



T.C.
NEVŞEHİR HACI BEKTAŞ VELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİMDALI

TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİ UYGULAMA
SÜRECİNİN ANALİZİ; 2002-2016 YILLARI ÖRNEKLEMİ

Yüksek Lisans Tezi

Dilek USANMAZ

Danışman
Prof. Dr. Serdar ÖZTÜRK

Nevşehir
Haziran 2018



T.C.
NEVŞEHİR HACI BEKTAŞ VELİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİMDALI

TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİ UYGULAMA
SÜRECİNİN ANALİZİ; 2002-2016 YILLARI ÖRNEKLEMİ

Yüksek Lisans Tezi

Dilek USANMAZ

Danışman
Prof. Dr. Serdar ÖZTÜRK

Nevşehir
Haziran 2018

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK

Bu çalışmadaki tüm bilgilerin, akademik ve etik kurallara uygun bir şekilde elde edildiğini beyan ederim. Aynı zamanda bu kural ve davranışların gerektirdiği gibi, bu çalışmanın özünde olmayan tüm materyal ve sonuçları tam olarak aktardığımı ve referans gösterdiğimi belirtirim.

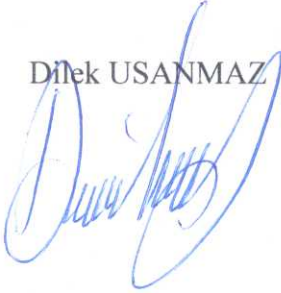
Dilek USANMAZ



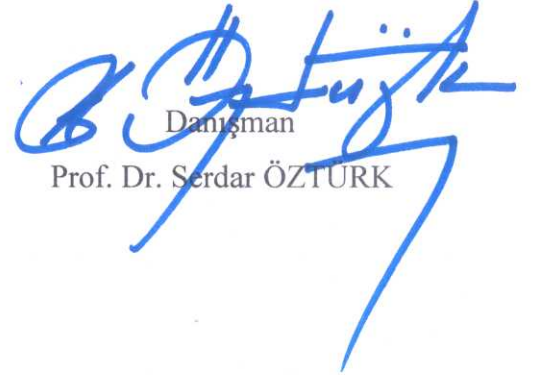
Tez Yazım Kılavuzuna Uygunluk

“Türkiye’de Enflasyon Hedefleme Stratejisi Uygulama Sürecinin Analizi; 2002-2016 Yılları Örnekleme” adlı Yüksek Lisans tezi, Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Lisansüstü Tez Yazım Kılavuzu’na uygun olarak hazırlanmıştır.

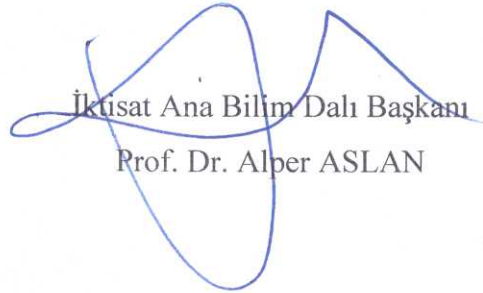
Dilek USANMAZ



Danışman
Prof. Dr. Serdar ÖZTURK



İktisat Ana Bilim Dalı Başkanı
Prof. Dr. Alper ASLAN



Kabul ve Onay Sayfası

Prof. Dr. Serdar ÖZTÜRK danışmanlığında Dilek USANMAZ tarafından hazırlanan “Türkiye’de Enflasyon Hedefleme Stratejisi Uygulama Sürecinin Analizi; 2002-2016 Yılları Örnekleme” adlı bu çalışma, jürimiz tarafından Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana Bilim Dalı’nda Yüksek Lisans Tezi olarak kabul edilmiştir.

26./06/2018




JÜRİ

Danışman : Prof. Dr. Serdar ÖZTÜRK

Üye : Dr. Öğretim Üyesi Ebru TOPCU

Üye : Dr. Öğretim Üyesi Özlem Öztürk ÇETENAK

İMZA

ONAY:

Bu tezin kabulü Enstitü Yönetim Kurulunun 05/07/2018 tarih vesayılı Kararı ile onaylanmıştır.

05/07/2018



Dr. Öğretim Üyesi Vedat AKTEPE
Enstitü Müdürü

Bütün hakları saklıdır.
Kaynak göstermek koşuluyla alıntı ve gönderme yapılabilir.
© Dilek Usanmaz, 2018



Teşekkür

Bu çalışma süresince, değerli zamanımı ayırıp, her daim desteğini gördüğüm, hem düşünceleri hem de eylemleri ile geleceğime yönelik farklı bakış açısı kazandıran saygıdeğer danışanım Prof. Dr. Serdar ÖZTÜRK hocama, beni bu günlere getiren ve hiçbir zaman desteklerini esirgemeyen aileme ve tabi ki bu tezin ortaya çıkmasında katkısı olan herkese sonsuz teşekkürlerimi bir borç bilirim.



**“TÜRKİYE’DE ENFLASYON HEDEFLERİ STRATEJİSİ UYGULAMA
SÜRECİNİN ANALİZİ; 2002-2016 YILLARI ÖRNEKLEMİ”**

Dilek USANMAZ

**Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Ana
Bilim Dalı, Yüksek Lisans, Haziran 2018
Danışman: Prof. Dr. Serdar ÖZTÜRK**

ÖZET

Bu çalışmada ilk olarak enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel kavramsal çerçevesi ve tarihsel süreçteki gelişimi incelenmiştir. Daha sonra bu stratejinin Türkiye’deki başarısı çoklu regresyon analizi ile incelenmiştir. Çalışmada bağımsız değişken olan Enflasyon hedeflemesi ile etkileşimi olan 4 adet başka bağımlı değişkenler belirlenmiştir. Bu değişkenler, Mevduat faizi, döviz kuru, enflasyon ve ekonomik büyümedir. Öncelikle bu değişkenler durağanlık testine tabi tutulmuştur. Durağanlık testi olarak ADF birim kök testi kullanılmıştır. Literatürde sıklıkla kullanılan bu değişkenler enflasyon hedeflemesinin performansını ölçmek için ayrı ayrı modellenerek Zaman serisi Çoklu Regresyon analizi ile test edilmiştir.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası Stratejileri, Fiyat İstikrarı, Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi, Çoklu Regresyon Analizi

**ANALYSIS OF THE INFLATION TARGETING STRATEGY
IMPLEMENTATION PROCESS IN TURKEY: THE CASE OF 2002-2016
YEARS**

Dilek USANMAZ

Nevşehir Hacı Bektaş Veli University, Institute of Social Sciences Economy

Master Branch Of Science, June 2018

Supervisor: Professor Doctor Serdar ÖZTÜRK

ABSTRACT

In this study, firstly the basic conceptual framework of the inflation targeting strategy and its historical development has been examined. Then the success of this strategy in Turkey were examined by multiple regression analysis. Four other dependent variables that interact with the inflation targeting, which is the independent variable to work, are defined. These variables are Deposit interest rate, exchange rate, inflation and economic growth. First of all, these variables were subjected to stationarity test. ADF unit root test was used as stationarity test. These variables, which are frequently used in the literature, have been tested by Time Series Multiple Regression analysis, modeled separately to measure the performance of the inflation target.

Keywords: Monetary Policy Strategies, Price Stability, Inflation Targeting Strategy Multiple Regression Analysis

İÇİNDEKİLER

BİLİMSEL ETİĞE UYGUNLUK	i
TEZ YAZIM KLAVUZUNA UYGUNLUK.....	ii
KABUL VE ONAY SAYFASI.....	iii
TEŞEKKÜR.....	iv
ÖZET.....	v
ABSTRACT.....	vi
İÇİNDEKİLER.....	vii
KISALTMALAR	ix
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	x
TABLolar LİSTESİ.....	xi

GİRİŞ

BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ YAKLAŞIMININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ VE TARİHSEL SÜREÇTEKİ GELİŞİMİ

1. PARA POLİTİKASININ TANIMI VE PARA POLİTİKASINDA HEDEFLEME STRATEJİLERİ	3
2. PARA POLİTİKASI YAKLAŞIMI OLARAK ENFLASYONUN DOĞRUDAN HEDEFLENMESİ.....	6
2.1. Fiyat İstikrarı Tercihinin Öne Çıkmasının Nedenleri	6
2.2. Kurala Bağlı – Takdire Bağlı Politika Ayrımı.....	8
2.3. Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı ve Genel Çerçevesi	8
2.3.1. Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı.....	9
2.3.2. Enflasyon Hedeflemesinin Çerçevesi ve Uygulama Koşulları	10
2.3.2.1. Enflasyon Hedeflemesinin Çerçevesi.....	11
2.3.2.2. Enflasyon Hedeflemesinin Uygulanabilmesi İçin Gerekli Koşullar	13
2.3.2.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Avantaj ve Dezavantajları....	16

İKİNCİ BÖLÜM

GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ENFLASYON

HEDEFLEMESİ UYGULAMASI.....	47
1. DÜNYADA ENFLASYON HEDEFLEMESİ	47
1.1. Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması.....	49
1.1.1. Yeni Zelanda	50
1.1.2. Kanada	54
1.1.3. Norveç	56
1.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı.....	58
1.2.1. Şili	64
1.2.2. Brezilya	66
1.2.3. Meksika	70

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYEDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASININ DEĞERLENDİRİLMESİ

1. 2001 KRİZİ SONRASINDA GERÇEKLEŞTİRİLEN DÜZENLEMELER	73
2. ENFLASYONLA MÜCADELEDE YENİ BİR YAKLAŞIM: ENFLASYON HEDEFLEMESİ 75	
2.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı Uygulaması: 2002-2005 Dönemi	75
2.2. Açık Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı Uygulaması	77
3. 2008 KÜRESEL FİNANSAL KRİZİNİN ENFLASYON HEDEFLEMESİ YAKLAŞIMI ÜZERİNE ETKİLERİ	79
4. LİTERATÜR TARAMASI	81
5. METODOLOJİ, DATA, MODELLER VE SONUÇLAR	83
5.1. Metodoloji ve Data	83
5.1.1. ADF (Autoregressive Dickey Fuller) Birim Kök Testi	84
5.1.2. Çoklu Regresyon Analizi	85
5.2. Modeller.....	86
5.3. Sonuçlar	87
SONUÇ.....	63
KAYNAKÇA	67
ÖZ GEÇMİŞ.....	79

KISALTMALAR

ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
COPOM	: Merkez Bankası Para Politikası Kurulu
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
IMF	: Uluslararası Para Fonu
IPCA	: Ulusal Tüketici Fiyat Endeksi
OCR	: Resmi Nakit Oranı
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
PPK	: Para Politika Kararları
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi

ŞEKİLLER

ŞEKİL 1: 2002-2005 ÖRTÜK ENFLASYON HEDEFLEMESİ DÖNEMİ HEDEF VE GERÇEKLEŞMELER	76
ŞEKİL 2: 2006-2016 AÇIK ENFLASYON HEDEFLEMESİ DÖNEMİ HEDEF VE GERÇEKLEŞMELER	77
ŞEKİL 3 : 2002-2016 DÖNEMİ ENFLASYON VE GERÇEKLEŞMELER	78



