazlası oluşması üzerine TCMB, ara verdiği döviz alım ihalelerine yeniden başlamış ve

döviz satım ihalelerine ara vermiştir. Kriz sonrası bu dönemde döviz kurlarında ciddi oynaklıklar gözlenmese de cari işlemler açığında hızlı bir artış yaşanmıştır.(Şekil 3.1)



Şekil 3.1: Türkiye'de Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Cari İşlemler Açığı

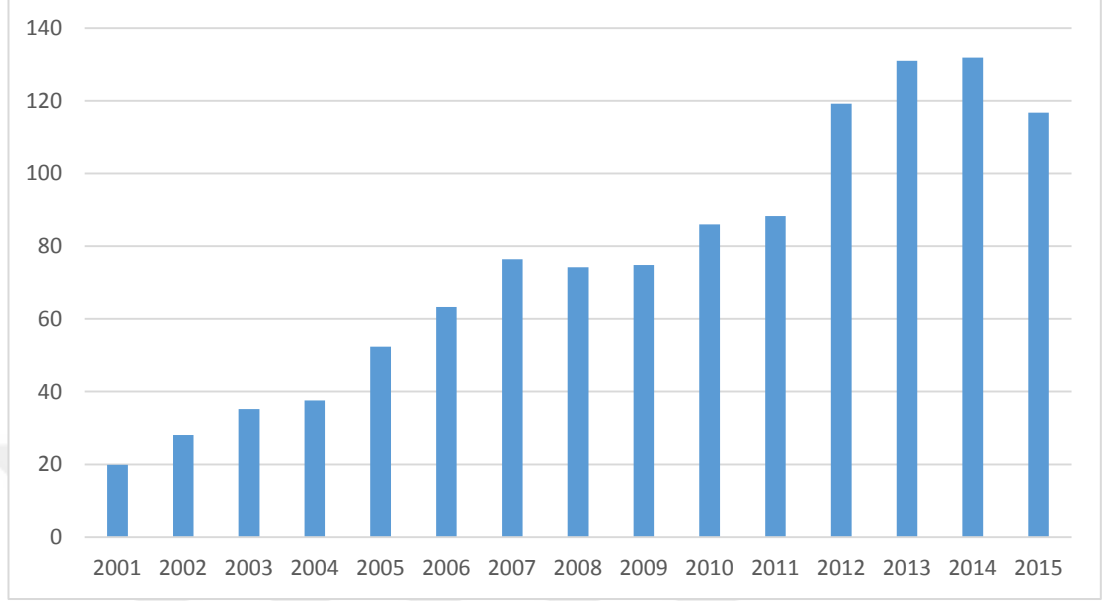
Kaynak: Tablo 2.7'den türetilmiştir.

Türkiye’de 2011 yılı sonrası dönem küresel sermaye piyasalarında olumlu havanın yavaş yavaş kaybolmaya başladığı ve ekonomik belirsizliklerin arttığı bir dönem olmuştur. Bu olumsuz gelişmeler neticesinde sermaye hareketlerinde dalgalanmalar yaşanmış ve döviz kuru oynaklıklarında artış gözlenmiştir. Bu dönemde TCMB, döviz satım ihalelerine ağırlık verirken, ROM ve zorunlu karşılıklar gibi para politikası araçlarını kullanarak döviz kuru oynaklıklarının önüne geçmeyi amaçlamıştır.

TCMB tarafından döviz kurundaki oynaklıkları azaltmaya yönelik alınan önlemler ve bu amaca yönelik olarak kullanılan farklı para politikası araçları sayesinde döviz kuru oynaklığı diğer gelişmekte olan ülkelere göre düşük seyretmiştir (TCMB Para ve Kur Politikası, 2011). Bununla birlikte ROM’un etkin bir şekilde kullanılmaya başlanmasıyla TCMB nezdinde zorunlu karşılık olarak tutulan döviz miktarı artmıştır. Şekil 3.2’de enflasyon hedeflemesi döneminde TCMB’nin altın dahil brüt döviz rezervleri gösterilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi döneminde TCMB’nin brüt döviz rezervlerinin izlemiş olduğu seyre bakıldığında 2011 yılı sonrasında döviz satım ihalelerindeki

artışa rağmen ROM'un aktif bir şekilde kullanılmasıyla TCMB'nin döviz rezervlerinde yükseliş yaşandığı görülmektedir.



Şekil 3.2: Enflasyon Hedeflemesi Döneminde TCMB'nin Altın Dahil Brüt Döviz Rezervleri (Milyar USD)

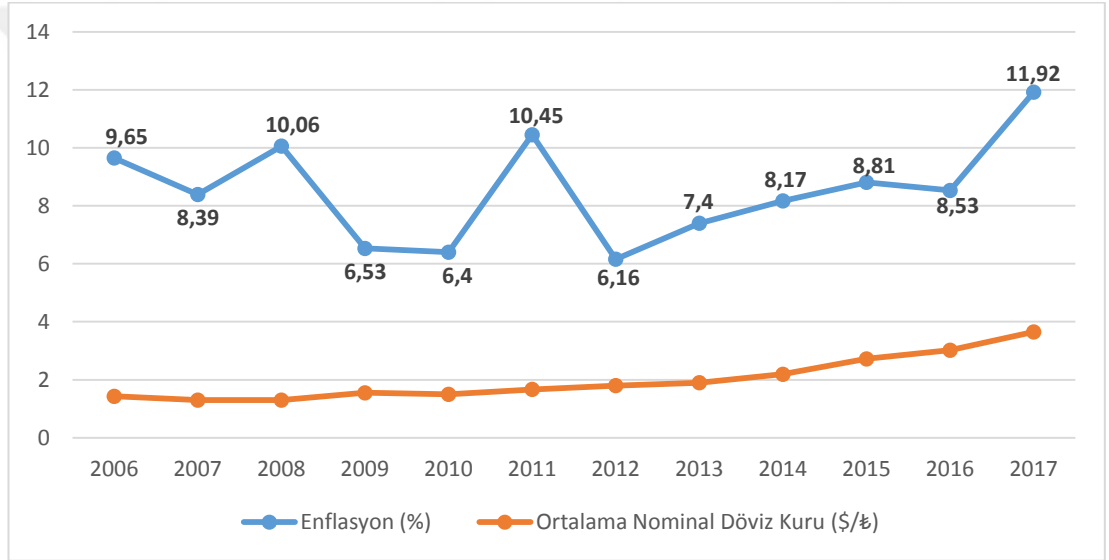
Kaynak: TCMB verilerinden türetilmiştir.

Türkiye'de enflasyon hedeflemesi döneminde USD kurunun enflasyona göre daha durağan olduğu görülmektedir. Bu dönemde temel olarak enflasyon odaklı bir para politikası izlenmesine rağmen TCMB'nin dış şoklar nedeniyle döviz kurlarında oynaklığın arttığı dönemlerde döviz piyasalarına yapmış olduğu aktif müdahaleler, söz konusu dönemde USD kurunda büyük oynaklıklar oluşmamasında oldukça etkili olmuştur.

2011 yılından itibaren artan küresel belirsizlikler ve uluslararası sermaye koşullarındaki değişikliklerin neticesinde USD kurunun yükselişe geçtiği görülmektedir. Bu dönemde küresel belirsizliklerin neden olduğu döviz kuru oynaklıklarına karşı TCMB tarafından sıkı para politikası önlemleri alınsa da özellikle 2015 yılı sonrasında döviz kurlarının ve oynaklıkların artışa geçtiği görülmektedir.

3.2.1. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve Dolar Kuru Oynaklığı İlişkisi

Türkiye’de örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon kademeli bir şekilde tek haneli rakamlara düşürülmüştür. Bununla birlikte söz konusu dönemde uluslararası piyasalardaki olumlu hava ve finansal piyasalardaki artan risk iştahıyla sermaye girişlerinde artış yaşanmıştır. Sermaye girişlerindeki yükseliş ve izlenen sıkı para politikalarının etkisiyle örtük enflasyon hedeflemesi döneminde USD kuru kademeli bir şekilde düşmüştür. Şekil 3.3’te Türkiye’de açık enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon ve USD kurunun seyri gösterilmektedir.

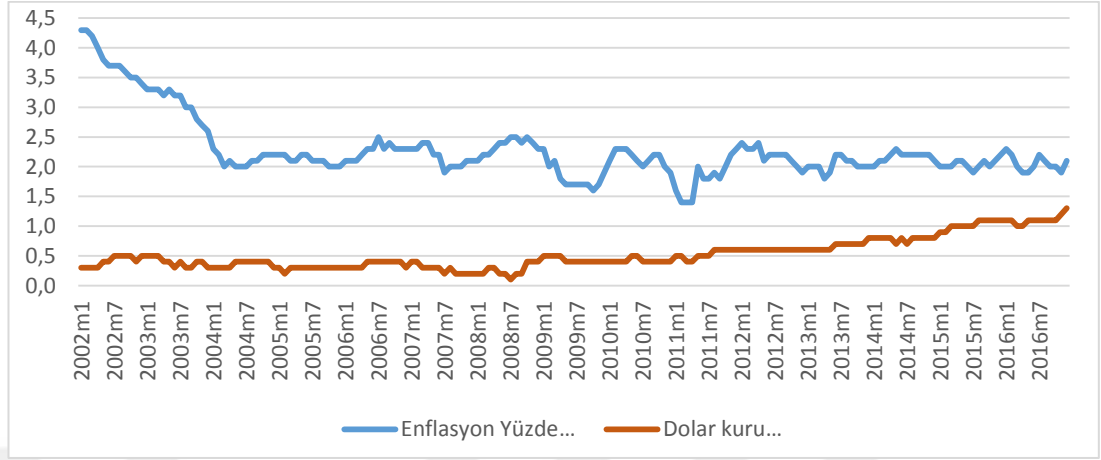


Şekil 3.3: Türkiye’de Açık Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve USD Kurunun Seyri

Kaynak: Tablo 2.5’teki verilerden türetilmiştir.

2006 ve sonrasını kapsayan açık enflasyon hedeflemesi döneminde ise enflasyon, inişli çıkışlı bir grafik sergilerken döviz kurları ise genel olarak yukarı yönlü bir seyir izlemiştir. Diğer yandan uluslararası sermaye koşullarının gelişmekte olan ülkelerin aleyhine değiştiği ve küresel belirsizliklerin arttığı 2012 yılı sonrası dönemde ise hem enflasyonun hem de USD kurunun yükselişe geçtiği görülmektedir. Söz konusu dönemde cari açığın yüksek seyri ve sermaye girişlerindeki azalış, döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin artmasında etkili olmuştur. Genel olarak bakıldığında ise Türkiye’de 2012 yılı sonrasında artan geçiş etkisi nedeniyle enflasyon ile USD kuru arasında ciddi bir ilişkiden söz edilebilir. Şekil 3.4’te

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon ve USD kuru oynaklığı gösterilmektedir.



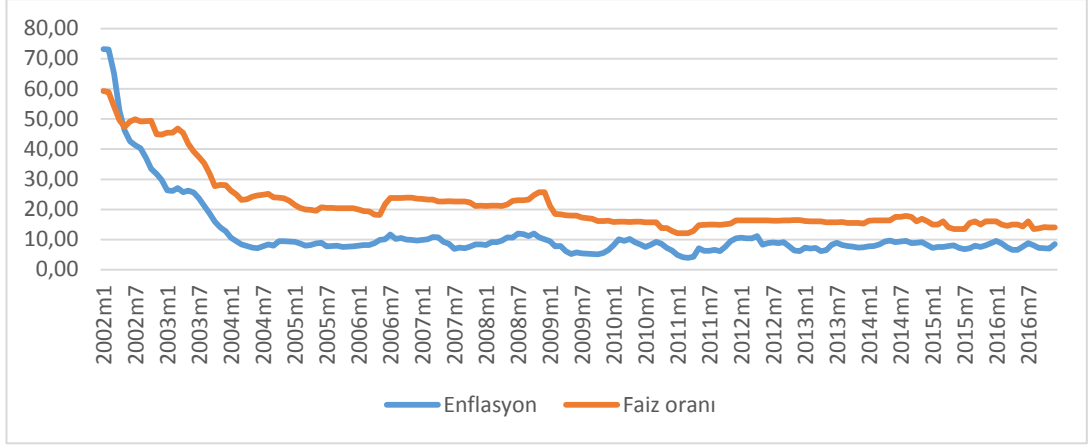
Şekil 3.4: Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve USD Kuru Oynaklığı

Kaynak: TCMB ve IMF verilerinden türetilmiştir.