TABLULAR

TABLO 1: POLİTİK HEDEFLER ANLAŞMASI 1990-2017	51
TABLO 2: YENİ ZELANDA’NIN 1990 YILINDA İLAN ETTİĞİ ENFLASYON HEDEFLERİNE GEÇİŞ STRATEJİSİ ÇERÇEVESİ (1990)	52
TABLO 3: KANADA’NIN EKONOMİK PERFORMANSI (1970-2016)	56
TABLO 4: NORVEÇ’İN ENFLASYON HEDEFLERİNE GEÇİŞ STRATEJİSİNİN TEMEL ÇERÇEVESİ	57
TABLO 5: TEMEL EKONOMİK BÜYÜKLÜKLER İÇİN TAHMİNLER	57
TABLO 6: GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE SENYORAJ, TÜFE VE KAMU KESİMİ DENGESİ GÖSTERGELERİ	61
TABLO 7: LATİN AMERİKA ÜLKELERİNDE TEMEL EKONOMİK GÖSTERGELER	65
TABLO 8: BREZİLYA’DA ENFLASYON HEDEFLERİ VE TÜKETİCİ FİYATLARI ENDEKSİ: 1999 - 2007	69
TABLO 9: ENFLASYON, BÜYÜME VE REEL DÖVİZ KURU	71
TABLO 10: ADF BİRİM KÖK TEST SONUÇLARI	88
TABLO 11: MODEL 1 (ENFLASYON) SONUÇLARI	88
TABLO 12: MODEL 2 (FAİZ) SONUÇLARI	89
TABLO 13: MODEL 3 (DÖVİZ KURU) SONUÇLARI	89
TABLO 14: MODEL 4 (EKONOMİK BÜYÜME) SONUÇLARI	90

GİRİŞ

Enflasyon tarihsel süreç boyunca ülkeler için çözülmesi gereken bir sorun olmuştur. Zaman zaman ülkelerin ekonomik öncelikleri değişse de enflasyonla mücadelenin her zaman önemini koruduğu söylenebilir. Bu amaçla da farklı dönemlerde farklı stratejiler geliştirildiği görülmektedir. Zaman içerisinde parasal hedefleme ya da döviz kuru hedeflemesi gibi stratejilerin beklenen başarıyı sağlayamamalarından dolayı başta Yeni Zelanda olmak üzere Kanada, İngiltere ve İsveç gibi gelişmiş ülkeler 1990'lı yılların başından itibaren “Enflasyon Hedeflemesi” olarak adlandırılan yeni bir strateji uygulamaya başlamışlardır. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi, merkez bankasının fiyat istikrarının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla yönelik olarak para politikasının orta vade için belirlenen sayısal bir enflasyon hedefi ya da hedef aralığına dayandırılması ve bunun kamuoyuna açıklanması şeklinde tanımlanabilen para politikası uygulamasıdır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini diğer nominal çapa politikalarından ayıran en önemli unsur, merkez bankalarının hedeflenen enflasyon oranına ulaşmada değişik para politikası araçlarını kullanma serbestisine sahip olmasıdır. Resmi olarak ilk kez 1990 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlayan bu yaklaşımda, para politikası oluşturulurken tek bir değişken yerine enflasyonu etkileyebilecek her türlü değişken dikkate alınmakta ve değerlendirilmektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarısı uygulanacağı ülkede gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının varlığına bağlıdır. Enflasyonun doğrudan hedeflendiği stratejilerde para politikasının şeffaf olması ve kamuoyuna düzenli olarak bilgilendirme yapılması da esastır. Ayrıca bu stratejide diğer önemli bir husus, maliye politikasının para politikası ile örtüşmesi ve onu destekleyici nitelikte olması gerekliliğidir.

Bu çalışma da kısaca para politikası stratejileri değerlendirilerek 1990 yılından bu güne kadar ki süreçte enflasyon hedeflemesi stratejisinin dünyada ki ve Türkiye deki performansı incelenecektir.

Bu bağlamda, birinci bölümde,“Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin” kavramsal çerçevesi, tarihsel süreçte ortaya çıkışı ve gelişimi ele alınacaktır. İkinci bölümde, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler başlığı altında seçilmiş gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin uygulama süreci ve sonuçları incelenecektir. Üçüncü ve son bölümde ise Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Türkiye deki uygulama süreci ve performansı değerlendirilecektir.



BİRİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ YAKLAŞIMININ KAVRAMSAL ÇERÇEVESİ VE TARİHSEL SÜREÇTEKİ GELİŞİMİ

Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi, enflasyonun geleceğe yönelik olarak belirli bir dönemde nokta ya da band şeklinde ilan edilerek bu hedefin gerçekleştirilmesine ve sürdürülmesine yönelik para politikası yaklaşımıdır. Bu strateji, ilk defa resmi olarak 1990 yılında Yeni Zelanda tarafından açık bir şekilde ilan edilerek uygulanmaya başlanmıştır. Daha sonra onu Kanada ve İngiltere takip etmiştir. Zaman içerisinde özellikle yaşanan küresel krizden sonra bazı küçük değişiklikler geçirse de günümüzde halen pek çok ülke tarafında uygulanmaktadır. Bu bağlamda aşağıda önce kısaca para politikasının hedefleme stratejileri ele alınacak, daha sonra enflasyon hedeflemesinin yapısı ve tarihsel süreçteki gelişimi incelenecektir.

1. Para Politikasının Tanımı ve Para Politikasında Hedefleme Stratejileri

Para politikası terimi, merkez bankalarının reel çıktıda sürdürülebilir bir büyüme, yüksek istihdam ve fiyat istikrarı hedefleri doğrultusunda parasal ve diğer finansal koşulları etkilemeye yönelik eylemlerini ifade etmektedir (Lindsey and Wallich, 1987). Yani para politikası, merkez bankalarının bir ekonomideki paranın maliyetini ve kullanılabilirliğini etkileme kararlarıyla ilgilidir (European Central Bank, 2015)

Para politikasının oluşturulmasında ve yönetilmesinde merkez bankaları farklı rollere sahip çok sayıda değişken kullanabilmektedir. Optimal bir para politikası stratejisi beş aşamadan oluşmaktadır (Paya, 2013: ss. 176 – 177):

- Para politikasının “Nihai Hedefinin” belirlenmesi
- Nihai hedef ya da hedefleri yönlendirecek “Bitişik (Ara) Hedefin” belirlenmesi
- Bitişik (ara) hedefi yönlendirecek “Operasyonel Hedefin” belirlenmesi

- Para politikasının performansını ölçebilmek için “Gösterge Büyüklüklerin” belirlenmesi
- “Para Politikası Araçlarının” belirlenmesi

Aslında merkez bankasının temel amacı elindeki para politikası araçlarını kullanarak nihai hedeflere ulaşabilmektir. Ancak para politikası araçları ile nihai hedefler arasındaki dolaylı ilişkiler ve uzun gecikmelerden dolayı ortaya çıkabilecek hata ve yanılma riskinden dolayı merkez bankaları bazı yardımcı hedef ve değişkenler (operasyonel hedef, bitişik hedef vb. gibi) geliştirmişlerdir.

Ülkelerin sosyo-kültürel, siyasi ve ekonomik yapılarına göre değişiklikler arz etse de genel olarak ekonomi politikalarının temel (nihai) hedefleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Fiyat istikrarı
- İktisadi büyüme
- İstihdam düzeyi
- Finansal istikrar
- Faiz oranlarının istikrarı
- Ödemeler dengesinin istikrarı

Ülkeler açısından tüm bu hedeflerin hepsine birden aynı anda ulaşmak oldukça zor hatta imkânsızdır. Dolayısıyla merkez bankaları bu hedefler arasından bazısını ya da bazılarını tercih etmek zorundadır. Tarihsel süreçte ülkelerde hep farklı hedeflerin gündeme geldiği ve uygulandığı görülmektedir. Ancak 1990’lardan sonra dünyada yaşanan gelişmeler nihai hedef olarak fiyat istikrarının daha çok ön plana çıktığını göstermektedir.

Operasyonel hedef merkez bankasının günlük işlemleriyle etkileyebileceği endojen bir büyüklüktür. Para politikası uygulamasının anahtar değişkeninin operasyonel hedef olduğu söylenebilir. Bu bir fiyat (kısa dönem faiz oranı) ya da bir miktar (para tabanı) değişkeni olabilir. Her iki operasyonel hedefte merkez bankasının bilançosunu yönetebilmesine bağlıdır. Fiyat değişkeninin tercih edilmesi halinde

merkez bankası bilançosundaki değişiklikler içsel olurken, miktar değişkeninin tercih edilmesi halinde dışsaldır. Fiyat seviyesi hedeflemesi altında, merkez bankası faiz oranının hedeflenen seviyeden sapmasını engellemek için, parasal tabanın arz ve talebindeki geçici değişiklikleri etkilemeye çalışır. Bundan dolayı parasal taban bir artık değerdir, yani içseldir. Diğer taraftan miktar hedeflemesi altında merkez bankası eylemleri baz para talebindeki değişiklikleri kapsamaz. Şayet bir merkez bankası piyasa koşulları hakkında her zaman mükemmel bir bilgiye sahipse hedefleme için fiyat ya da miktar değişkeni iki yüzü benzer olan bir para gibi olabilir. Geçiş ülkelerindeki ve gelişmekte olan ülkelerdeki gittikçe artan sayıda merkez bankası operasyonel hedef olarak kısa vadeli faiz oranlarını tercih etmektedir. Bu genellikle bir faiz oranı koridoru dâhilindedir. Rekabetçi bir bankacılık sisteminin varlığını içeren etkili ve likit interbank para piyasaları, bir operasyonel hedef olarak, kısa vadelifaizoranının kullanımı için önkoşuldur. Aynı zamanda kısa dönem faiz oranları kamu tarafından kolaylıkla izlenebilir ve rahatça anlaşılabilir. Buna ilave olarak para politikasındaki değişikliklerle ilgili (işaretler) sinyaller kolaylıkla tanımlanabilir. Kısa dönem faiz oranlarının tam tersine bir miktar değişkeni tipik olarak, para piyasaları etkisiz olduğu zaman bir operasyonel hedef olarak seçilebilir ve miktarlar parasal aktarım mekanizmasında baskın bir rol oynar(Schaechter, 2001).

Para politikasının etkileri uzun dönem sonunda ortaya çıkar ve buda belirsizliğe neden olur. Dolayısıyla merkez bankaları uyguladıkları politikanın istedikleri doğrultuda gidip gitmediğini önceden görmek için bazen bazı büyüklükleri gösterge büyüklük olarak kullanabilirler. Buradaki amaç eğer istenmeyen bir durumun ortaya çıkma ihtimali söz konusu olursa önceden müdahale edebilmektir. Gösterge büyüklük kullanımı hem bitişik hedef hem de nihai hedef için sözkonusu olabilir. Enflasyon beklenti anketleri, çeşitli parasal büyüklükler ya da faiz oranları başlıca gösterge büyüklükler olarak sıralanabilir.

Bitişik (ara) hedefler, nihai hedefte istenen sonuçları doğuracak parasal büyüklükler olarak tanımlanabilir. Merkez bankaları nihai hedefleri doğrudan doğruya değil dolaylı olarak etkileyebilmektedir. Ayrıca bu etki aktarım sürecinde de zamansal bir gecikme sözkonusudur. Dolayısıyla merkez bankaları ellerindeki araçlar vasıtasıyla nihai hedefe ulaşabilmek için doğrudan ve daha kısa sürede kontrol edebilecekleri

bazı parasal büyüklükleri kullanırlar. Para politikası araçları ile nihai hedefler arasında yer alan bu büyüklükler bitişik (ara) hedeflerdir.

Para politikası bitişik (ara) hedef stratejileri dörde ayrılabilir(Schaechter, 2001) :

- i. Döviz kuru hedeflemesi
- ii. Parasal hedefleme
- iii. Örtülü nominal çapa hedeflemesi
- iv. Takip eden gösterge değişken ile doğrudan nihai amacının hedeflemesi (özellikle enflasyon hedeflemesi)

2. Para Politikası Yaklaşımı Olarak Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi

Uygulanan diğer para politikası stratejilerinin (parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi gibi) beklenen başarıyı sağlayamamaları ülkeleri yeni arayışlara itmiştir. Bu arayışlar sonucu ortaya çıkan yaklaşımlardan birisi ve belki de en popüler enflasyon hedeflemesi yaklaşımıdır. Bu bağlamda aşağıda sırasıyla fiyat istikrarı tercihinin öne çıkmasının nedenleri, enflasyon hedeflemesi stratejisinin kurala bağli-takdire bağlı politika ayırımındaki yeri, enflasyon hedeflemesinin kavramsal çerçevesi, uygulama koşulları, avantaj ve dezavantajlarından bahsedilecektir.

2.1. Fiyat İstikrarı Tercihinin Öne Çıkmasının Nedenleri

İstikrar, dinamik bir kavramdır. Bir sistemin yaşadığı geçici dalgalanmalar sonrasında hedeflenen dengeye geri döndürme kabiliyeti anlamına gelir (Takım, 2011). Fiyat istikrarı ise, ekonomik aktörlerin tüketim, yatırım ve tasarruf gibi kararlarını alırken genel fiyat seviyesindeki olası değişiklikleri dikkate almaya gerek duymayacakları düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını ifade etmektedir. Dolayısıyla bu durum enflasyon riskinin ihmal edilebilir düzeyde olması anlamına gelmektedir (Kara ve Orak, 2008). Fiyat istikrarı ile pratikte asla sıfır enflasyon oranı kastedilmemektedir (Bernanke and Mishkin,1997). Gelişmiş ülkelerde, yıllık yüzde 2 - 2,5 düzeyindeki bir enflasyon oranı istikrarlı bir düzey olarak kabul edilirkengelişmekte olan ülkelerde bu rakam 1-2 puan daha yüksek olabilir. Yani fiyat istikrarı, enflasyonun insanların ekonomik kararları üzerine etki eden bir unsur olmaması anlamına gelmektedir (Bank of Canada, 2012).Fiyat istikrarını başarmak,

sağlam bir paraya sahip olmak için gerekli şarttır. Bu, ekonominin yabancı para cinsinden borçlanmaya olan bağımlılığını da azaltacaktır. Ayrıca, fiyat istikrarını başarılı bir şekilde gerçekleştirmiş olan merkez bankaları, yeterli güvenilirliğe de sahip olacaktır. Bu durum merkez bankalarının para politikası araçlarını kullanma yeteneğini artırmaktadır (Mishkin, 2000c).

Fiyat istikrarı kendiliğinden gerçekleşen bir durum değildir. Gelişmiş ülkelerde fiyat istikrarının sağlanması, para politikasının giderek önem kazanan bir hedefi olarak kabul edilirken gelişmekte olan ülkelerde henüz bu konuda bir görüş birliği olduğu söylenemez. Çünkü bu ülkelerde büyüme ve istihdam yaratma, uluslararası ticarete rekabet edebilme gücü ve mali piyasalarda istikrarın sağlanması gibi çeşitli hedef ve koşulların gerçekleştirilmesi enflasyon hedefi ile çelişebilmektedir. Ancak, fiyat istikrarı, ekonomik ve sosyal istikrarın da olmazsa olmaz koşuludur. Fiyat istikrarı sağlanmadığında bir ülkenin ekonomisi, siyasi ve sosyal yapısının önemli ölçüde zarar göreceği söylenebilir (Takım, 2011).

Merkez bankaları fiyat istikrarını sağlamaya yönelik uyguladıkları yaklaşımlarda nominal fiyatların aşağı yönde esnek olmamasından dolayı genellikle faiz oranlarını temel araç olarak kullanmaktadırlar.

Genel Fiyat Seviyesi, bireysel fiyat hareketlerindeki bütün etkiyi elde etmede kullanılır. Dolayısıyla, bir ekonomide fiyat istikrarı, genel fiyat seviyesindeki istikrarla ilişkili anlamda kullanılmaktadır, fakat bireysel fiyat istikrarı ya da sabit fiyat istikrarını ima etmemektedir. Bu durum FEDeski başkanı Alan Greenspan tarafından da şu şekilde ifade edilmiştir: “Fiyat istikrarı ortalama fiyat seviyesinde beklenen değişikliklerin yeteri kadar küçük ve yeteri kadar yavaş olması anlamına gelmektedir”. Fiyat istikrarı ölçümünde, özellikle mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki artış ya da azalıştan ziyade genel fiyat seviyesindeki değişiklikleri gösterecek bir ölçü kullanmak gerekmektedir. Genel fiyat seviyesi, fiyat endeksi olarak adlandırılan bir istatistik aracı ile ölçülür. Fiyat endeksi, mal ve hizmet seçiminde ki belirlenen bir sepetin toplam değerinin ilişkili payın yansıtılmış olan her bir parçasının önemli ilişkisini temsil ettiği sepetin basit şekilde ortalama fiyatının bir ağırlığıdır. (Central Bank of Sri Lanka, 2005)

2.2.Kurala Bağlı – Takdire Bağlı Politika Ayrımı

Literatürde para politikasında iki temel yaklaşımın olduğu kabul edilmektedir. Bu “Kurala Bağlı Politika” ve “Takdire Bağlı Politika” ayrımı olarak ifade edilebilir (Bernanke et. al., 2001: 20-21). Kurala bağlı para politikası, genellikle parasal koşulları yansıttığı kabul edilen belirli bir parasal büyüklüğü para politikasının hedefi olarak benimseyip yönetimin bu hedefe uymakla yükümlü olduğunu bir kural olarak kabul eden politikadır (Bordo and Jonung, 2001). Takdire bağlı para politikası ise yönetimlerinin takdirine bağlı olan yani aktif para politikasıdır. Burada politik uygulamaların her dönemde parasal otoriteler tarafından yeniden gözden geçirilerek değerlendirilmesi söz konusudur (Scarлата, 2002: 169). Yani Takdire bağlı para politikasında para otoritesi kendi yasama yetkisi gereğince özgürdür (Dwyer, 1993). Takdire bağlı para politikasının Keynesçi Yaklaşımın uzantısında ortaya çıktığı ve geliştiği söylenebilir.

Literatürde enflasyon hedeflemesi yaklaşımının takdire bağlı bir politikayı yoksa kurala bağlı bir politikayı olduğu konusunda farklı görüşlerin olduğu görülmektedir. McCallum enflasyon hedeflemesi yaklaşımını kurala bağlı bir politika olarak kabul etmektedir (McCallum, 2001). Ancak enflasyon hedeflemesi yaklaşımının kurala bağlı bir para politikası olduğu konusunda evrensel bir kabul olduğu söylenemez (IMF, 2002). Aslında enflasyon hedeflemesi yaklaşımının uygulamada katı bir kuraldan oldukça uzak olduğu söylenebilir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, merkez bankasına para politikasını nasıl yönetmesi gerektiği konusunda basit ve mekanik talimatlar sağlamamaktadır ve uygulamada önemli ölçüde politik takdir düzeyi içermektedir. Ancak zaman tutarsızlığı probleminden dolayı da takdire bağlı bir politika olarak uygulanması oldukça zordur. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi yaklaşımını “kısıtlanmış takdire bağlı para politikası” olarak tanımlamak daha doğru bir yaklaşım olacaktır (Mishkin, 2000b).

2.3.Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı ve Genel Çerçevesi

Bu bölümde enflasyon hedeflemesinin kavramsal çerçevesi ve uygulama koşulları incelenecektir.

2.3.1.Enflasyon Hedeflemesinin Tanımı

Enflasyon, fiyatları tahrip etmesinin yanında, tasarrufları aşındırır, yatırımları caydırır, sermaye kaçışını teşvik eder, büyümeyi engeller, ekonomik planlamayı bir kâbus haline getirir ve eğer aşırı düzeyler de söz konusu olursa sosyal ve politik kargaşayana neden olabilir. Bundan dolayı devletler tarafından enflasyon her zaman ciddi ve mücadele edilmesi gereken bir sorun olarak görülmüştür. Tarihsel süreçte hükümetlerin pek çoğunun para politikalarını, parasal büyüklükler ya da döviz kuru oranları gibi ana hedeflere bağlı olarak yönetmeye çalıştıkları görülmektedir (Debelle et al., 1998). Ancak para politikasının yönetilmesinde bir döviz kuru çapasının veya bazı parasal büyüklüklerin ana hedef olarak kullanılmasındaki zorluklar ve başarısızlıklar 1990'larda özellikle gelişmiş ülkelerden bazılarının enflasyon hedeflemesi olarak bilinen yeni bir para politikası stratejisini benimsemelerine neden olmuştur (Masson et. al., 1997).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi, devlet, merkez bankası ya da her ikisinin birlikte hareket etmesi yoluyla enflasyon oranı için belirlenen ve ilan edilen resmi niceliksel bir hedefin ya da hedef aralığının sağlanması ve sürdürülmesi amacıyla yönelik olarak merkez bankasının para politikası araçlarını kullanarak gerçekleştirmeyi taahhüt ettiği bir para politikası rejimidir (Öztürk, 2003: 73). Enflasyon hedeflemesi stratejisi para politikasının performansını arttırmak için oluşturulmuş bir operasyonel rejimdir. Fiyat istikrarı, para politikasının esas amacı olup, Merkez bankası parasal hedeflere nasıl ulaşılacağı konusunda karar alırken bağımsızdır ve bu hedeflerin başarılmasında birini derecede sorumludur (IMF, 2002). Bu, merkez bankasının işsizliği ya da ekonomik büyüme oranını göz ardı ettiği anlamına gelmez. Sadece bir öncelik sıralaması söz konusudur. Merkez bankası enflasyon hedefi ile çelişmediği sürece diğer hedefleri de gözetebilir (Kasa, 2001). Merkez bankası enflasyonun gelecekteki seyri konusunda tahminlerde bulunur; tahmin, hedeflenen enflasyon oranı ile karşılaştırılır. Eğer bir fark varsa bu, para politikasının ne şekilde ayarlanması gerektiğinin tespitinde yardımcı olur. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, dar anlamda ara hedef içermemekte, doğrudan fiyat istikrarına odaklanmaktadır (Öztürk, 2009). Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi stratejisinin diğer stratejilerden temel farkı para politikası araçlarının geçmiş ya da cari enflasyon

yerine gelecekteki enflasyona dayanması ve gelecekteki enflasyon hakkında rastlantısal varsayımların yapılmamasıdır (Alparıslan, Ataman Erdönmez, 2000).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin fiyat istikrarını sağlamaya yönelik diğer alternatif yaklaşımlarla karşılaştırıldığında daha esnek bir strateji olduğu söylenebilir. Bunun nedeni, enflasyon hedeflerinin genellikle orta vade için tanımlanması ve kısa dönemli sapmaların olabileceğinin kabul edilebilir olmasıdır (Öztürk, 2009). Ayrıca, enflasyon üzerine ileriye dönük beklentilerin etkilerini güçlendirmede de önemli bir rol oynamaktadır (Landerretche et. al., 2001)

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ilk kez 1990 yılında Yeni Zelanda Merkez Bankası tarafından uygulanmıştır(Gosselin, 2007). Yeni Zelanda'yı 1991 yılında Kanada ve 1992 yılında da İngiltere takip etmiştir (Mishkin and Hebbel, 2007). 2007 yılında 20'den daha fazla gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin bu stratejiyi uyguladığı görölmektedir (Svensson, 2007).