Türkiye’de 2002 yılıyla başlayan örtük enflasyon döneminde enflasyondaki oynaklığın hızlı bir şekilde azaldığı görülmektedir. 2004 yılı ile ABD’de küresel finansal krizin başladığı 2008 yılı son çeyreği arasındaki döneme bakıldığında hem enflasyon oynaklığı hem de USD kuru oynaklığı istikrarlı bir seyir takip etmektedir. Söz konusu dönem haricinde ise bu iki değişkenin birlikte hareket etmedikleri görülmektedir. Nitekim kriz sonrası dönemde enflasyon oynaklığı inişli çıkışlı bir seyir takip ederken döviz kuru oynaklığında kademeli bir artış yaşanmıştır.

Genel olarak bakıldığında Türkiye’de enflasyon hedeflemesi döneminde bütün yıllarda enflasyon oynaklığının, USD kuru oynaklığından yüksek olduğu görülmektedir. Türkiye’de döviz kuru dışında enflasyonu belirleyen iç talep, tarım ürünü, enerji ve fiyatları gibi başka değişkenlerin de bulunması enflasyondaki oynaklığın USD kuru oynaklığının üzerinde seyretmesinde etkili olmuştur.

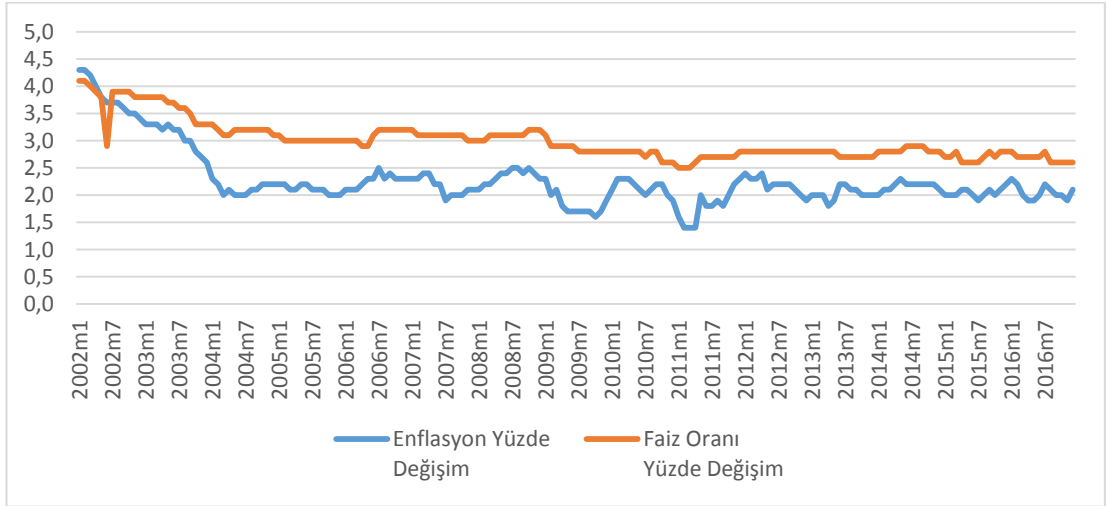
Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimi altında temel para politikası aracı olarak kullanılan faiz oranları ile enflasyon arasındaki ilişkiyi gösteren Şekil 3.5’e bakıldığında iki değişkenin çoğunlukla birbirine paralel bir seyir izledikleri görülmektedir. Nitekim Türkiye’de 2002-2005 yılları arası örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon ve faiz oranları hızlı bir şekilde düşmüş, sonraki dönemlerde de istikrarlı bir seyir izleyerek birbirlerine yakınsamışlardır.



Şekil 3.5: Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon Ve Mevduat Faiz Oranı

Kaynak: TCMB ve IMF verilerinden türetilmiştir.

Enflasyon beklentilerinin kötüleştiği ve enflasyonun yükseliş eğilimine girdiği dönemlerde TCMB'nin faiz oranlarını artırıp, temel enflasyon göstergelerinin olumlu seyrettiği ve ekonomik aktivitenin azaldığı dönemlerde ise faiz oranlarında indirimine gitmesi, Türkiye'de enflasyon ve mevduat faiz oranlarının benzer bir seyir izlemesinde etkili olmuştur. Şekil 3.6'da Türkiye'de enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon ve mevduat faiz oranı oynaklıkları gösterilmektedir.



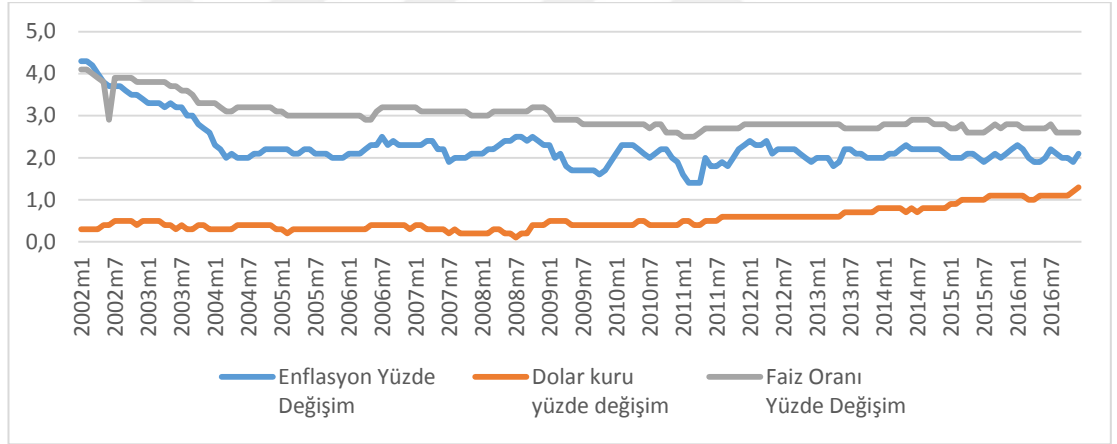
Şekil 3.6: Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve Mevduat Faiz Oranı Oynaklığı

Kaynak: TCMB ve IMF verilerinden türetilmiştir.

Türkiye'de enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon ve faiz oranı oynaklıklarına bakıldığında enflasyon hedeflemesi döneminin genelinde faiz oranı

oynaklığının, enflasyon oynaklığından yüksek olduğu görülmektedir. Enflasyon hedeflemesi döneminde faiz oranı oynaklığı seviye olarak enflasyon oynaklığından yüksek olsa da enflasyon oynaklığı söz konusu dönemde daha inişli ve çıkışlı bir seyir izlemiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi altında kısa vadeli faiz oranlarının temel para politikası aracı olarak kullanılması, Türkiye’de enflasyon oynaklığıyla faiz oranı oynaklığının benzer bir seyir izlemesinde etkili olmuştur. Bununla birlikte son yıllarda USD kuru oynaklığı ile enflasyon oynaklığı arasında görülen yakınsamanın, enflasyon oynaklığıyla faiz oranı oynaklığı arasında da oluştuğu gözlenmiştir. Bu kapsamda faiz oranı oynaklığında düşüş görülürken, USD kuru oynaklığında ise artış göze çarpmaktadır. Şekil 3.7’de Türkiye’de enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon, USD kuru ve faiz oranı oynaklıkları gösterilmektedir.



Şekil 3.7: Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon, USD Kuru ve Mevduat Faiz Oranı Oynaklığı

Kaynak: TCMB ve IMF verilerinden türetilmiştir.

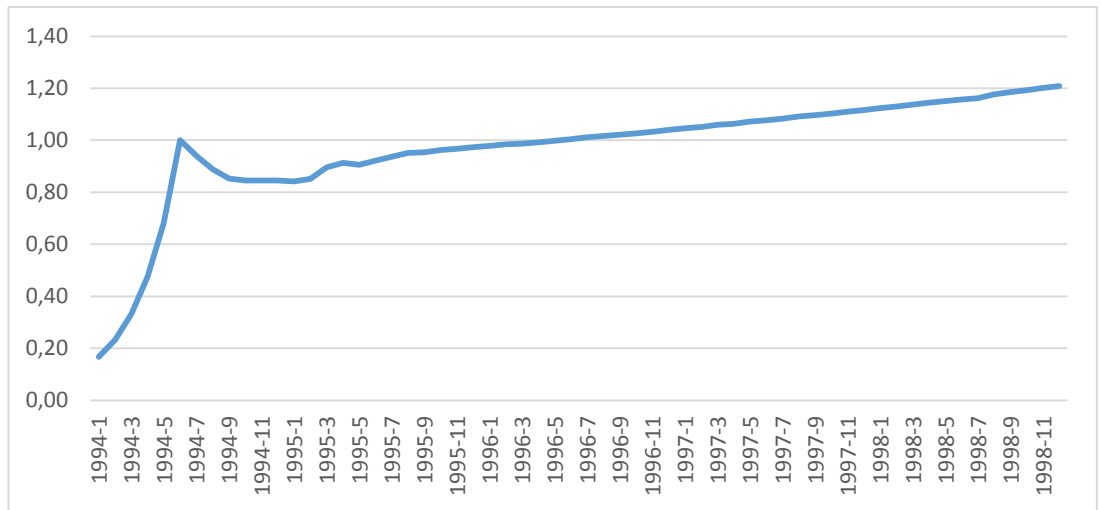
Türkiye’de enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon, USD kuru ve faiz oranı oynaklıkları karşılaştırıldığında söz konusu dönemde en yüksek oynaklığın mevduat faiz oranlarında yaşandığı görülmektedir. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi döneminin genelinde faiz oranı oynaklığı, enflasyon ve USD kuru oynaklığının üzerinde seyretmiştir. Bu dönemde küresel sermaye hareketlerindeki değişimlerin sık yaşanması, faiz oranlarındaki oynaklığın enflasyon ve USD kuru oynaklığından daha yüksek olmasında etkili olmuştur. Diğer yandan söz konusu dönemde en az oynaklık ise USD kurunda görülmüştür. Faiz oranı oynaklığı ve enflasyon oynaklığı inişli

çıkışlı fakat benzer bir seyir izlerken, USD kuru oynaklığı ise 2013 yılı sonrası belirgin bir artış trendi sergilemiştir.

3.3. Brezilya’da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Dolar Kuru Oynaklığı

1980’lerle yabancı sermaye bağımlılığı artan Brezilya ekonomisi, zamanla dış şoklara karşı daha kırılgan hale gelmiştir. 1990’lı yıllarda sermaye hareketleri, arz ve döviz kuru şokları nedeniyle Brezilya ekonomisinde krizler yaşanmıştır. Özellikle döviz kurunun arttığı dönemlerde cari açığın hızlı bir şekilde yükselmesi ödemeler dengesi krizlerine yol açmıştır.

Brezilya, 1990’ların başından 1994 yılı sonuna kadar olan dönemde ciddi bir hiperenflasyon sorunuyla karşı karşıya kalmıştır. Özellikle 1994 yılı içerisinde enflasyon yüzde 2000 seviyelerine kadar yükselirken aynı zamanda döviz kurlarında da hızlı yükselişler yaşanmıştır. Brezilya’da 1995 yılı itibariyle uygulanmaya başlanan döviz kuruna dayalı istikrar programıyla döviz kurlarında geçici bir düşüş yaşansa da ilerleyen dönemlerde döviz kurları yükselişini sürdürmüştür. 1997 yılı Asya krizi ve 1998’de Rusya’daki borç erteleme krizi diğer bir ifadeyle moratoryum, bu dönemde döviz kurlarında gerçekleşen yükselişlerin temel nedeni olmuştur. Şekil 3.8’de Brezilya’da 1994-1998 yılları arasında USD kurunun seyri gösterilmektedir.