Enflasyon hedeflemesi 5 temelunsur içeren bir para politika stratejisidir (Mishkin and Savastano, 2000);

- Orta vadeli bir sayısal hedefin kamuoyuna duyurulması
- Para politikasının temel hedefi olarak fiyat istikrarı için tam bir kurumsal bağlılık
- Para politikası enstrümanlarının belirlenmesinde sadece parasal istatistikler ve döviz kuru değil aynı zamandabirçok değişkeni de kapsayan bilgi içerikli bir strateji
- Merkez bankası kararının ve planlarının kamuoyuna ve piyasalara duyurulması yoluyladaha şeffaf bir para politikası stratejisi
- Merkez bankasının enflasyon hedeflerini tutturma konusundagüvenilirliğinin artması

2.3.2. Enflasyon Hedeflemesinin Çerçevesi ve Uygulama Koşulları

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilmesi için uygulanacağı ülkede bazı ekonomik ve finansal koşulların (altyapının) oluşmuş olması gerekir. Bundan dolayı

pek çok gelişmekte olan ÷lke bu stratejiyi uygulamaya başlamadan önce bu şartları sağlamaya yönelik bir takım düzenlemeler yapmışlardır. Aşağıda önce enflasyon hedeflemesine geçiş aşamasında yerine getirilmesi gerekenunsurlar ve uygulama koşulları daha sonra da bu stratejinin avantaj ve dezavantajları anlatılacaktır.

2.3.2.1. Enflasyon Hedeflemesinin Çerçevesi

Enflasyon hedeflemesi stratejisini benimseyen merkez bankası, enflasyon oranı için bir hedef ya da hedef aralığı belirlemelidir. Hedef, yalnızca hükümet tarafından, hükümet ile merkez bankası birlikte ya da yalnızca merkez bankası tarafından belirlenebilir (Parkin, 2013). Enflasyon hedefini kimin belirleyeceği merkez bankasının bağımsızlık düzeyi ile de yakından ilişkilidir (Mason, Savastano and Sharma, 1997).Hükümetin etkisinden tamamıyla bağımsız bir merkez bankası yoktur. Fakat merkez bankası belirlenen hedefi gerçekteşirmede araçların seçiminde bağımsız olmak zorundadır (Debelle, et.al. 1998). Yani amaç bağımsızlığı bir zorunluluk olmamakla beraber araç bağımlılığı zorunluluktur.

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ÷lkeler, enflasyon hedefi için ya bir nokta hedefi ya bir band hedefi ya da bir enflasyon tavanını seçmişlerdir(Debelle et. al., 1998). Örneğin enflasyon hedeflemesi yaklaşımını uygulayan ilk ÷lke olan Yeni Zelanda, enflasyon hedefini bir band olarak ilan etmiş ve uygulamaya %3-5 hedef aralığıyla başlamıştır (Orphanides and Wieland, 2000). Enflasyon hedeflemesinin stratejisinde bir band hedef kullanılması bazı avantajlara sahip olduğu kadar eleştirilmektedir de. Dolayısıyla bazı ÷lkeler bu eleştiriler doğrultusunda alternatif bir uygulama olarak enflasyon hedefini tek bir nokta olarak belirlemişlerdir (Bernanke and Mishkin,1997). Finlandiya buna örnek olarak gösterilebilir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi ileriye doğru birkaç yılı kapsayacak şekilde oluşturulabilecek geleceğe dönük bir uygulamadır. Para politikasının ekonomiyi ve özellikle enflasyonu uzun gecikmelerle etkilemesinden dolayı hedefi gerçekteşirmek için uygun zaman boyutu belirlenmeli ve bu, açık bir şekilde kamuya ilan edilmelidir (Lane et.al. 1995).÷lkelerde uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisiyle ilgili zamansal boyut, başlangıçtaki enflasyon oranına göre de değişmektedir. Başlangıçtaki enflasyon oranı, arzulanan enflasyon düzeyinden farklı olan ÷lkeler

ortaya çıkacağı melerden dolayı iki yıl çerçevesinde bir uygulama sürecine izin vermektedir (DeBelle et. al.,1998).

Teoride, sıfır enflasyon düzeyi fiyat istikrarına eşitmiş gibi görünmektedir, ancak enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayanlar tarafından seçilen enflasyon hedefleri sıfırın üzerindedir ve bu durum para politikası uygulayıcılarının aşırı düşük enflasyon hakkındaki kaygılarını yansıtmaktadır. Özellikle düşük enflasyon reel ekonomik aktive üzerinde önemli negatif etkilere sahip olabilir. Aslında, deflasyon derin resesyona ya da hatta depresyona yakından ilişkilidir. Sıfırın üzerinde hedeflenen enflasyon oranı, deflasyon periyodunu daha az olası kılmaktadır. Sıfırın üzerinde sürdürülebilir bir enflasyon hedefi (fakat sıfırın çok fazla üzerinde değil), enflasyonist beklentilerde bir istikrarsızlığa ya da merkez bankasının güvenilirliğinde bir azalmaya neden olmaz. (Mishkin, 1999).

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımında, hedeflenen enflasyon oranının ölçümü de son derece önemlidir. Seçilecek fiyat endeksinin kamu tarafından anlaşılabilir şekilde son derece açık ve güvenilir olması gerekir. Uygulamada, hedeflenen enflasyon oranının ölçümünde iki tür endeksin dikkate alındığı görülmektedir: TÜFE ve GSMH Deflatörü. TÜFE kamu tarafından en iyi bilinen endeks olması ve düzenli olarak izlenebilmesi dolayısıyla çok daha fazla tercih olunmaktadır (Croce and Khan, 2000). Bununla beraber, TÜFE'nin genellikle merkez bankasının kontrolünün ötesinde unsurlar içerdiği kabul edilmektedir. Bundan dolayı bazı merkez bankaları TÜFE enflasyon oranı yerine çekirdek TÜFE'yi tercih etmektedirler (Carare et. al., 2002). TÜFE ve çekirdek TÜFE arasındaki fark TÜFE'de olan ve merkez bankasının kontrolü dışında olan bazı unsurların (ipotek faiz ödemeleri vb. gibi) dışarıda bırakılmasıdır. Bunun nedeni, beklenen enflasyonun hedeflenen enflasyondan daha fazla artış göstermesi karşısında kısa vadeli faiz oranlarının arttırılarak fonlama maliyetinden dolayı enflasyon oranında (TÜFE), daha fazla bir artışın önlenmek istenmesidir (DeBelle, et.al. 1998).

2.3.2.2. Enflasyon Hedeflemesinin Uygulanabilmesi İçin Gerekli Koşullar

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanabilmesi için gerekli temel koşullar şu şekilde sıralanabilir (Blejer, et.al., 2002):

- Para politikasının nihai hedefinin fiyat istikrarı olması,
- Merkez bankasının bağımsız olması, (merkez bankası bağımsızlığı şeffaflık, hesap verebilirlik ve kamu ile iletişim yoluyla desteklenmelidir)
- Gelişmiş finansal ve mali piyasaların olması
- Mali Baskınlığın olmayışı
- Para ve maliye politikası arasındaki koordinasyonun sağlanması

İlk olarak, Merkez bankasının büyüme, istihdam ve döviz kuru istikrarı gibi diğer hedefleri bir tarafa bırakarak fiyat istikrarı hedefine odaklanması gerekir. Bu diğer tüm hedefleri göz ardı etmesi anlamına gelmemektedir. Fiyat istikrarı hedefi ile çelişmemek kaydıyla büyüme ya da istihdam hedefini de gözetebilir. Burada merkez bankasının önceliği fiyat istikrarıdır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin benimsenen merkez bankasının esnek döviz kuru sistemini tercih etmesi gereklidir. Çünkü sabit kur sistemi altında enflasyon hedeflemesi sisteminin başarılı bir şekilde işlemesi pek mümkün değildir (Berganza and Broto, 2012: 428-444). Tarihsel sürece baktığımızda enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan hemen hemen bütün ülkelerin esnek kur sistemini uyguladığı görülmektedir—İsrail hariç (Takım, 2011).

İkinci olarak, Merkez bankasının uyguladığı para politikası stratejisinin başarısı bağımsızlığı ile doğrudan ilişkilidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için hem kurumsal hem de operasyonel anlamda merkez bankasının bağımsız olması gerekir. Bu bağlamda, merkez bankasının açık bir yetkiye sahip olması, takdir yetkisine uygun bir biçimde para politikası araçlarını oluşturabilme özerkliğinin bulunması ve kamuya hesap verebilirliğin sağlanması; yani halkın para politikası çerçevesi ve yönetimi hakkında bilgilendirilmesi gereklidir. Merkez bankasının bağımsızlığı, amaç bağımsızlığı ve/veya araç

bağımsızlığı şeklinde olabilir. Araç bağımsızlığı yani para politikası araçlarını oluşturmada takdir yetkisine sahip olması zorunlu iken amaç bağımsızlığı bir zorunluluk değildir (Öztürk, 2009).

Enflasyon hedeflemesi rejimi yüksek düzeyde hesapverebilirlik ve şeffaflık ile karakterize edilebilir (Svensson, 1998b)

Merkez bankası bağımsızlığı gelişmiş hesap verebilirlik, şeffaflık ve kamu ile iletişim yoluyla desteklenmelidir. Para politikasının şeffaflığı, Parasal hedefler hakkında para otoritesinden kamuya sürekli bir bilgi akışı olarak tanımlanabilir (Neumann, 2002). Merkez bankalarının daha şeffaf olmaya olmalarının arkasında iki temel faktör vardır. Birincisi, şeffaflık ve para politikasının etkinliği arasındaki ilişkidir. İkincisi ise şeffaflık ve hesap verebilirlik arasındaki bağlantıdır (Freedman and Laxton, 2009). Piyasalar, politik hedefleri ve para politikası ölçümleriyle bu hedefler arasındaki bağlantıları anladığı zaman uygulanan para politikası daha etkili olacaktır (Woodford, 2004). İlan edilen enflasyon hedeflerinin kamuoyu tarafından anlaşılması, belirli parasal büyüklüklerin artış oranından anlaşılmasından çok daha kolaydır. Ayrıca, enflasyon düzeyi kadar enflasyonun değişkenliği de ciddi maliyetlere neden olabilir (Epstein and Yeldan, 2008). İlan edilen açık enflasyon hedefleri enflasyonun gelecekteki seyri hakkında belirsizliği azaltacak, tasarruf ve yatırım kararlarını olumlu yönde etkileyecek ve verimliliği de arttıracaktır. Buna ilave olarak, merkez bankasının amaçları, finansal piyasalarda ki dalgalanmaların azaltılmasına da yardımcı olabilir (Croce and Khan, 2000).

Şeffaflık konusu sorumluluk ve hesap verebilirlik ile de yakından bağlantılıdır. Bu sorumluluğun politik baskıdan çok yapılandırılmış bir tartışmaya götürdüğü boyut, hedef tasarımı sayesinde kısmen belirlenebilir (Mishkin and Posen, 1997). Enflasyon hedefi çerçevesi içinde para politikasının etkinliğini artırmak için politika değişikliklerinin duyurulması ve bu değişikliklerin sebeplerinin belirginleştirilmesi gerekir. Bu da herhangi bir enflasyon hedefinden sapmanın merkez bankasından kaynaklı bir hata mı olduğunu ya da politikanın karar aşamasındaki öngörülebilir bir sapma mı olduğunu daha açık bir hale getirir. Enflasyon hedefi çerçevesi de mümkün olduğu kadar şeffaflaştırılmalıdır. Genel olarak enflasyon hedeflemesi stratejisi

uygulayan merkez bankaları doğrudan hükümete karşı sorumludur. Meclise düzenli olarak ifade verilmesi ve yıllık raporların yayımlanması sorumluluğun ve hesap verebilirliğin başlıca belirleyicisidir. Enflasyon hedeflemesi çerçevesinde sorumluluk ve şeffaflığı arttırmakta kullanılan bir diğer araç da düzenli enflasyon raporlarının yayımlanmasıdır. Merkez bankasının başarısızlığı durumunda sorumluluk ve hesap verebilirlik konusundaki en çarpıcı örnek Yeni Zelanda Merkez Bankasıdır. Yeni Zelanda Merkez Bankasında enflasyon hedefinde sapma olduğu takdirde başkanın performansı yönetim kurulunca gözden geçirilir. Kurul, devlete yöneticinin göreve devam edip etmeyeceğine dair öneri getirir. Buradan da anlaşılacağı gibi, merkez bankası başkanı Yeni Zelanda da enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarı veya başarısızlığından doğrudan sorumlu tutulur. Başka hiçbir ülke kendi merkez bankasına veya yöneticisine benzeri standartlar uygulamamıştır (DeBelle, 1997).

Üçüncü olarak, enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayacak ülkeler gelişmiş finansal ve mali piyasalara sahip olmalıdır. Bu stratejinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi içingerekli olan ve para otoriteleri tarafından kullanılacak parasal araçların etkinliği gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının varlığına bağlıdır. İyi işleyen finansal ve mali piyasalar, bu strateji altında para politikasının formülasyonunu daha da kolaylaştıracaktır. Mali ve finansal piyasaların kullanılan parasal araçlara yeterli çabuklukta tepki vermemesi enflasyon hedeflerinden sapmalara yol açabilecektir. Ayrıca mali piyasaların devlet tahvili gibi enstrümanlarla kamu borçlanmasını karşılayacak derinlikte olması merkez bankasının kamu borçlanmasında taşıyacağı yükün azaltılması ya da hiç olmaması açısından da önem taşımaktadır (Alparlan, Ataman Erdönmez, 2000). Ülkede ki finansal sistemin zayıf olması halinde merkez bankaları kısa vadeli faizlere ilişkin kararlar alırken zaman zaman sıkıntılar ve kararsızlıklar yaşayabilmektedir. Hatta merkez bankaları, fiyat istikrarı hedefi ile finansal istikrar arasında bir ikilemde kalabilmekte ve enflasyonu kontrol altına almak için ihtiyaç duyulan faiz değişikliklerini gerçekleştirmeyebilmektedir (Öztürk, 2009).

Dördüncü olarak, Gelişmekte olan ülkelerin yüksek borç stokuna sahip olması ve vadelerinin kısa olması para politikasının etkinliğini zayıflatabilmektedir. Bu da aktarım mekanizmasının işleyişini çeşitli yönlerden kısıtlayabilmektedir. Bu duruma

“mali baskınlık” adı verilmektedir (Kara ve Orak, 2008). Net Kamu Borcu/GSMH ile ifade edilen mali baskınlık genellikle gelişmekte olan ülkelerde yüksek düzeydedir. İstikrarlı bir maliye politikasının varlığı enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı bir şekilde uygulanabilmesi için gerekli zemini hazırlaması bakımından oldukça önemlidir.

Mali baskınlığın aktarım mekanizması üzerindeki ilk etkisi, borç stokunun önemli bir bölümünün döviz cinsinden ya da dövize endeksli olduğu veya yatırımcıların riskten kaçınma eğilimlerinin yüksek olduğu bir ortamda faiz oranlarının artmasına ve borç yükünün daha da ağırlaşmasına yol açarak borcun sürdürülebilirliğine ilişkin kaygıları arttırmasıdır. Mali baskınlığın aktarım mekanizması üzerindeki bir diğer etkisi ise vade priminde sert dalgalanmalara yol açarak temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranları ile piyasalardaki orta ve uzun vadeli faiz oranları arasındaki ilişkiyi zayıflatmasıdır. Kısaca, mali baskınlığın ciddi boyutlarda olduğu ekonomilerde, para politikasının enflasyon üzerindeki etkisi genel olarak kısa ömürlü ve öngörülemez olduğundan, enflasyonla mücadelede maliye politikasının daha etkin olduğu görülmektedir (Kara ve Orak, 2008).

Beşinci olarak ise, Finansal istikrar sağlanmasında, doğru bir para politikası stratejisinin uygulanmasının yanı sıra para politikası ile maliye politikası arasındaki uyumun sağlanması ve sürdürülmesi de esastır. Mali uyum, büyüme ve fakirliğin azaltılması ile beraber özellikle fiyat istikrarının başarılmasında gerekli olan temel unsurlardan birisidir. Ancak enflasyon hedeflemesi yaklaşımının tek başına mali disiplini sağlama ve mali baskınlığı önleme konusunda yeterli olduğunu söylemek mümkün değildir (Öztürk, 2009).

2.3.2.3. Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Avantaj ve Dezavantajları

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin diğer alternatif para politikası rejimleriyle karşılaştırıldığında bazı avantajlara ve bazı olası ciddi problemlere sahip olduğu ileri sürülmektedir.

Enflasyon hedeflemesinin orta vadeli bir para politikası stratejisi olarak avantajları aşağıdaki gibi sıralanabilir (Mishkin, 1999; Mishkin, 2001; Svensson 1996 and Mishkin, 2004);

- Enflasyon hedeflemesi stratejisi, döviz kuru oranı hedeflemesinin tersine fakat parasal hedeflemeye benzer bir şekilde, para politikasının, ulusal ekonomide meydana gelen şoklara karşılık verebilmesine ve yaşanan şoklar karşısında esnek olabilmelerine olanak sağlar.
- Enflasyon hedeflemesi, para otoritesine elde edilen tüm bilgileri kullanabilmesine ve para politikasının yalnızca bir değişkenegöre değil en iyi değişkenler setine göre belirlenmesine izin verir.
- Enflasyon hedeflemesi, halk tarafından kolaylıkla izlenebilir ve bundan dolayı da büyük ölçüde şeffaflığa sahiptir. Parasal hedeflerin (kamu) halk tarafından kolaylıkla anlaşılabilmesi, enflasyon hedeflemesinden daha az olasıdır.
- Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı, belirlenmiş bir niceliksel hedef ile para politikasının performansının, hedeflenen enflasyon ile dönem sonunda gerçekleşen enflasyonun karşılaştırılması yoluyla dönem sonunda ölçülebilmesine imkân sağlar. Bu durum para politikasının değerlendirilmesini basitleştirirken böylece para politikasının hesap verebilirliğini de artıracığından merkez bankasının aşırı genişletici para politikası izleyerek çıktıyı ve istihdamı arttırmayı deneyerek zaman-tutarsızlığı tuzağının içine düşme olasılığını azaltacaktır. Zaman tutarsızlığı büyük bir çoğunlukla merkez bankasının, aşırı genişletici para politikası izlemesi yönündeki baskılardan kaynaklanmaktadır.
- Enflasyon hedeflemesinin temel avantajlarından birisi de, merkez bankasının uzun dönemde ekonomik büyümeyi ve hizmet hacminin sürekliliğini artırmak için ne yapabileceği hususunda çatışmaya odaklanmasına yardımcı olmasıdır. Bundan dolayı enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının enflasyonist para

politikası izlemesi yönündeki politik baskıları azaltma potansiyeline sahiptir ve böylece zaman-tutarsızlığı problemi olasılığını azaltır.

- Enflasyon hedeflemesinin, sadece para politikasının değil aynı zamanda maliye politikalarının da hesap verebilirliğini ve disiplinini artırabileceği öne sürülmektedir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin diğer para politikası stratejileriyle karşılaştırıldığında bazı önemli avantajlara sahip olduğu kabul edilse de birçok iktisatçı tarafından bazı potansiyel problemleri olduğu da öne sürülmektedir. Bu problemler aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- Enflasyon hedeflemesi stratejisinde, para otoriteleri enflasyonu başarılı bir şekilde kontrol edebiliyor gibi görünse de aslında para politikasının enflasyon üzerinde kesin olmayan etkileri yüzünden bazı sorunlar ortaya çıkabilmektedir. Enflasyonun kontrolündeki zafiyet; transmisyon mekanizmasındaki gecikmelerden, transmisyon mekanizması hakkındaki belirsizlikten, ekonominin cari dönemdeki durumu ve ekonomiye gelecekteki şoklar, enflasyon üzerinde para politikasından başka faktörlerin etkisi ve özellikle kontrol gecikmeleri içinde olan şoklardan kaynaklanmaktadır (Svensson, 1998a). Böylelikle politikacılar için enflasyon hedefini tutturmanın döviz kurunu sabitlemekten ya da para toplamı hedefine ulaşmaktan daha zor olacağı söylenebilir. Bu özellikle enflasyonu daha önceki yüksek seviyenin altına indirmeyi deneyen ve bundan dolayı da ciddi boyutta enflasyon tahmin hataları oluşması muhtemel olan, gelişen piyasa ülkeleri için ciddi bir sorun olabilir (Mishkin and Posen, 1997).
- Enflasyon hedeflemesiyle ilgili öne sürülen bir başka potansiyel sorun, enflasyonun para politikaları haricinde başka şeylerden de etkilenmesi dolayısıyla enflasyonu kontrol etmenin zor olması ve para politikası araçlarının enflasyon üzerindeki etkisinin daha uzun vadede ve gecikmeli olarak görülmesinden dolayı enflasyon hedeflemesi stratejisinin hem halka hem de piyasalara para politikasının konumu hakkında acil sinyaller

sağlayamamasıdır. Bunun da hesap verebilirliği alternatif rejimlere kıyasla daha da zayıflatacağı kabul edilmektedir. Özellikle, yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçmekte olan gelişmekte olan ülkelerde bu durum ciddi sorunlar yaratabilmektedir(Svensson, 1996; Mishkin, 1999).