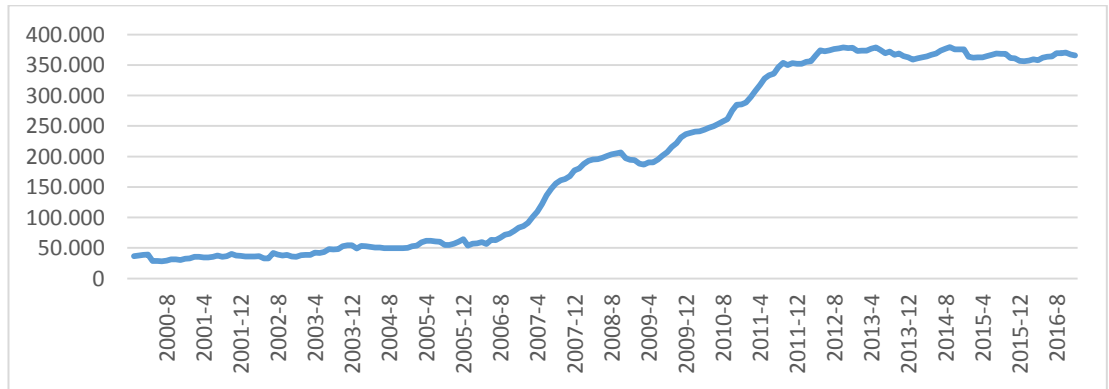
Şekil 3.8: Brezilya'da 1994-1999 Yılları Arasında USD Kurunun Seyri

Kaynak: IMF verilerinden türetilmiştir.

1994-1999 yılları arası dönemde Brezilya’da döviz kurlarında ve cari açığındaki hızlı yükselişlerin neticesinde ödemeler dengesi sorunları yaşanmış ve ekonomik beklentiler kötüleşmiştir. Bunun üzerine 1999 yılında döviz kuruna dayalı istikrar programı olan Real planı terkedilerek serbest kur rejimine geçilmiştir. Bununla birlikte aynı yıl içerisinde Brezilya, resmi olarak enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir.

Brezilya’da enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk yıllarında enflasyonda ve döviz kurlarında yükseliş yaşanmıştır. Küresel piyasalardaki belirsizlikler ve Brezilya’nın sahip olduğu yabancı para cinsinden yüksek borç stoğu, bu dönemde döviz kurlarında ve oynaklıklarında yükselişe neden olmuştur. 2000-2002 yılları arası dönemde döviz kurlarındaki oynaklıklar neticesinde ortaya çıkan enflasyonist beklentiler neticesinde 2003 yılında enflasyonda hızlı bir yükseliş yaşanmıştır. Bu dönemde enflasyon beklentilerinin bozulması üzerine COPOM parasal sıkılaştırmaya gitmiştir.

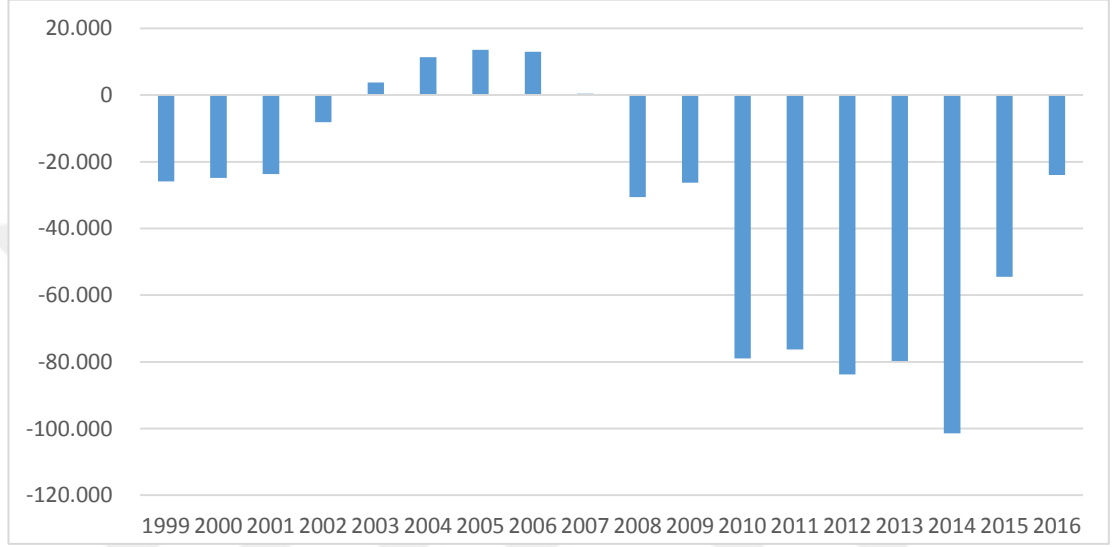
Parasal sıkılaştırmanın etkili olduğu 2003-2008 yılları arası dönemde, küresel piyasalardaki olumlu havanın etkisiyle Brezilya’da enflasyonda ve döviz kurlarında düşüşler yaşanmıştır. Bununla birlikte risk priminin düşmesiyle sermaye girişlerinde de artış yaşanmıştır. Bu dönemde piyasalarda döviz arz fazlası oluşması üzerine COPOM, döviz alım ihalelerine ağırlık vermiştir. Enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde Brezilya’nın rezerv pozisyonunun gösterildiği Şekil 3.9’a bakıldığında 2006 yılı sonrasında uluslararası rezervlerdeki hızlı yükseliş dikkat çekmektedir.



Şekil 3.9: Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Brezilya'nın Uluslararası Rezerv Pozisyonu (Milyon USD)

Kaynak: Banco Central Do Brasil verilerinden türetilmiştir.

Şekil 3.10'da Brezilya'da enflasyon hedeflemesi rejimi döneminde cari işlemler dengesi gösterilmektedir. Düzelen ekonomik beklentiler ve oluşan ekonomik güven ortamı sayesinde döviz kurlarındaki oynaklıkların azaldığı bu dönemde cari işlemler açığında da önemli bir iyileşme yaşandığı hatta 2003-2008 yılları arası dönemde cari işlemler fazlası verildiği görülmektedir. Söz konusu dönemde döviz kurlarındaki istikrar ortaya çıkan bu durumda oldukça etkili olmuştur.



Şekil 3.10: Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Brezilya'da Cari İşlemler Dengesi (Milyon USD)

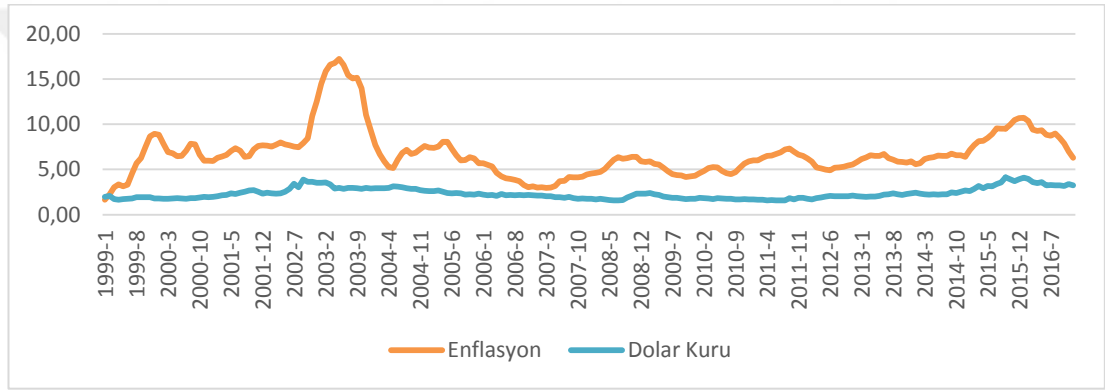
Kaynak: Banco Central Do Brasil verilerinden türetilmiştir.

Brezilya'da küresel finansal kriz sonrası dönemde sermaye girişlerindeki düşüşün etkisiyle döviz kurlarında geçici bir yükseliş yaşanmıştır. Döviz kuru oynaklıklarının da artması üzerine COPOM, bu dönemde sıkı para politikalarına devam etmiş ve döviz satım ihaleleri ile piyasaya döviz likiditesi sağlamıştır. COPOM'un aldığı önlemler ve sermaye girişlerindeki artışın etkisiyle Brezilya'da 2009 yılında döviz kurlarında düşüş yaşanmıştır.

2013 yılına kadar olan dönemde döviz kurlarına ciddi bir artış ve oynaklık yaşanmamıştır. Fakat küresel belirsizliklerin arttığı ve sermaye bolluğunun azaldığı 2013 sonrası dönemde döviz kurlarında hızlı bir yükseliş yaşanmıştır. 2015 yılında COPOM tarafından alınan para politikası önlemleriyle döviz kurlarında bir miktar düşüş yaşansa da yüksek seviyesini sürdürmüştür.

3.3.1. Brezilya’da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve Dolar Kuru Oynaklığı İlişkisi

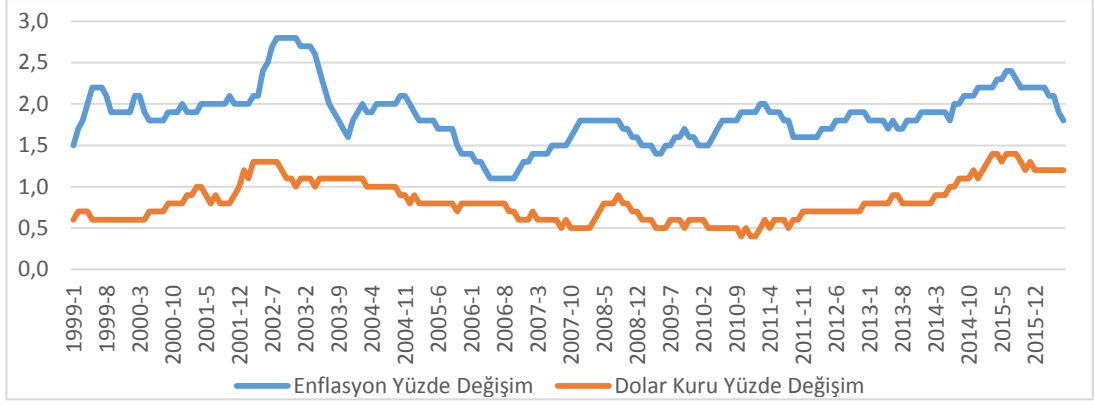
Asya ve Rusya krizlerinin gecikmeli etkileriyle 1999-2004 yılları arası dönemde Brezilya’da USD kurunda ve enflasyonda yükseliş yaşanmıştır (Şekil 3.11). Özellikle 2003 yılında Brezilya’da enflasyon ve USD kuru enflasyon hedeflemesi dönemindeki en yüksek seviyelerine çıkmıştır. Enflasyon ve USD kurundaki hızlı yükselişin ardından alınan para politikası önlemleri ve küresel piyasalardaki olumlu havanın etkisiyle, 2004-2008 yılları arası dönemde hem enflasyonda hem de USD kurunda hızlı bir düşüş yaşanmıştır.



Şekil 3.11: Brezilya'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve USD Kuru

Kaynak: IMF ve WorldBank verilerinden türetilmiştir.

2007 yılı ile 2008 yılı küresel finansal krize kadar olan dönemde Brezilya’da enflasyon, USD kurundan negatif olarak ayrılmıştır. Bu dönemde döviz kurları haricinde enflasyon üzerinde belirleyici etkisi olan değişkenlerde yaşanan şoklar bu durumda etkili olmuştur. Brezilya’da 2008 yılı sonrasında özellikle 2013 yılına kadar olan dönemde sermaye girişlerindeki artışın etkisiyle USD kuru istikrarlı bir seyir izlese de enflasyonda kademeli bir artış gözlenmiştir. Küresel belirsizliklerin arttığı ve sermaye piyasalarındaki risk iştahının azaldığı 2013 sonrası dönemde ise hem USD kurunun hem de enflasyonun yükselişe geçtiği görülmektedir. Şekil 3.12’de Brezilya’da enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon ve USD kuru oynaklıklarının seyri gösterilmektedir.