- Bir başka önemli bir nokta, enflasyon hedeflemesinin ekonominin reel yönüne muhtemel etkilerinin belirsiz olmasıdır.
- Enflasyon hedeflemesiyle ilgili bir başka endişede düşük ve istikrarsız bir üretim ve istihdam artışına neden olacağı konusundadır. Ancak uygulamalar göstermektedir ki bu stratejide anti-enflasyonist uygulamalar üretim seviyesinin normal düzeyin daha altına inmesine neden olsa bile düşük enflasyon düzeyleri bir kere başarıldıktan sonra üretim ve istihdam seviyeleri tekrar en az daha önceki kadar yüksek düzeylere dönmektedir (Mishkin, 1999).
- Enflasyon hedeflemesi stratejisinin mali baskınlığı önleyemeyeceği de öne sürülmektedir. Bu durumda enflasyon hedeflemesi için gerekli olan esnek döviz kuru uygulamasının ülkede finansal istikrarsızlığa neden olabileceği kabul edilmektedir. Özellikle gelişmekte olan ülkelerin buna açık olduğu söylenebilir (Mishkin, 2001).

İleri sürülen tüm ciddi problemlere rağmen enflasyon hedeflemesinin birçok kesim tarafından basit ve güçlü bir çözüme sahip olduğunu öne sürülmektedir. Enflasyon hedeflemesi aslında enflasyon tahmin hedeflemesi demektir; bu durumda merkez bankasının enflasyon hedefleri ara hedef haline gelir. Bu, para politikasının uygulanmasını ve kontrol edilebilmesini basite indirger. Merkez bankasının enflasyon tahmini aslında ideal bir ara hedefdir; amacıyla en yakın ilişkili olan cari değişkenin tanımıyla da, amaçtan daha fazla kontrol edilebilirliğe sahiptir ve amaçtan daha iyi gözlemlenebilir (Svensson, 1996).

İKİNCİ BÖLÜM

GELİŞMİŞ VE GELİŞMEKTE OLAN ÜLKELERDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASI

1. Dünyada Enflasyon Hedeflemesi

Dünya’da ülkelerin iktisadi ve sosyal yapılarına göre farklı dönemlerde farklı politik hedeflerin gündeme geldiği görülmektedir. Tarihsel süreçte bu hedeflerin değişmesi bunları gerçekleştirmeye yönelik yeni stratejilerin de geliştirilmesine neden olmuştur. Bu stratejilerden birisi de ülkelerin 1970-1990 yılları arasında fiyat istikrarıyla mücadele konusunda başarısız olmaları ya da yeterli başarıyı sağlayamamaları sonucu 1990 yılında ortaya çıkan enflasyon hedeflemesi yaklaşımıdır.

1990’ların ilk yıllarından beri çok sayıda ülkenin para politikasında yeni bir strateji olarak açık enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başladığı görülmektedir. Bunun en büyük nedeni bu stratejinin uygulandığı ülkelerde enflasyonla mücadelede sağlamış olduğu başarıdır (Woodford, 2004). Enflasyon hedeflemesi stratejisinin performansının özellikle 2008 yılında yaşanan küresel finansal krize kadar oldukça tatmin edici olduğu söylenebilir. Küresel finansal kriz döneminde ve sonrasında bazı sıkıntılar yaşansa da hala pek çok ülke tarafından bazı ufak revizyonlarla uygulanmasına devam edildiği görülmektedir.

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımı ilk kez 1990 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanmıştır. Yeni Zelanda uyguladığından beri, bir para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin dünya çapında geniş bir taraftar kitlesi bulunduğu söylenebilir. İlk etapta gelişmiş piyasa ekonomilerinde uygulanmasına rağmen zaman içerisinde gelişmekte olan ülkelerde de artan sayıyla yaygınlaştığı görülmektedir (Carrasco, 2011). Şubat 2000’e kadar Dünya da enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülke sayısı 13’e ulaşmıştır. Bu ülkeler; Avustralya, Brezilya, Kanada, Şili, Çek Cumhuriyeti, Finlandiya, İsrail, Yeni Zelanda, Polonya, G. Afrika, İspanya, İsveç ve Birleşik Krallıktır. 2000 yılı Ağustos ayına kadar bu sayı 15 olmuştur (Landerretche, et.al., 2001).

1990'lı yılların ilk yarısında bazı ülkeler (Birleşik Krallık, İsveç, Finlandiya gibi) para birimlerini düşük enflasyon oranlarına sahip ülkelerin (örneğin Almanya) para birimlerine endekslemek suretiyle uyguladıkları sabit kur rejimi yoluyla enflasyonu düşük seviyede tutmaya çalışmışlardır. Ancak bu ülkeler zaman içinde piyasa baskısı ile bu uygulamadan vazgeçmek zorunda kalmışlar ve daha önceden para akışını kontrol etme konusunda başarısız oldukları ve sabit kur politikasını da artık kullanamayacakları için piyasa istikrarını sağlamak adına para politikalarının temel çıkış ve dayanak noktasını enflasyon hedeflemesi olarak belirlemişlerdir (Freedman, 2006).

1990 yılından 2006 yılına kadar geçen 16 yıl içerisinde, Türkiye'nin de aralarında bulunduğu 24 ülke enflasyon hedeflemesi stratejisini ülkelerinin para politikalarını belirlemede esas almışlardır. Enflasyon hedeflemesini seçen bu 24 ülkenin 10 tanesi gelişmiş, kalan 14 tanesi ise gelişmekte olan ülkelerdir. Avrupa Ortak Para Birliğine (Euro) katılan İspanya ve Finlandiya dışında, bu ülkelerden hiçbirisi enflasyon hedeflemesi esas alınarak oluşturulmuş bu çatıyı terk etmemiştir. Bunun en büyük sebebi ise para politikasında istenen hedeflere ulaşmanın zorluğudur. Buna ek olarak, enflasyon hedeflemesi baz alınarak sürdürülen politikaların, belli ülkelerde uygulanan döviz kurunu kontrol altında tutmaya odaklanan yaklaşımlara nazaran, daha dayanıklı olduğu görülmüştür (Freedman, 2006).

Enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulayan ülkelerin, 2007 yılında enflasyonun etkilerinin minimize etmede diğerlerinden daha başarılı olduğu söylenebilir. Fiyat şokları, 2006-2008 yılları arasında pek çok ülkede büyümenin azalmasına ve enflasyonun yükselmesine neden olmuştur. Ancak, enflasyon hedeflemesi uygulamayan düşük gelirli ekonomiler, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerle karşılaştırıldığında, GSYH artış oranları benzer miktarlarda olmasına rağmen enflasyonda daha büyük artış deneyimi yaşamışlardır. Yüksek gelirli ekonomiler arasında, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler, enflasyon hedeflemesi uygulamayan ülkelere göre büyümede daha küçük bir azalışa sahiptir ve enflasyon artışı ise biraz azalmıştır. Dolayısıyla, bu durum enflasyon beklentilerinin, ülkelerde daha iyi bir çapa olduğu kavramı ile tutarlıdır (Roger, 2010).

1.1. Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Uygulaması

1970 - 1980'li yıllarda döviz kuru ile parasal büyüklük hedefleme stratejilerinde yaşanan sorunlar sonrasında, 1990'lı yıllarda bazı gelişmiş ülkeler enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başlamışlardır. Enflasyon hedeflemesini ilk uygulayan ülke Yeni Zelanda'dır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan gelişmiş ülkelerin ortak özellikleri aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Yüksek derecede döviz kuru esnekliğine sahip olmaları ve başlangıç enflasyonlarının düşük olması,
- Mali baskınlık ve araç bağımsızlığı açılarından merkez bankası bağımsızlığına sahip olmaları,
- İleriye dönük enflasyon hedefleri ile enflasyon üzerindeki dışsal şokları engellemeye çalışmaları,
- Para politikası güvenilirliğini enflasyon hedeflemesi ile sağlamaya çalışmaları,
- Kesin değer yerine bant aralığı tercih etmeleri ve enflasyon hedeflerinde TÜFE'yi baz almaları. (Türkoğlu, 2015)

Yeni Zelanda'nın 1990'larda enflasyon hedeflemesini uygulamasından beri pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin çapa olarak enflasyon hedeflemesini açıkça kabul ettikleri görülmektedir (Mishkin, Schmidt-Hebbel, 2007). Gelişmiş ekonomilerin enflasyonu düşürme konusunda oldukça başarılı olduğu söylenebilir. Ortalama yıllık enflasyon oranları 1955-88 döneminde %5,6 dan, 1988-2000'de %2,7'ye düşmüştür. En dikkat çekici örneklerden birisi Yeni Zelanda'dır. Ortalama yıllık enflasyon oranını dönemin başlarında %7,6'dan, sonraki döneme %2,7'ye düşürmeyi başarmıştır. Birçok yorumcu bu gelişmeyi, Yeni Zelanda'nın 1990'da başlattığı enflasyon hedeflemesi stratejisine bağlamıştır (Mishkin, 2000b).

Dönüm noktası, 1989 yılında gerçekleştirilen Yeni Zelanda Merkez Bankasıyla ilgili yasal düzenlemedir. Bu düzenleme iki temel reformu birleştirmiştir; İlk olarak,

Merkez bankası, merkezi hükümetten daha fazla bağımsız kılınmıştır. İkincisi, açık bir enflasyon hedefi oluşturulmuştur (Mishkin, 2000a).

Çok sayıda gelişen piyasa ekonomisi bugün para politikası yaklaşımı olarak enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaktadır. Bu süreçte bu ekonomilerde gözlenen düşük enflasyonla ilişkili olarak bu stratejinin katkısının olduğuna inanmak için pek çok sebep vardır (Leiderman et.al., 2006).

Bu bölümde enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan seçilmiş üç gelişmiş piyasa ekonomisi incelenmiştir. Bu ülkeler; Yeni Zelanda, Kanada ve Norveç'tir.

1.1.1. Yeni Zelanda

Yeni Zelanda da 1980-1990 döneminde enflasyon oranı yaşanan petrol şokunun da etkisiyle %10-18 aralığında çift haneli rakamlara yükselmiştir (Brash, 1998). 1984 yılında, bütçe açığı GSYH'nin %9'u ve kamu borçları da GSYH'nin %60'ı civarında ve artma eğilimindedir (Bale and Dale, 1998). Tarihsel süreçte Yeni Zelanda Merkez Bankasının bağımsızlık kriterinde gelişmiş ülkeler arasında en düşük sıralarda olduğu görülmektedir (Mishkin, 2000b). Bu dönemde Yeni Zelanda'da yüksek enflasyonun en önemli etkenlerinden biri, sıkı para politikası dönemleri olsadagenellikle gevşek para politikasıyla karşılanan devlet harcamalarıdır (Grimes, 1996). Bu süreçte ekonomik anlamda özellikle enflasyonla mücadelede yaşanan başarısızlıkların Yeni Zelanda'yı yeni ekonomik düzenlemelere ve arayışlara ittiği söylenebilir.