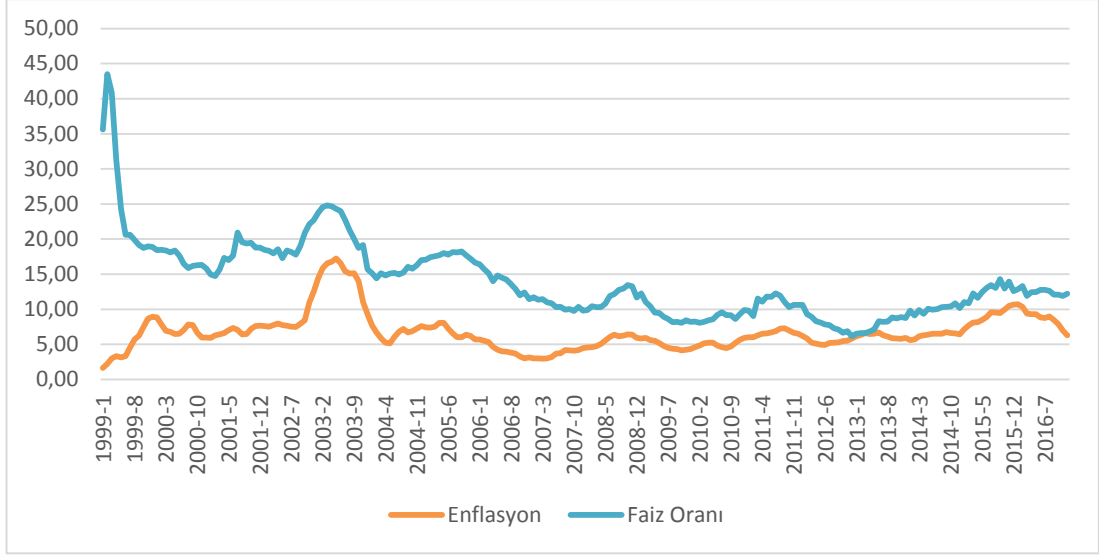
Şekil 3.12: Brezilya'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve USD Kuru Oynaklığı

Kaynak: IMF ve WorldBank verilerinden türetilmiştir.

Brezilya'da enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon ve USD kuru oynaklığının seyrine bakıldığında 2007-2008 yılları arası ve 2009-2010 yılları arası haricinde iki değişkenin çoğunlukla birlikte hareket ettiği görülmektedir. Enflasyon hedeflemesi döneminde Brezilya'da enflasyon ve USD kuru oynaklığı genellikle benzer seyir izlese de enflasyondaki oynaklık USD kurundaki oynaklıktan tüm dönemlerde yüksek olmuştur. Bu durum enflasyondaki oynaklığın tek nedeninin USD kuru oynaklığı olmadığını göstermektedir.

Genel olarak bakıldığında Brezilya'da enflasyon hedeflemesi rejimi altında temel olarak enflasyona odaklanılmasına rağmen USD kurunun enflasyondan daha istikrarlı olduğu görülmektedir. Bununla birlikte döviz kurları ve enflasyon arasındaki ilişki açısından bakıldığında 1999-2003 yılları arası ve 2013 yılı sonrası dönem Brezilya'da döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin en yüksek olduğu dönemler olmuştur.

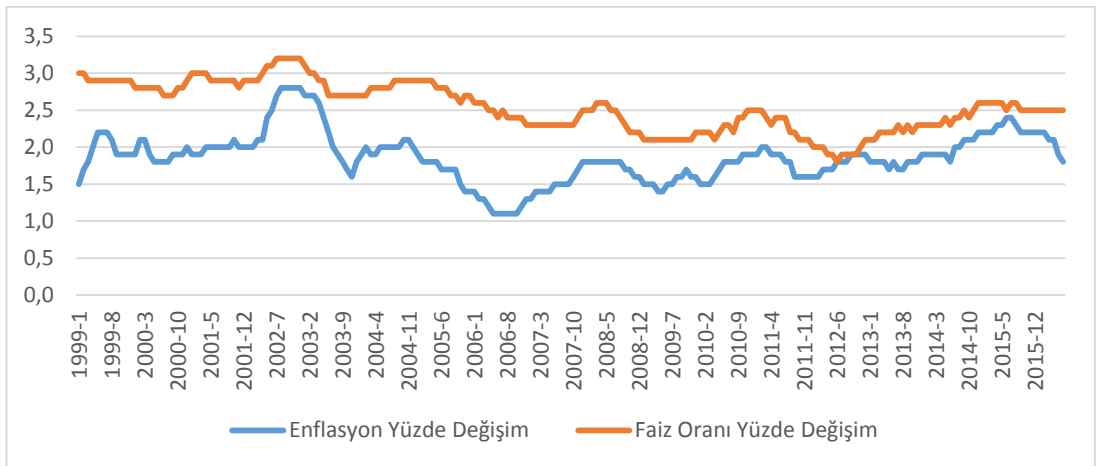
Şekil 3.13'te Brezilya'da enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon ve mevduat faiz oranlarının izlemiş olduğu seyir gösterilmektedir. Brezilya'da enflasyon hedeflemesi rejimine geçişle birlikte mevduat faiz oranlarında hızlı bir düşüş yaşanmıştır. Brezilya'da enflasyon hedeflemesi döneminin geneline bakıldığında mevduat faiz oranları ve enflasyon oranlarının birbirine oldukça benzer bir seyir izlediği görülmektedir.



Şekil 3.13: Brezilya'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve Faiz Oranı

Kaynak: IMF ve WorldBank verilerinden türetilmiştir.

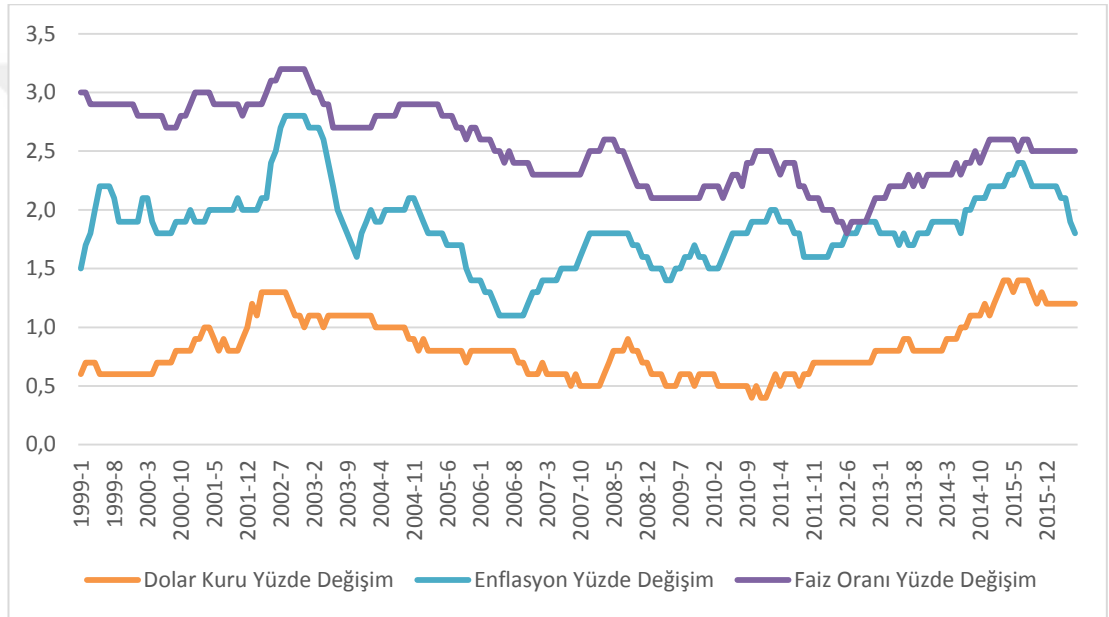
Brezilya'da enflasyon hedeflemesi rejimi altında kısa vadeli faiz oranlarının COPOM tarafından hem enflasyon hedefinden sapmaların önüne geçme hem de yabancı sermayeyi çekme amacıyla kullanılması, mevduat faiz oranlarının daha geniş bir bantta dalgalanmasına yol açmıştır. Bununla birlikte enflasyon odaklı para politikalarının izlenmesi, enflasyonun faiz oranlarına nispeten daha istikrarlı bir görüntü sergilemesinde etkili olmuştur. Şekil 3.14'te Brezilya'da enflasyon ve mevduat faiz oranı oynaklıklarının seyri gösterilmektedir.



Şekil 3.14: Brezilya'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve Mevduat Faiz Oranı Oynaklığı

Kaynak: IMF ve WorldBank verilerinden türetilmiştir.

Enflasyon hedeflemesi döneminde Brezilya’da enflasyon ve faiz oranı oynaklığının izlemiş olduğu seyre bakıldığında enflasyon oynaklığı tüm dönemlerde mevduat faiz oranı oynaklığının altında kalmıştır. Bununla birlikte özellikle küresel sermaye piyasalarında belirsizliklerin arttığı dönemlerde Brezilya’da faiz oranı oynaklığı ile enflasyon oynaklığı arasındaki ilişkinin kuvvetlendiği görülmektedir. Diğer yandan ekonomik güven ortamının oluştuğu, uluslararası piyasalarda olumlu havanın egemen olduğu dönemlerde ise oynaklıkların azaldığı görülmektedir. Şekil 3.15’te Brezilya’da enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon, USD kuru ve faiz oranı oynaklıkları gösterilmektedir.



Şekil 3.15: Brezilya’da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon, USD Kuru ve Faiz Oranı Oynaklığı

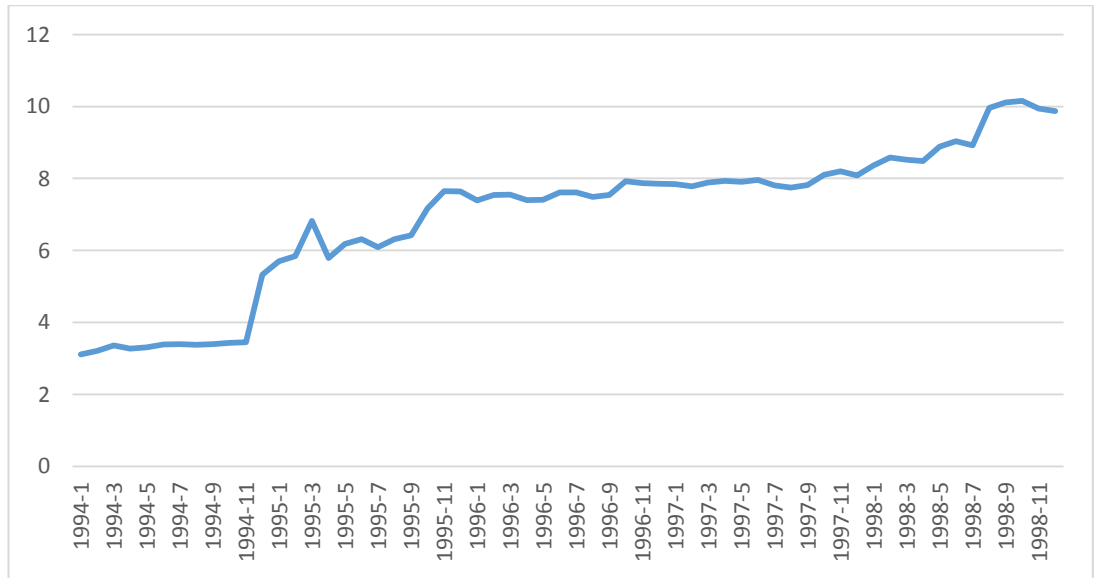
Kaynak: IMF ve WorldBank verilerinden türetilmiştir.

Brezilya’da enflasyon hedeflemesi döneminin geneline bakıldığında en düşük oynaklığın USD kurunda, en yüksek oynaklığın ise faiz oranlarında gerçekleştiği görülmektedir. Bununla birlikte Brezilya’da 2004-2007 yılları arası dönemde oynaklıklarda genel bir düşüş yaşanırken, küresel belirsizliklerin ortaya çıktığı ve uluslararası sermaye piyasalarındaki olumlu havanın kaybolduğu 2013 yılı sonrası dönemde ise oynaklıklar yükselmiştir.

3.4. Meksika’da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Dolar Kuru Oynaklığı

Meksika’da 1987’de döviz kurunun belli bir band içerisinde dalgalanmasına izin verilen döviz kuru rejimi uygulanmaya başlamıştır. Meksika’da uygulanan bu rejimde döviz kurunu belirlenen band içerisinde tutmak için aktif merkez bankası müdahalesi gerektirmekteydi. Kur rejiminin güçlü bir döviz rezervine sahip olmayı gerektirmesi özellikle 1990’lı yıllarda Meksika’da döviz kurları üzerinde baskı oluşturmuştur.