Yeni Zelanda, karşı karşıya kaldığı bu kötü ekonomik tabloda bazı reformlar hayata geçirerek ekonomide yeniden yapılanmaya gitmiş ve ekonomi sağlam temellere oturtulmaya çalışılmıştır. Yaşanan bu gelişmeler ışığında gerçekleştirilen düzenlemelerden biriside Yeni Zelanda Merkez Bankası Yasasıdır. Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın bağımsızlığını tesis eden ve ülkenin para politikası için fiyat istikrarının tek amaç olduğunu belirleyen Yeni Zelanda Merkez Bankası Yasası 15 Aralık 1989 yılında Parlamentodan geçerek 1 Şubat 1990 yılında yürürlüğe girmiştir. Bu yasanın yürürlüğe girişiyle Yeni Zelanda, resmi olarak enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başlayan ilk ülke olmuştur. O zamandan beri, dünyanın dört

bir yanındaki pek çok merkez bankası enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan ülkeler kulübüne katılmış ve hiçbirisi bu stratejiyi başarısız olduğu için terk etmemiştir (Bolard and Karagedikli, 2006).

Özellikle enflasyon hedeflemesini tanımlayan ilk politika hedefleme anlaşması 1990 yılının Mart ayında imzalanmıştır. Ancak açıklanmış sayısal hedefler anlamında enflasyon hedeflemesinin uygulanmasının ve bu kavramın benimsenmesinin tarihi Nisan 1988'dir. Aslında hükümet düşük enflasyonu başarmanın ekonomik politika gündeminin ana hedefi olduğunu daha 1984'ün ortalarında açıklamıştır (Sherwin, 1999).

Tablo 1: Politik Hedefler Anlaşması 1990-2017

Politika Hedefleri sözleşme tarihi	Reserv Bank Başkanı	Maliye Bakanı / Sayman	Yıllık Enflasyon Politika Hedefi
2 Mart 1990	Dr Don Brash	Hon David Caygill	Aralık 1992'de sona eren yıl itibariyle yüzde 0 - 2
19 Aralık 1990	Dr Don Brash	Hon Ruth Richardson	Aralık 1993'de sona eren yıl itibariyle yüzde 0 - 2
16 Aralık 1992	Dr Don Brash	Hon Ruth Richardson	Yüzde 0 - 2
10 Aralık 1996	Dr Don Brash	Rt Hon Bill Birch	Yüzde 0 - 3
15 Aralık 1997	Dr Don Brash	Hon Winston Peters	Yüzde 0 - 3
16 Aralık 1999	Dr Don Brash	Hon Dr Michael Cullen	Yüzde 0 - 3
17 Eylül 2002	Dr Alan Bollard	Hon Dr Michael Cullen	Orta vadede ortalama yüzde 1 - 3
24 Mayıs 2007	Dr Alan Bollard	Hon Dr Michael Cullen	Orta vadede ortalama yüzde 1 - 3
18 Aralık 2008	Dr Alan Bollard	Hon Bill English	Orta vadede ortalama yüzde 1 - 3
24 Mayıs 2007	Dr Alan Bollard	Hon Dr Michael Cullen	Orta vadede ortalama yüzde 1 - 3
18 Aralık 2008	Dr Alan Bollard	Hon Bill English	Orta vadede ortalama yüzde 1 - 3
20 Eylül 2012	Graeme Wheeler	Hon Bill English	Orta vadede ortalama yüzde 1 - 3, gelecekteki ortalama enflasyonun yüzde 2 hedef orta noktaya yakın tutulması
6 Haziran 2017	Grant Spender (Acting)	Hon Steven Joyce	Aynen Devam
7 Kasım 2017	Grant Spender (Acting)	Hon Grant Robertson	Aynen Devam

Kaynak: Monetary Policy and the policy Targets Agreement, New Zealand Parliament, 8 March 2018, <https://www.parliament.nz>

1989 yılında Yeni Zelanda Merkez Bankası Yasasının imzalanmasından bugüne kadar ki Politika Hedefleme Anlaşmaları yukarıdaki tabloda görülmektedir (Tablo 1).

Yeni Zelanda Merkez Bankası Kanunu, Banka'ya operasyonel bağımsızlık ve para politikası hedefini oluşturma imkânı sağlamıştır. Operasyonel bağımsızlığın uygun bir şekilde kullanılmasını sağlamak için Kanun, ayrıca Bankanın politikaları nasıl formüle edeceği konusunda da yüksek derecede şeffaflık getirmiştir. Banka'nın daha önce olduğu gibi üretim, ticaret, tam istihdam ve fiyat istikrarı gibi hedefler listesinden ziyade tek bir hedefe odaklanması sağlanmıştır. Yasa da, “Banka'nın temel işlevi, fiyatlar genel düzeyinde istikrar elde etmek ve sürdürmede ekonomik hedefe yönelik para politikası oluşturmak ve uygulamaktır” ifadesi yer almaktadır. Fiyat istikrarının, para politikasının Yeni Zelanda'nın ekonomik refahına sağlayabileceği en büyük katkı olduğu kabul edilmiştir (McDermott and Williams, 2018).

Tablo 2: Yeni Zelanda'nın 1990 Yılında İlan Ettiği Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine Geçiş Stratejisi Çerçevesi (1990)

Yeni Zelanda Merkez Bankası	Hedef aralığı	Hedef tanımı		Hedefleme zamanı
	Başlangıçta(1990): % 0-2 1996: % 0-3 2002: %1-3 2012: %1-3 (Orta noktaya odaklanarak-%2)	12 aylık	TÜFE	Orta Vadeli

Kaynak: Amber Wadsworth, “An International Comparison of Inflation Targeting Frameworks”, Bulletin, Vol. 80, August 2017, <https://www.rbnz.govt.nz>

Tablo 2, Yeni Zelanda'nın enflasyon hedeflemesi stratejisine geçtiği tarihteki politik çerçevesini göstermektedir. Yeni Zelanda da orta vadeli bir strateji oluşturulmuş ve hedeflerin tamamı manşet enflasyon ölçümüne endekslenmiştir. Tablo da görüldüğü gibi 1990 yılında enflasyon hedeflemesi stratejisine geçildikten sonra ilk olarak hedef % 0-2 aralığında ilan edilmiştir. Daha sonra 1996 yılında, yeni Ulusal / Yeni Zelanda Birinci Koalisyon Hükümeti'nin tercihler idaresinde hedef %0-3 aralığına genişletilmiştir. 2000'li yılların ortalarında, ekonomik gelişmeler para politikası çerçevesine olan endişeyi yeniden alevlendirmiştir. Yeni Zelanda 1990'ların başından itibaren hızla büyüyen OECD ekonomilerinden biri olmasına rağmen, bu büyümeye makroekonomik dengesizliklerin ortaya çıkması da eşlik etmiştir: nispeten büyük bir cari açık, yüksek konut fiyat enflasyonu, hane halkı borçluluğu ve reel döviz kuru yüksek seviyelere çıkmıştır. Hedefin 2002 yılında %1-

3 aralığına çekildiği görülmektedir. 2012 yılından sonra ise gene %1-3 aralığında ve %2 orta noktaya odaklanarak devam etmiştir.

Yeni Zelanda tarafından uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin dört temel özelliği olduğu söylenebilir(Archer,2000):

- Bir nominal değişkenin (fiyat seviyesi veya enflasyon oranı gibi) para politikası için tek ulaşılabilir orta vadeli hedef olarak kabul edilmesi
- Doğrudan bir ara hedef yolundan ziyade, sıkı sıkıya belirlenen bir enflasyon hedefi aracılığıyla politikaları doğrudan orta vadeli hedefe yönlendirmek için bir girişim.
- Kilit aktörlerin (merkezi banka ve hükümet) rol ve sorumluluklarını açıkça ortaya koyan kurumsal bir yapı.
- Düzenlemeyi desteklemek için şeffaflığa yoğun bir şekilde güvenmek ve kurumsal yapıdaki "zayıf noktaları" kapatmak

Dünyada 2008/09 yılında yaşanan küresel finansal krizboyunca enflasyon hedeflemesi stratejisinin esnekliğigörölmüştür. TÜFE enflasyon oranı 2008 yılı boyunca yüksek petrol fiyatlarının etkisi ile hedef bandın oldukça üzerinde seyretmesine rağmen, Banka, Haziran 2008 ile Haziran 2009 arasında Resmi Nakit Oranını (OCR) 575 baz puan indirmiştir (McDermott and Williams, 2018).Küresel Finansal Kriz, pek çok merkez bankasının finansal sistem gelişmelerinin para politikası ile nasıl ele alınması gerektiğine daha çok odaklanmasına yol açmıştır.Banka her zaman varlık fiyatlarını izlemiş ve hem parasal hem de ihtiyati politikaları dikkate almıştır.

Enflasyon hedeflemesi Stratejisinde Yeni Zelanda'nın uygulanma sonuçlarına bakıldığında, diğer ülke uygulamalarına göre nispeten önemli farklılıklar ve özellikler taşıdığı görölmektedir. Bunlar aşağıdaki gibi sıralanabilir(Tuna, 2007):

- Enflasyon hedeflemesi stratejisini resmi olarak ilk uygulayan ülkedir
- Uygulama öncesi gerekli kurumsal altyapı hazırlanmıştır. Bunun için, 1989 yılında Yeni Zelanda Merkez Bankası Yasasında yapılan değişiklik ile bankanın politika belirleme ve uygulamada bağımsızlığı sağlanmıştır.

- Enflasyon hedeflemesi uygulanmasında belirlenen hedefler, Hükümet ve Rezerv Bankası arasındaki yapılan Politika Hedef Anlaşmasında belirtilmektedir,
- Politikanın uygulanmasında beş yıllık dönem sonunda muhtemel sapmalar sonucu ortaya çıkacak başarısızlık halinde, merkez bankası başkanının görevden alınabilmesine ilişkin katı bir yaptırım getirilmiştir.
- Kamuoyunun politikanın başarısına olan inancının ve şeffaflığın sağlanması için, Enflasyon Raporları ve Projeksiyonları yayınlanmıştır.

Yeni Zelanda, 28 yıl boyunca yeni nesil bir model olarak düşük ve istikrarlı bir enflasyon ile büyümüştür. Para politikasının fiyat istikrarına odaklanmasının, son 28 yılda Yeni Zelanda'da ortaya çıkan daha istikrarlı ve duyarlı ekonomik iklimde hayati bir rol oynadığı söylenebilir. Bu iklim altında, ekonomi Asya'da ve başka yerlerde yeni ticaret fırsatlarından yararlanmayı başarmış, bilgi teknolojileri alanını da içeren yeni faaliyet sektörlerinde güçlü bir büyüme olmuş ve ekonomi özellikle yaşanan şiddetli dış ve iç şoklar karşısında dirençli hale gelmiştir. Yeni Zelanda'nın, bu deneyimlerde yalnız olmadığı söylenebilir (Wheeler, 2014).