1994 yılında yaşanan ödemeler dengesi krizi ile birlikte Meksika’da mevcut kur rejimi uygulanamaz hale gelmiş ve 1995 yılıyla birlikte dalgalı kur rejimine geçilmiştir. Bu yeni dönemde 1997 yılında Doğu Asya ülkelerinde başlayan Asya krizi, Meksika’da ihracatı olumsuz etkilemiş ve dış ticaret dengelerini bozmuştur. Ayrıca bu dönemde sermaye girişlerinde yaşanan düşüş, döviz kurlarında yükselişe yol açmıştır. Şekil 3.16’da Meksika’da 1994-1999 yılları arasında USD kurunun seyri gösterilmektedir.



Şekil 3.16: Meksika'da 1994-1999 Yılları Arasında USD Kuru

Kaynak: IMF verilerinden türetilmiştir.

Meksika’da dalgalı kur rejimine geçildikten sonra USD kurundaki yükseliş hızı yavaşlasa da sonraki dönemlerde kur kademeli bir şekilde yükselmeye devam

etmiştir. Meksika’da dalgalı kur rejimi altında döviz kurlarındaki oynaklıkları engelleme amacıyla döviz piyasalarının sağlıklı işleyişine oldukça önem verilmiştir. Bu amaçla da döviz piyasalarının derinleştirilmesine yönelik adımlar atılmıştır. Bu kapsamda vadeli opsiyon piyasalarının gelişmesine önem verilmiş ve döviz kuruna dayalı türev ürünlerin çeşitlendirilmesi üzerinde durulmuştur.

1999 yılında enflasyon hedeflemesi rejimine geçen Meksika’da enflasyon hızlı bir düşüş sergilerken, aynı zamanda döviz kurlarındaki oynaklık da azalmıştır. Özellikle 1999-2008 yılları arası dönemde Meksika’da döviz kuru oynaklıklarında ciddi artışlar yaşanmamıştır. Küresel piyasalardaki olumlu hava, ciddi arz şoklarının yaşanmaması ve alınan para politikası önlemleri söz konusu durumda etkili olmuştur.

Meksika’da serbest kur rejimi altında döviz arz fazlası yaşandığı dönemlerde döviz alım ihaleleriyle döviz rezervlerini artırma yolunu gidilirken, döviz likidite sıkışıklığının yaşandığı dönemlerde ise döviz satım ihaleleri düzenlenmiştir. Tablo 3.2’de Meksika’da 2003-2008 yılları arasında düzenlenen döviz satım ihalelerinin sayıları gösterilmektedir.

Tablo 3.2: Meksika’da 2003 Ocak-2008 Ağustos Dönemi Döviz Satım İhaleleri (Adet)

Yıl	Döviz Satım İhalesi (Adet)
2003	170
2004	257
2005	255
2006	250
2007	185
2008	148

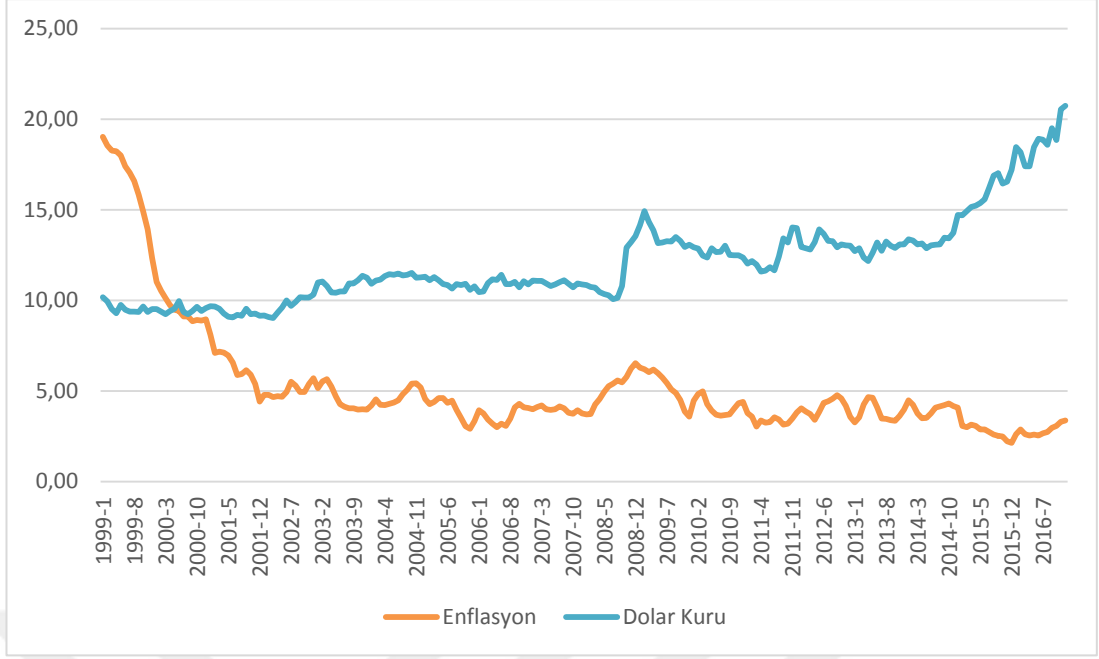
Kaynak: Banco De Mexico verilerinden derlenmiştir.

Meksika’da 2003 yılı ile 2008 yılı Ağustos ayı arasındaki dönemde düzenlenen döviz satım ihalelerine bakıldığında döviz likiditesi sıkışıklığının yaşandığı dönemlerde daha sık döviz satım ihalesi düzenlendiği görülmektedir. Söz konusu dönemde döviz piyasalarının sağlıklı işleyişini bozmama adına likidite sıkışıklığının şiddetine göre düzenlenen döviz ihalesi tutarlarında değişikliğe gidilmiştir.

Meksika’da 2008 yılı küresel finansal kriz sonrası dönemde kriz kaynaklı olarak enflasyon ve döviz kuru artışları yaşanmıştır. Bu dönemde BDM, enflasyondaki yükselişin önüne geçme amacıyla parasal sıkılaştırmaya giderek kısa vadeli faiz oranlarını yükseltmiştir. Alınan para politikası önlemleriyle enflasyon, kriz öncesi seviyelerine dönüp yeniden istikrar kazansa da döviz kurlarında beklenen düşüş gerçekleşmemiştir. Nitekim özellikle 2014 yılı sonrasında enflasyon daha da düşerken döviz kuru oynaklıkları hızlı bir şekilde artışa geçmiştir. Bu dönemde Meksika’da para politikalarına duyulan güvenin yüksek olması ve sermaye girişleri ve cari açığın makul seviyelerde seyretmesi, döviz kuru oynaklıklarının enflasyon üzerindeki baskısını oldukça azaltmıştır.

3.4.1. Meksika’da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve Dolar Kuru Oynaklığı İlişkisi

Meksika’da enflasyon için hedef belirleme uygulaması 1996 yılında başlamıştır. Uluslararası krizlerin de etkili olduğu bu kriz döneminde açık enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli koşulların sağlanmasıyla 1999 yılında açık enflasyon hedeflemesine resmen geçilmiştir. Açık enflasyon hedeflemesine geçiş döneminde Meksika’da enflasyonun öncelikle kademeli olarak düşürülmesi planlanmıştır. Meksika’da enflasyon hedeflemesine geçildikten sonra 2002 yılına kadar olan dönemde enflasyonda hızlı bir düşüş sağlanmış ve enflasyon yüzde 5 seviyesine kadar düşmüştür. Şekil 3.17’de Meksika’da enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon ve USD kurunun seyri gösterilmektedir.

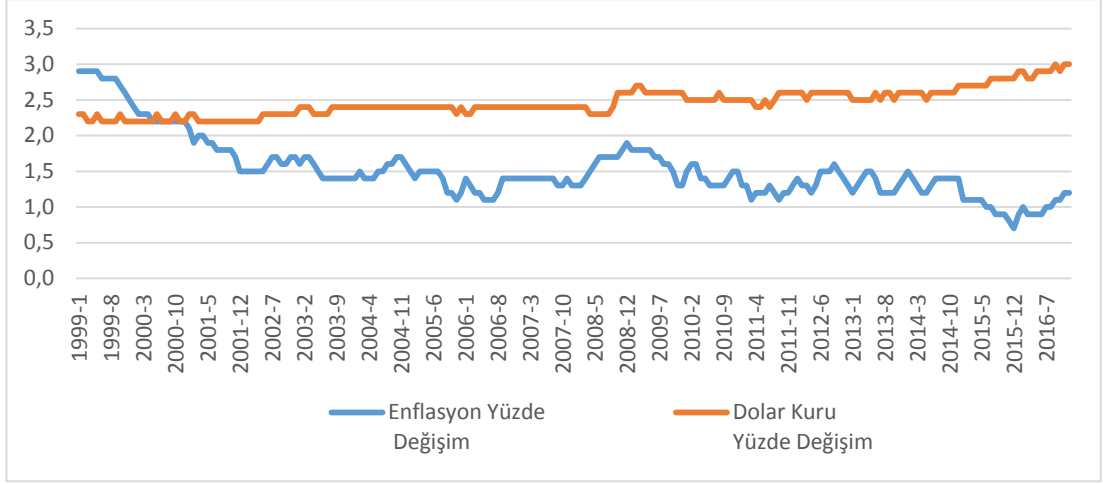


Şekil 3.17: Meksika'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve USD Kurunun Seyri

Kaynak: IMF ve Worldbank verilerinden türetilmiştir.

2003-2008 yılları arası dönemde Meksika'da enflasyon ve USD kurunun istikrarlı bir seyir izlediği görülmektedir. Bu dönemde küresel sermaye piyasalarındaki olumlu hava, ekonomik güven ortamı, zayıflayan enflasyonist beklentiler ve sıkı para politikası uygulamaları, sağlanan bu istikrarda oldukça etkili olmuştur. Küresel finansal kriz sonrası dönemde ise enflasyonda geçici bir artış yaşanırken USD kurunda ise yukarı yönlü bir hareket başlamıştır.

Bu dönemde Meksika'da enflasyon çoğunlukla belirlenen hedefler içerisinde gerçekleşse de USD kuru, artan küresel belirsizliklerin etkisiyle artışa geçmiştir. 2014 yılı sonrasında döviz kurlarındaki hızlı artışa rağmen enflasyonun uzun dönem hedefine yakınsaması, söz konusu dönemde döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin zayıf olduğunu göstermiştir. Cari açık ve sermaye girişlerinin makul seyretmesi, enflasyon odaklı para ve maliye politikaları izlenmesi ve döviz kurlarındaki oynaklıkların geçici olduğunun düşünülmesi, döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin azalmasında oldukça etkili olmuştur. Şekil 3.18'de Meksika'da enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon ve USD kuru oynaklıkları gösterilmektedir.



Şekil 3.18: Meksika'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve USD Kuru Oynaklığı

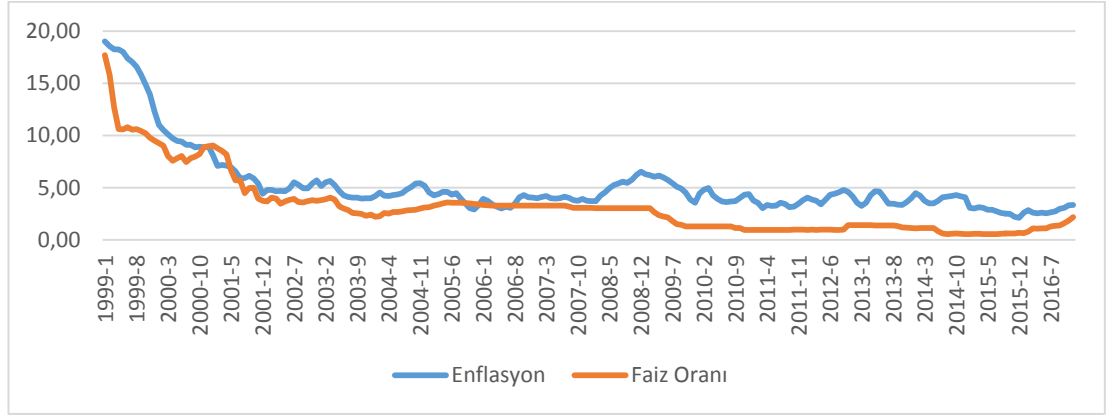
Kaynak: IMF ve Worldbank verilerinden türetilmiştir.

Meksika'da enflasyon hedeflemesinin ilk dönemlerinde enflasyon oynaklığı USD kuru oynaklığından yüksek olsa da enflasyon hedeflemesi döneminin geneline bakıldığında enflasyondaki oynaklığın USD kurundaki oynaklıktan daha düşük seyrettiği görülmektedir. Enflasyon hedeflemesiyle birlikte döviz kuruna dayalı para politikalarının terkedilip tamamen gelecek dönem enflasyonuna odaklı para politikalarının uygulanması bu durumda etkili olmuştur.

Meksika'da kriz dönemlerinde enflasyon ve USD kuru oynaklığının benzer hareketler sergiledikleri gözlense de enflasyon hedeflemesi döneminin geneline bakıldığında ise değişkenlerin farklı bir seyir izledikleri söylenebilir. Nitekim enflasyon hedeflemesi rejimi altında Meksika'da enflasyon oynaklığı zamanla düşerken diğer yandan USD kuru oynaklığı kademeli bir şekilde artmıştır. Enflasyon hedeflemesi rejimi altında enflasyondaki oynaklığın azalması Meksika'da enflasyon odaklı para politikasının başarısını gösterirken, USD kurundaki oynaklığın artarak devam etmesi ise yabancı sermaye ve döviz kuru kaynaklı dış şokların ekonomi üzerindeki etkisini devam ettiğini ortaya koymuştur. Sonuç olarak Meksika'da USD kuru oynaklığı ile enflasyon oynaklığı arasındaki ilişkinin zayıf olduğu anlaşılmıştır.

Şekil 3.19'da Meksika'da enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon ve mevduat faiz oranlarının izlemiş olduğu seyir gösterilmektedir. Meksika'da enflasyon hedeflemesine geçişle birlikte enflasyon ve mevduat faiz oranlarının hızlı

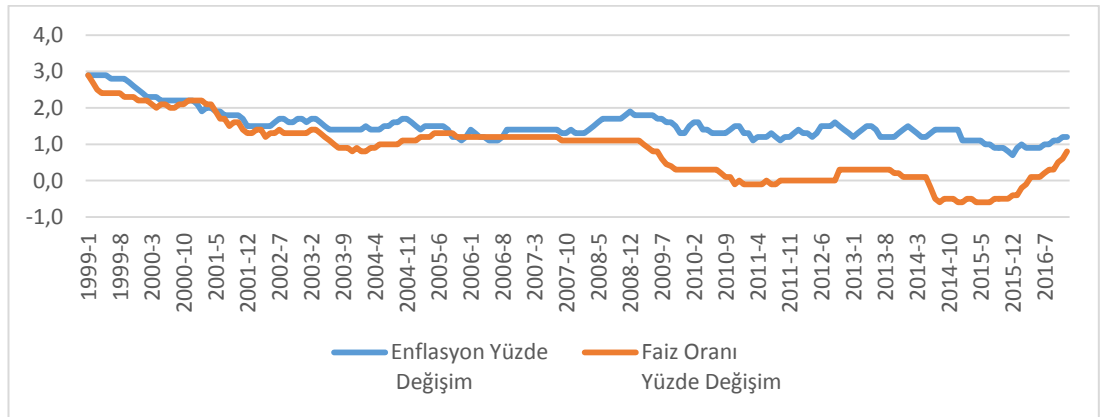
bir şekilde düştüğü görülmektedir. Özellikle 1999-2004 yılı arasındaki dönemde Meksika’da enflasyon ve mevduat faiz oranı benzer bir seyir izlemiştir.



Şekil 3.19: Meksika'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve Mevduat Faiz Oranı

Kaynak: IMF ve WorldBank verilerinden türetilmiştir.

Söz konusu dönemde ekonomik beklentilerin olumlu seyretmesi, küresel piyasalardaki artan risk iştahı ve düşen risk primiyle yükselişe geçen sermaye girişleri, enflasyon ve faiz oranlarındaki düşüşte oldukça etkili olmuştur. 2008 küresel finansal kriz sonrasında gelişmiş ülkelerdeki parasal genişlemeci politikaların neden olduğu sermaye bolluğu sonucunda mevduat faiz oranlarında düşüş yaşanmıştır. Bununla birlikte aynı dönemde enflasyon inişli çıkışlı bir seyir izlemiştir. Şekil 3.20’de Meksika’da enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon ve faiz oranı oynaklıkları gösterilmektedir.

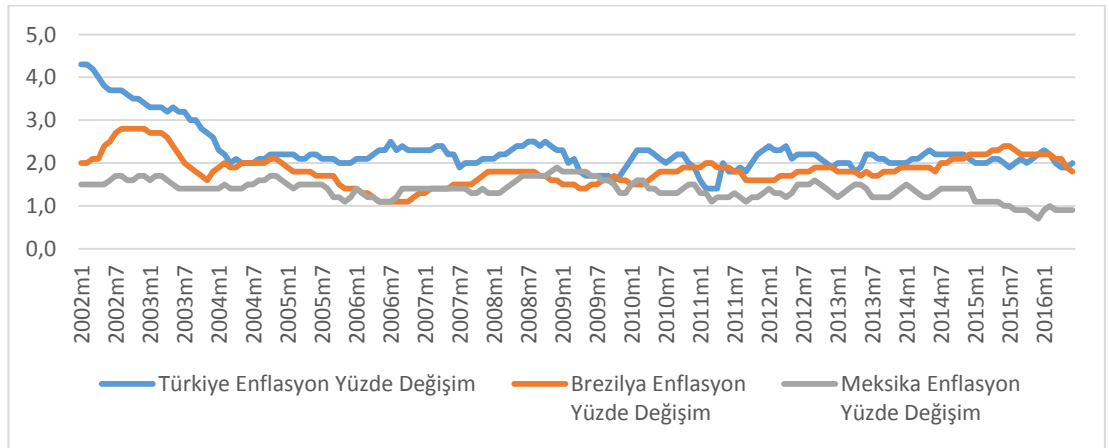


Şekil 3.20: Meksika'da Enflasyon Hedeflemesi Döneminde Enflasyon ve Mevduat Faiz Oranı Oynaklığı

Kaynak: IMF ve WorldBank verilerinden türetilmiştir.

Meksika’da enflasyon hedeflemesi rejimi altında 2008 yılına kadar olan dönemde enflasyon oynaklığı ve faiz oranı oynaklığının benzer bir seyir izledikleri görülmektedir. Enflasyonun makul seviyelere gerilediği ve faiz oranlarının belirlenmesinde enflasyondan ziyade ekonomik büyüme kaygılarının ön plana çıktığı 2008 sonrası dönemde faiz oranları oynaklığı ile enflasyon oynaklığının birbirinden ayrıştığı gözlenmiştir. 2013 sonrasında ise küresel piyasalardaki olumlu havanın yavaş yavaş kaybolmasıyla faiz oranı ve enflasyon oynaklığının artışa geçtiği görülmektedir. Genel olarak bakıldığında Meksika’da enflasyon hedeflemesi rejimi altında tüm dönemlerde mevduat faiz oranlarındaki oynaklık, enflasyon oynaklığının altında kalmıştır.

Türkiye, Brezilya ve Meksika’nın 2002-2016 yılları arası enflasyon hedeflemesi dönemlerinde sahip oldukları enflasyon oynaklıklarının gösterildiği Şekil 3.21’e bakıldığında bu üç gelişen ekonomi arasında en düşük enflasyon oynaklığının enflasyonla mücadele açısından üç ülke arasında en başarılı olan Meksika’da, en yüksek enflasyon oynaklığının enflasyonla mücadele açısından üç ülke arasında en başarısız olan Türkiye’de gerçekleştiği görülmektedir. Bununla birlikte son yıllarda Meksika ve Brezilya’da enflasyon oynaklığı düşüşe geçerken Türkiye’de ise yükselişe geçmiştir. Üç ülke de son yıllarda küresel sermaye piyasalarındaki olumsuz havadan ve ekonomik belirsizliklerden olumsuz etkilense de Türkiye’de enflasyonist beklentilerin ve döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin diğer iki ülkeye göre daha güçlü olması, son yıllarda enflasyon oynaklığının artışa geçmesinde etkili olmuştur.

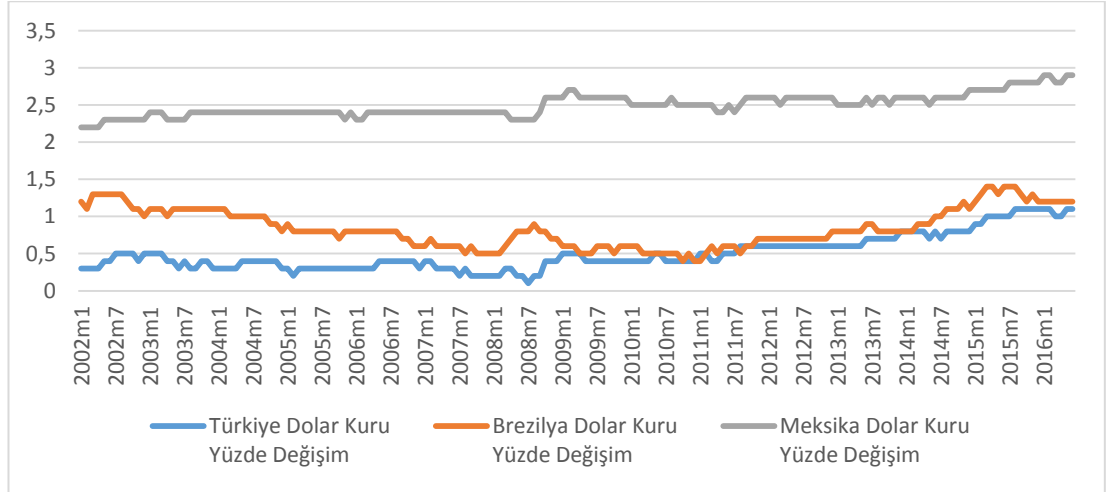


Şekil 3.21: Türkiye Brezilya ve Meksika’da Enflasyon Oynaklığı

Kaynak: IMF ve WorldBank verilerinden türetilmiştir.

Türkiye, Brezilya ve Meksika’da enflasyon hedeflemesi dönemlerinde USD kuru oynaklıklarının gösterildiği Şekil 3.22’ye bakıldığında enflasyon hedeflemesi rejimi altında en yüksek USD kuru oynaklığının açık farkla Meksika’da, en düşük USD kuru oynaklığının ise Türkiye’de gerçekleştiği görülmektedir. Bununla birlikte enflasyon oynaklığının aksine USD kuru oynaklığı son yıllarda üç ülkede de yükselişe geçmiştir.

Meksika’nın diğer iki ülkeye göre dalgalı kur rejimine daha erken geçmesi enflasyon hedeflemesi öncesinde de diğer iki ülkeden daha yüksek USD kuru oynaklığına sahip olmasında etkili olmuştur. Enflasyon hedeflemesi öncesindeki bu durum enflasyon hedeflemesi döneminde de değişmemiş ve Meksika tüm dönemlerde en yüksek USD kuru oynaklığına sahip olmuştur. Enflasyon hedeflemesi döneminde tüm yıllarda en düşük enflasyon oynaklığına sahip olan Meksika’nın aynı zamanda en yüksek USD kuru oynaklığına sahip olması, enflasyon hedeflemesi rejimi altında döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin zayıf seyrettiğini göstermiştir. Meksika’da cari açığın ve sermaye hareketlerinin dengeli seyri ve ekonomik ajanların döviz kuru oynaklıklarının geçici olduğuna dair inancı, ortaya çıkan bu durumda etkili olmuştur.



Şekil 3.22: Türkiye Brezilya ve Meksika’da USD Kuru Oynaklığı

Kaynak: IMF ve WorldBank verilerinden türetilmiştir.

SONUÇ

Bilinen en genel tanımıyla merkez bankasının fiyat istikrarını sağlama amacıyla gelecek dönem enflasyonu ile ilgili sayısal bir hedef belirlediği ve bu hedefe ulaşma noktasında taahhüdünün bulunduğu para politikası stratejisi olarak ortaya çıkan enflasyon hedeflemesi rejimi, 1990'lı yıllardan itibaren gelişmekte olan ülkelerde enflasyonla mücadele amacıyla uygulama alanı bulmuştur. Türkiye, Brezilya ve Meksika için enflasyon hedeflemesi döneminde uygulanmakta olan rejimin enflasyonu düşürme ve nihai hedef olan fiyat istikrarına ulaşma açısından sergilediği performansın ve söz konusu dönemdeki döviz kuru oynaklığının incelendiği bu çalışma enflasyon hedeflemesi rejiminin gelişen ekonomiler için önemini ortaya koymuştur.

Seçilen üç gelişen ekonomide enflasyon hedeflemesi rejiminin performansı değerlendirilirken enflasyonun seviyesinden çok belirlenmiş enflasyon hedefinden gerçekleşen sapmalara odaklanılmıştır. Çalışmada incelenen ülkelerdeki enflasyon oynaklığı da enflasyon hedeflemesinin performansı açısından önemli bir gösterge olmuştur. Temel enflasyon göstergesi olarak yılsonu tüketici fiyatları enflasyonu kabul edilmiştir. Enflasyon hedeflemesi performansı değerlendirilirken enflasyonun nokta hedef yerine hedef aralığı içerisinde gerçekleşip gerçekleşmediğine bakılmış ve enflasyonun göstermiş olduğu oynaklık göz önünde bulundurulmuştur.

Çalışmada enflasyon hedeflemesi rejiminin performansının incelendiği ülkelerden Türkiye'de örtük enflasyon hedeflemesi döneminde küresel piyasalardaki olumlu hava, döviz kurlarındaki düşüş, zayıf seyreden iç talep ve enflasyon hedefine odaklı para ve maliye politikalarının etkisiyle enflasyonda düşüş olsa da açık enflasyon hedeflemesi döneminde bu düşüş yerini inişli çıkışlı bir seyre bırakmıştır.

Türkiye’de açık enflasyon hedeflemesi döneminde 2009, 2010 ve 2012 yılları haricinde enflasyon hedeflerine ulaşamamıştır. Açık enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon hedeflerinden sapmalar yaşanmasında uluslararası emtia ve enerji fiyatlarındaki gelişmeler, gıda fiyatları, uluslararası likidite koşulları, küresel belirsizlikler, iç talebin seyri ve döviz kuru oynaklıkları belirleyici olmuştur.

Türkiye’de küresel finansal kriz sonrası dönemde maliye politikalarının enflasyon odaklı değil de ekonomik büyüme odaklı belirlenmesi, buna paralel olarak para politikasında da bazı dönemlerde gevşemeye gidilmesi, enflasyon beklentilerini artırmıştır. Bununla birlikte cari açığın yüksek seyretmesi ve sermaye girişlerinin zayıf seyri, son yıllarda döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin artmasında etkili olmuştur. Bu olumsuz gelişmeler neticesinde Türkiye’de özellikle 2012 yılı sonrasında uzun dönem enflasyon hedefi olan yüzde 5’ten önemli ölçüde bir sapma gerçekleşmiştir. Genel olarak bakıldığında küresel finansal kriz sonrası ekonomik büyüme odaklı maliye politikaları, bazı dönemlerde sıkı para politikasında görülen gevşeme, yüksek seyreden cari açık, sermaye hareketlerindeki dalgalanmalar ve döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisindeki artış, Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin enflasyonla mücadele açısından performansını olumsuz etkilemiştir.

Çalışmada incelenen bir diğer gelişmekte olan ülke Brezilya’da enflasyonun nihai hedef olarak belirlendiği enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon, iniş ve çıkışlı bir seyir izlese de enflasyon hedeflerinden çok büyük sapmalar gerçekleşmemiştir. Brezilya’da birkaç yıl haricinde enflasyonun tek haneli rakamlarda gerçekleştiği ve belirlenen enflasyon hedeflerine çoğunlukla ulaşıldığı görülmüştür. Fakat son yıllarda artan küresel belirsizlikler, petrol fiyatı dalgalanmaları, sermaye girişlerindeki düşüş ve döviz kurlarındaki artışın etkisiyle uzun dönem enflasyon hedefinden uzaklaşıldığı görülmüştür. Yine de enflasyon hedefinden sapmalar ve enflasyonun seviyesi göz önünde bulundurulduğunda Brezilya’nın Türkiye’ye kıyasla enflasyonla mücadele açısından daha başarılı olduğu görülmektedir. Brezilya’da ekonomik beklentilerinin daha olumlu seyretmesi, güçlü döviz rezervi ve sermaye girişlerinin yüksek seviyesi sayesinde enflasyon, Türkiye’ye kıyasla daha istikrarlı bir seyir izlemiştir.

Çalışmada incelenen bir diğer ülke olan Meksika’da enflasyon hedefleri dar bir aralık şeklinde belirlendiği için zaman zaman enflasyon hedeflerine ulaşılmasa da enflasyon sürekli bir şekilde tek haneli rakamlarda gerçekleşmiştir. Meksika’da özellikle 2013 yılı sonrasında döviz kurlarında oynaklıklar yaşansa da bu oynaklıkların geçici olduğunun düşünülmesi, enflasyon beklentilerinde ciddi bir bozulma yaşanmasının önüne geçmiştir. Bununla birlikte cari açığın istikrarlı seyri, iç talebin enflasyon üzerindeki baskısının azaltılması, sıkı para politikalarının devam ettirilmesi ve hükümetin enflasyon hedefine odaklı ücret ve fiyat politikaları sayesinde Meksika, çalışmada incelenen diğer ülkelere kıyasla enflasyonla mücadele açısından oldukça iyi bir performans sergilemiştir. Bu açıdan Meksika örneği, enflasyon hedeflemesi rejiminin gelişen ekonomilerde hangi koşullarda enflasyonu düşürme açısından başarılı olacağına, Türkiye örneği ise enflasyon hedeflemesi rejiminin hangi durumlarda başarısız olacağına ilişkin önemli ipuçları vermektedir.

Meksika enflasyon hedeflemesi döneminde döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin diğer ülkelere göre daha düşük olduğu gözlenmiştir. Ayrıca Meksika’da cari işlemler açığının Türkiye’ye göre daha düşük, doğrudan yabancı yatırım yoluyla yabancı sermaye girişlerinin ise daha yüksek olması, döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin düşük seyretmesinde etkili olmuştur. Enflasyonla mücadele açısından Meksika’ya kıyasla daha zayıf bir performans sergileyen Türkiye’de ise 2012 sonrası USD kurunun artmasıyla fiyatlara geçiş etkisinin de arttığı ve bunun sonucunda enflasyon beklentilerinin kötüleştiği ve enflasyonun yükselişe geçtiği görülmektedir. İki ülke arasındaki bu fark, Meksika’nın yüksek USD kuru seviyesi ve oynaklığına sahip olmasına rağmen enflasyonla mücadele açısından daha başarılı olmasında önemli bir rol oynamıştır. Buradan hareketle doğru para politikaları ve makul seviyedeki cari işlemler dengesi gibi faktörlerle ekonomik beklentiler kanalıyla döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin düşürülmesinin gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyonla mücadele açısından başarı şansını artırdığını söyleyebiliriz.

Enflasyon hedeflemesi döneminde iki ülke arasında enflasyonla mücadele açısından fark yaratan etkenlerden biri de izlenen para ve maliye politikaları olmuştur. Meksika’da sıkı para politikasının ve enflasyon hedefine odaklı maliye politikalarının devam ettirildiği 2008 küresel finansal kriz sonrası dönemde,

Türkiye’de ekonomik durgunluğun önüne geçme amacıyla faizlerde indirimle gidildiği ve kamu maliyesindeki disiplinden taviz verilerek kamu harcamalarının artırıldığı görülmüştür. Nitekim Türkiye gelişmekte olan ülkeler arasında küresel finansal kriz sonrası en fazla faiz indirimine giden ülke olmuştur. 2008 sonrası sıkı para politikaları ve maliye politikalarında görülen bu gevşemenin yarattığı iç talep kaynaklı fiyat baskısı Türkiye’de enflasyonda artışa neden olmuştur. Nitekim iki ülkedeki enflasyonun seyrini gösteren grafiklere bakıldığında 2012 yılı sonrası dönemde Türkiye’de enflasyonun artışa geçtiği diğer yandan Meksika’da enflasyonun istikrar kazandığı görülmektedir. Bu açıdan para ve maliye politikalarının Meksika örneğinde olduğu gibi nihai hedef fiyat istikrarına odaklı ve birbiriyle uyumlu şekilde belirlenmesi, enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyonla mücadele açısından başarılı bir performans sergilemesinde etkili olmaktadır.

Gelişmekte olan ülkelere enflasyon hedeflemesi rejiminin performansı açısından belirleyici başka faktörler olsa da bu çalışmada Meksika ve Türkiye için asıl fark yaratan temel değişkenler yukarıda bahsedilenler olmuştur. Nitekim enflasyon hedeflemesi dönemlerinde iki ülke de benzer gıda ve enerji fiyatları şoklarına maruz kalmış ve küresel piyasalardaki olumlu havadan, küresel finansal kriz sonrası küresel ekonomik faaliyetlerdeki gerilemeden ve artan belirsizliklerden aynı dönemlerde etkilenmişlerdir.

Meksika ve Türkiye örneğinden hareketle, cari açık ve yabancı sermaye girişlerinin makul seyrettiği bu sayede de döviz kurlarının fiyatlara geçiş etkisinin düşük olduğu ve para ve maliye politikalarının birbiriyle uyumlu bir şekilde nihai hedef olan fiyat istikrarına odaklandığı şartlarda enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyonla mücadele açısından başarılı olacağını söyleyebiliriz.

KAYNAKÇA

- Abo-Zaid, S., Tüzemen, D., “Inflation Targeting: A Three-Decade Perspective”, **Journal of Policy Modeling**, 2012, 34, 621–645, Web: <https://ideas.repec.org/a/eee/jpolmo/v34y2012i5p621-645.html>
- Aizenman, J., Hutchison, M., Noy, I., “Inflation Targeting and Real Exchange Rates In Emerging Markets”, **NBER Working Paper**, 2008, No.14561, 14-24, Web: <https://www.nber.org/papers/w14561>
- Akıncı, Ö., Barlas, Özer, Y., Usta, B., “Dolarizasyon Endeksleri: Türkiye’deki Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler”, **TCMB Çalışma Tebliği**, 2005, No. 05/17, 13, Web:<http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Publications/Research/Working+Papers/2005/05-17>
- Akyürek, C., Kutan, A. M., Yılmazkuday, H., “Can Inflation Targeting Regimes Be Effective In Developing Countries? The Turkish Experience”, **Journal of Asian Economics**, 2011, 22, 343–355, Web: <https://ideas.repec.org/a/eee/asieco/v22y2011i5p343-355.html>
- Alparslan, M., Erdönmez, P. A., “Enflasyon Hedeflemesi”, **TBB Bankacılar Dergisi**, 2000, Sayı/35, 3, Web: http://www.tbb.org.tr/Dosyalar/Arastirma_ve_Raporlar/Inflation_Targeting_Kasim_2000.doc
- Alptekin, V., Yılmaz K. Ç., Taş, T., “Döviz Kurundan Fiyatlara Geçiş Etkisi: Türkiye Örneği”, **Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, 2016, (35), 1-9, Web: <http://dergisosyalbil.selcuk.edu.tr/susbed/article/view/1206/1043>
- Aras, O. N., “Son Ekonomik Krizin Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Etkisi”, **Ekonomi Bilimleri Dergisi**, 2010, Cilt:2, Sayı:2, ISSN:1309-8020 (Online), 97-104, Web: <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/56658>

- Arbatlı, E. C., "Exchange Rate Pass-Through in Turkey: Looking for Asymmetries", **Central Bank Review, Research and Monetary Policy Department, Central Bank of the Republic of Turkey**, 2003, vol. 3(2), 85-124, Web: <https://ideas.repec.org/a/tcb/cebare/v3y2003i2p85-124.html>
- Batini, N., Laxton, D., "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets", **Central Bank of Chile Working Papers**, 2006, No. 406, 27, Web: <https://ideas.repec.org/p/chb/bcchwp/406.html>
- Benavides, G., Leon, I. E. T., Martinez, F. V., "Effects of Volatility of the Exchange Rate on Inflation Expectations and Growth Prospects in Mexico (2002-2014)", **Ensayos Revista de Economía–Volumen XXXIV**, 2015, núm.2, 63-78, Web: <https://ideas.repec.org/a/ere/journal/vxxxiv2015i2p63-78.html>
- Benlialper, A., Cömert, H., "Türkiye Enflasyon Hedeflemesi Deneyiminde Döviz Kurunun Rolü", **ERC Working Papers in Economics**, 2014, 14/10, 5-6, Web: <https://ideas.repec.org/p/met/wpaper/1410.html>
- Bernanke, B. S., Mishkin S. F., "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", **NBER Working Paper Series**, 1997, No. 5893, 97, Web: <https://www.nber.org/papers/w5893>
- Brito, R. D., Bystedt, B., "Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence", **Journal of Development Economics**, 2010, 91(2), 198-210, Web: <https://ideas.repec.org/a/eee/deveco/v91y2010i2p198-210.html>
- Calvo, G. A., Reinhart, C. M., "Fear of Floating", **NBER Working Paper 7993**, 2000, 2-3, Web: <http://www.nber.org/papers/w7993>.
- Chiquiar, D., Noriega, A. E., Francia, M. R., "A Time Series Approach to Test a Change in Inflation Persistence: The Mexican Experience", **Banco De Mexico Working Papers**, 2007, No:2007-01, 3, Web: <https://ideas.repec.org/p/bdm/wpaper/2007-01.html>
- Correa, A. S., Minella, A., "Nonlinear Mechanisms of the Exchange Rate Pass-Through: A Philips Curve Model With Threshold for Brazil", **Working Paper Series**, 2006, 1-30, Web: <https://ideas.repec.org/p/bcb/wpaper/122.html>
- Edwards, S., "The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited, in F. Mishkin and K. Schmidt- Hebbel, K. (eds.),

Monetary Policy Under Inflation Targeting”, **Banco Central de Chile, Santiago**, 2007, 373-413, Web:

<https://ideas.repec.org/h/chb/bcchsb/v11c10pp373-413.html>

- Engin, M. B., “Bir Para Politikası Aracı Olarak Enflasyon Hedeflemesi”, **Sosyal Bilimler Dergisi**, 2011, (2), 45-53, Web: <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/100768>
- Fraga, A., Goldfajn, I., Minella, A., “Inflation Targeting in Emerging Market Economies”, **Banco Central Do Brasil Working Paper**, 2003, No.76, 13-17, Web: <https://ideas.repec.org/p/bcb/wpaper/76.html>
- Gonçalves, C. E. S., Salles, J. M., “Inflation Targeting in Emerging Economies: What Do the Data Say?”, **Journal of Development Economics**, 2008, 85, 312-318, Web: <https://ideas.repec.org/a/eee/deveco/v85y2008i1-2p312-318.html>
- Grier, R., Grier, K., “On the Real Effects of Inflation and Inflation Uncertainty in Mexico”, **Journal of Development Economics**, 2006, 80(2), 478–500, Web: <https://ideas.repec.org/a/eee/deveco/v80y2006i2p478-500.html>
- Holland, M., “Exchange Rate Volatility and the Fear of Floating in Brazil”, 2006, 279-292, Web: <https://ideas.repec.org/a/anp/econom/v7y2006i2p279-292.html>
- İğdeli, A., Sever, E., “Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Ekonomik Performans: Ülkeler Arası Mukayeseli Bir Analiz”, **Sosyal ve Beşeri Bilimler Araştırmaları Dergisi**, 2016, Bahar/Spring 2016-Cilt/Volume 17-Sayı/Issue 36, 116-137, Web: <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/453161>
- Kara, H., Ögünç, F., “Inflation Targeting and Exchange Rate Pass-Through: The Turkish Experience”, **Emerging Markets Finance & Trade**, 2008, November–December, 44(6), 52–66, Web: <https://ideas.repec.org/a/mes/emfitr/v44y2008i6p52-66.html>
- Kara, H., Kucuk Tuğer, H., Ozlale, U., Tuğer, B., Yavuz, D., E. M. Yucel, “Exchange Rate Pass-Through in Turkey: Has it Changed and to What Extent?”, **Research Department Working Paper, No: 05/04, Central Bank of Turkey**, 2005, 4-6, Web: <https://ideas.repec.org/p/tcb/wpaper/0504.html>

- Karaca, O., “Enflasyon Hedeflemesi Gelişmekte Olan Ülkelerde Çalışır mı?”, **Türkiye Ekonomi Tartışma Metni**, 2006, Sayı (12), 1-15, Web: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/83274/1/dp_2006-12.pdf
- Karaçor, Z., Alptekin, V., “1980 Sonrası İstikrar Politikaları Işığında Türkiye Ekonomisinin Trend Analizi Yardımıyla Değerlendirilmesi”, **SÜ İİBF Sosyal ve Ekonomik Araştırmalar Dergisi**, 2006, Sayı:11, 309, Web: <https://dergipark.org.tr/download/article-file/289552>
- Leigh, D., Rossi, M., “Exchange Rate Pass-Through In Turkey”, **IMF Working Paper**, 2002, WP/02/204, 5-11, Web: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02204.pdf>
- Meyer, L. H., “Inflation Targets and Inflation Targeting”, **North American Journal of Economic and Finance**, 2002, 13, 147-162, Web: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1062940802000748>
- Mishkin, F., “Inflation Targeting in Emerging Market Countries”, **American Economic Review**, 2000, 90(2), 105-109, Web: <https://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v90y2000i2p105-109.html>
- Mishkin, F. S., “Can Inflation Targeting Work In Emerging Market Countries?”, **NBER Working Papers**, 2004, 10646, 6-10, Web: <https://www.nber.org/papers/w10646>
- Mishkin, F. S., Posen, A. S., “Inflation Targeting: Lessons From Four Countries ”, **NBER Working Paper**, 1997, No:6126, Cambriedge, Massacuhutetts, National Breau of Economic Resarch, Web: <https://www.nber.org/papers/w6126>
- Özdemir, M., “Enflasyon Hedeflemesi Teorisi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliği ve Türkiye”, **İ.İ.B.F. Yönetim ve Ekonomi Dergisi**, 2007, 16 (1), 192-205.
- Pontines, V., “The Nexus Between Inflation Targeting and Exchange Rate Volatility”, **Staff Paper**, 2011, No. 84, SEACEN Centre, 7, Web: <https://www.seacen.org/publications/RePEc/702001-100072-PDF.pdf>
- Roache, S. K., “Inflation Persistence in Brazil – A Cross Country Comparison”, **IMF Working Papers**, 2014, No.55, 20-21, Web: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1455.pdf>
- Rose, A., “A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting Is Bretton Woods, Reversed”, **Journal of International Money**

and Finance, 2007, 26, 663-681, Web:

<https://ideas.repec.org/a/eee/jimfin/v26y2007i5p663-681.html>

- Sönmezay, N., “Finansal Krizlerin Bulaşıcılığı ve Gelişmekte Olan Ülke Örnekleri: Türkiye Uygulaması”, **T.C. İstanbul Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı Doktora Tezi**, 2014, 96, Web: <http://acikerisim.istanbul.edu.tr/bitstream/handle/123456789/31884/51463.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Svensson, L., “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets”, **European Economic Review**, 1997, 41, 1111-1146, Web: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0014292196000554>
- Tuna, K., “Enflasyon Hedeflemesi ve Ülke Deneyimleri”, **Sosyal Bilimler Dergisi**, 2007, 223-250, Web: <http://dergipark.gov.tr/download/article-file/100846>
- Yiğit, N., “Türkiye’de ve Yükselen Ekonomilerde Para Politikası Uygulamaları ve Enflasyon Hedeflemesi”, **Mesleki Yeterlik Tezi, T.C. Maliye Bakanlığı**, 2009, Ankara
- Yiğitbaş, Ş. B., “Gelişen Piyasa Ekonomilerinde Alternatif Para Politikası Stratejileri, Türkiye Ekonomisi Açısından Bir Değerlendirme”, **Yönetim ve Ekonomi**, 2009, Cilt:16 Sayı:1, 220, Web: <https://dergipark.org.tr/download/article-file/146014>
- Yükseler, Z., “IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi: Brezilya Deneyimi ve Türkiye İçin Dersler”, **Tartışma Metni 2005/9**, 2005, 5-6, Web: <http://www.tek.org.tr/dosyalar/Z-YUKSELER-IMFPROG.pdf>
- Banco Central Do Brasil, **Inflation Report 2000**, December 2000, 21, Web: <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/ing/2000/12/ri200012I.pdf>
- Banco De Mexico, **Annual Report 2008**, April 2009, 12, Web: <http://www.anterior.banxico.org.mx/publicaciones-y-discursos/publicaciones/informes-periodicos/anual/index-en.html>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **2005 Yıllık Rapor**, Nisan 2006, 77, Web: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **2002 Yıllık Rapor**, Nisan 2003, 13, Web: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Yillik+Rapor/>

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Raporu 2006-I**, 35, Web: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2006/Enflasyon+Raporu+2006-I>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Raporu 2006-II**, 1, Web: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2006/Enflasyon+Raporu+2006-II>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Raporu 2009-I**, 3, Web: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2009/Enflasyon+Raporu+2009-I>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Raporu 2009-II**, 10, Web: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2009/Enflasyon+Raporu+2009-II>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Raporu 2011-I**, 1, Web: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2011/Enflasyon+Raporu+2011-I>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **Enflasyon Raporu 2013-I**, 2, Web: <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Raporlar/Enflasyon+Raporu/2013/Enflasyon+Raporu+2013-I>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **2003 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi**, Sayı: 2003-2, Ocak 2003, 2-3, Web: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri/>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **2004 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi**, Sayı: 2004-2, Ocak 2004, 10, Web: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri/>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **2006 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi**, Sayı: 2006-2, Aralık 2005, 1-18, Web: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri/>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **2009 Yılında Para ve Kur Politikası**, Aralık 2008, 2-5, Web: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri/>

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **2010 Yılında Para ve Kur Politikası**, Aralık 2009, 3, Web:
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri/>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, **2011 Yılında Para ve Kur Politikası**, Aralık 2010, 2-17, Web:
<https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TR/TCMB+TR/Main+Menu/Yayinlar/Para+ve+Kur/Para+ve+Kur+Politikasi+Metinleri/>

İnternet Siteleri

- (<https://data.worldbank.org/>)
- (<https://www.imf.org/en/Data#data>)
- (<https://www.tcmb.gov.tr/>)
- (<https://evds2.tcmb.gov.tr/index.php?/evds/serieMarket>)
- (<https://www.bcb.gov.br/>)
- (<https://www.bcb.gov.br/en/#!/n/TIMESERIESEN>)
- (<http://www.banxico.org.mx/>)
- (<http://www.banxico.org.mx/SieInternet/>)
- (<https://data.oecd.org/>)

ÖZGEÇMİŞ

Emre Furkan KUŞKONMAZ, 10 Temmuz 1991 tarihinde Muğla-Köyceğiz’de doğmuştur. Boğaziçi Üniversitesi İktisat Bölümü 2014 mezunu olup, Galatasaray Üniversitesi’nde İktisat Tezli Yüksek Lisans Programında eğitimine devam etmektedir. Mezun olduktan sonra 2014 yılı Kasım ayında Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İstanbul Şubesinde çalışmaya başlayan KUŞKONMAZ, 2017 yılı Ekim ayından itibaren Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İdare Merkezi’nde Uzman Yardımcısı olarak çalışmaktadır.

TEZ ONAY SAYFASI

Üniversite : Galatasaray Üniversitesi
Enstitü : Sosyal Bilimler Enstitüsü
Adı Soyadı : Emre Furkan KUŞKONMAZ
Tez Başlığı : Gelişen Ekonomilerde Enflasyon Hedeflemesi Rejimi
Performansı ve Döviz Kuru Oynaklığı
Savunma Tarihi : 20.06.2019
Danışmanı : Doç. Dr. Sevgi Gençay İNECİ

JÜRİ ÜYELERİ

Ünvanı, Adı, Soyadı

İmza

Doç. Dr. Sevgi GENÇAY İNECİ



Doç. Dr. İmre ERSOY



Dr. Öğr. Üyesi Ayfer KARAYEL



Enstitü Müdürü

Prof. Dr. Mehmet Yaman ÖZTEK