1.1.2. Kanada

Kanada da, dar parasal büyüklük olan M1, 1975 ve 1982 yılları arasında para politikasının ara hedefi olarak kullanılmıştır. M1 ile nominal harcamalar arasındaki ilişkiyi önemli ölçüde zayıflatan yeni finansal araçların ortaya çıkmasının sonucunda, Kanada da ki finansal kurumlardaki yenilikler nedeniyle, 1982 yılında M1'in bir ara hedef olarak kullanımı terkedilmiştir. M1'in bir ara hedef olarak varlığının sona ermesi ile merkez bankası alternatif bir parasal büyüklük hedefi için arayışlarını yoğunlaştırmış fakat hiçbir büyüklük resmi bir hedef olarak bu işlevi yerine getirememiştir. Bunun yerine, banka para politikası göstergesi ya da bilgi değişkenleri olarak hem parasal hem de kredi büyüklüklerini kullanmıştır. 1982-1991 yılları arasında, Kanada da para politikası fiyat istikrarını uzun dönem hedefi olarak uygulamış fakat uzun dönem hedef için herhangi bir zaman rotası belirlememiştir (Freedman, 1995).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi çerçevesinde Kanada merkez bankası ve hükümet tarafından ortaklaşa olarak 26 Şubat 1991 tarihinde enflasyon oranının düşürülmesi ve fiyat istikrarı sağlanması için enflasyon hedefleri ilan edilmiştir. Aslında, 1991 yılı başlarında hedefin ilanı oldukça şüpheyle karşılanmıştır (Melino, 2012). Bu stratejiye geçildiği sırada Kanada'nın enflasyon oranı %6.7 dir. Temel amaç, enflasyonun kademeli olarak 1990'ın sonlarına doğru yüzde 5'den 1995'in sonuna kadar yüzde 2'ye indirilmesidir. Bu amaçla Tüketici Fiyat Endeksi bazında enflasyon hedefleri, 1992'nin sonunda %3, 1994'ün ortalarında %2.5 ve 1995'in sonunda %2 olarak belirtilmiştir (Beaudry and Murcia, 2017).

1993 yılı Aralık ayında, Merkez Bankasının yeni başkanının atanmasıyla birlikte, merkez bankası ve seçilen yeni hükümet, para politikasının hedefleri üzerine ortak bir bildiri yayınlamışlardır. Bu bildiri de, hükümet ve banka, para politikasının hedefi olarak fiyat istikrarı için taahhütlerini yenilemişler ve fiyat istikrarının 1998 sonuna kadar 3 yıldan uzun bir dönem için %1-3 aralığında oluşmasına karar vermişlerdir (Freedman, 1995). Yüzde 2'lik hedef, iyi bir ekonomik performansın sağlanmasında yeterli olduğundan dolayı enflasyon hedefi 2001, 2006 ve 2011 yıllarında da yenilenmiş ve enflasyon yüzde 2 oranında tutulmuştur (Bank of Canada, 2011).

Enflasyon hedeflemesi stratejisi 1991 yılında kabul edildiğinden beri Kanada Merkez Bankası'nın yol gösterici politikası işlevini sürdürmektedir. Bu stratejinin benimsenmesinin temel nedeni verimliliği - üretimi artırarak ve yüksek enflasyon maliyetlerini en aza indirerek, Kanadalılara daha yüksek bir yaşam standardı getirmektir ki bunu gerçekleştirme konusunda başarılı olduğunu söylemek yanlış olmayacaktır. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin izlenmesi yoluyla enflasyonun; düşük, istikrarlı ve öngörülebilir düzeyde tutulması böylece harcama ve yatırım kararlarının daha güvenilir bir şekilde alınması sağlanmaya çalışılmıştır (Penner, 2015).

Tablo 3: Kanada'nın Ekonomik Performansı (1970-2016)

	Ortalama (%)			Standart Sapma		
	1970-1991	1991- 2007	2008-2016	1970-1991	1991-2007	2008-2016
TÜFE: 12 aylık artış	6.8	2.1	1.5	3	1.2	0.9
Reel GSYH büyümesi	2.9	2.8	1.6	3.5	2.1	4.2
İşsizlik oranı	8.9	8.4	7.3	1.7	1.7	0.7
3 aylık faiz oranı	9	5	0.9	3.5	2.5	0.6
10 yıllık faiz oranı	10.1	6.1	2.6	2.2	1.6	0.8

Kaynak: John Murray, 25 Years of Inflation Targeting: View from Canada, "Transformation of Central Banking" 19-20 May 2016, <http://www.bankofcanada.ca>

Tablo 3'de Kanada'nın 1970-2016 arası dönemdeki ekonomik performansına ait bazı göstergeler yer almaktadır. Bu çerçevede enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulayan ülkeler arasında en başarılı ülkelere birisinin Kanada olduğu söylenebilir. Tablodan da görüldüğü gibi enflasyon oranı 1970-1991 dönemindeki %6.8 seviyeden %1.5 seviyelerine çekilmiştir. Bunun küçümsenemeyecek bir başarı olduğu açıktır.

1.1.3. Norveç

1990'lı yıllarda, gerek yüksek gerekse düşük enflasyon oranına sahip pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin enflasyon hedeflemesi stratejisini benimsedikleri görülmektedir. Bu nedenle, pek çok deneyim ve bilgi edinilmiştir. Özellikle enflasyonla mücadelede elde edilen başarılarından birçok ülke gibi Norveç de etkilemiş ve bu stratejiyi seçmesinde önemli katkısı olmuştur (Larsen, 2007).

Hükümet, para politikası için bir enflasyon hedefi belirlemiştir. Enflasyon hedeflemesi ileriye dönük ve esnek olacak, böylece yüksek ve istikrarlı üretim ve istihdama katkıda bulunacak ve finansal dengesizliklerin oluşumuna karşı koyacaktır. Gerçek zamanlı olarak, hangi fiyat hareketlerinin kalıcı olduğunu ve sadece Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) üzerinde kısa vadeli etkileri olanları belirlemek her zaman zor olacaktır. Para politikası uygulamasında, Norges Bank (Norveç Merkez Bankası), enflasyonun temelini oluşturan göstergeleri dikkate alacaktır. Hedef 2001 yılı için nokta hedef olarak %2.5 oranında belirlenmiştir. Strateji orta vadeli bir projeksiyona oturtulmuştur (Tablo 4).

Tablo 4: Norveç'in Enflasyon Hedeflemesi Stratejisinin Temel Çerçevesi

	Enflasyon hedeflemesi	Uygulama yılı	Hedef	Hedef Ölçümü	Yorumlar (Açıklamalar)	Nokta Hedef ya da Hedef Aralığı	Enflasyon hedefleme Kararı Alan	Enflasyon Hedefleri için hedef ufku
Norveç	Tam teşekküllü enflasyon hedeflemesi	2001	%2,5	Manşet TÜFE	Zamanla %2,5'a yakın	Nokta Hedef	Hükümet	Orta Vadeli

Kaynak: CESifo, Inflation Targeting Frameworks 2015, 1 March 2015, <http://www.cesifo-group.de>

Para politikasının, enflasyonu düşük ve istikrarlı tutarak parasal istikrarı sürdürmesi amaçlanmıştır. Para politikasının operasyonel hedefi olan yıllık tüketici fiyat enflasyonunun zaman içinde% 2'ye yakın olması beklenmektedir. Norveç Merkez Bankası, orta vadede enflasyon hedefini sabitlemek amacıyla faiz oranını belirleyecektir. Anahtar politika faiz oranı, Norveç Merkez Bankası'nın Yönetim Kurulu tarafından belirlenmektedir. Faiz oranına ilişkin kararlar, normal olarak Yönetim Kurulu'nun para politikası toplantılarında alınmaktadır. Yönetim Kurulu yılda sekiz adet para politikası toplantısı gerçekleştirmektedir. Para Politikası Raporu, dört adet para politikası toplantısıyla bağlantılı olarak yılda dört kez yayınlanmaktadır. Norveç Merkez Bankası, para politikası iletişimde şeffaflığa önem vermektedir. 2 Mart'ta Hükümet, Para Politikası hakkında yeni bir Yönetmelik yayınlamıştır. Para politikasının operasyonel hedefi olan yıllık tüketici fiyat enflasyonunun zaman içinde% 2'ye yaklaşması hedeflenmektedir. Norveç Merkez Bankası, yönetmelik hakkındaki görüşünü 28 Şubat'ta Maliye Bakanlığı'na gönderdiği bir mektupta dile getirmiştir. Yürütme kurulunun görüşüne göre, yönetmelik para politikasının görev alanına açıklık getirmekte ve enflasyon hedeflemesinde esnek yaklaşımı desteklemektedir.

Tablo 5: Temel ekonomik büyüklükler için tahminler

		Önceki yıla göre (%yüzde değişim (Hedefler))				
		2017	2018	2019	2020	2021
Fiyatlar ve ücretler						
Fiyatlar ve ücretler		1.8 (-0.1)	2.1 (0.2)	1.7 (-0.1)	1.8 (-0.3)	2.0
Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)		1.4 (0)	1.5 (-0.2)	1.8 (-0.1)	1.8 (-3.0)	2.0
Yıllık ücretler		2.3 (-0.1)	2.9 (0)	3.4 (-0.2)	3.8 (-0.2)	3.9
Reel Ekonomi						
Gayri safi yurtiçi hâsıla (GSYH)	3279	1.8 (-0.1)	1.9 (1.0)	1.4 (-0.1)	2.3 (0.2)	1.9
Kayıtlı işsizlik (oranı)		2.7 (0)	2.3 (-0.1)	2.2 (-0.2)	2.2 (-0.1)	2.2
Faiz oranı ve döviz kuru						
Anahtar politika faiz oranı		0.5 (0)	0.6 (0.1)	1.1 (0.2)	1.5 (0.1)	2.0

Kaynak: Monetary Policy Report With Financial Stability Assessment, Norges Bank Oslo 2018, <http://www.norges-bank.no>

Norveç ekonomisinde büyüme 2017 yılında yükselmiş ve negatif çıktı açığı daralmıştır. Düşük faiz oranları, artan rekabet gücü ve genişlemeci maliye politikası gelişmeye katkıda bulunmuştur. İstihdam artmış ve kayıtlı işsizlik düşmüştür. Temel enflasyon düşüktür ve beklenenden biraz daha az artmıştır. Norveç ekonomisindeki büyümenin 2017'den 2018 yılına göre daha yüksek olacağı beklentileri vardır. Negatif çıktı açığının 2019'un başında daralmaya ve kapanmaya devam etmesi öngörülmektedir. Aralık Raporu ile karşılaştırıldığında, kapasite kullanımı için öngörüler 2018 yılında biraz daha yüksek ve projeksiyon döneminden biraz daha düşük çıkmıştır. Temel enflasyonun 2021 yılında% 2'nin biraz üzerine çıkacağı tahmin edilmektedir. Temel enflasyon öngörülerini Aralık Raporundan biraz daha düşüktür(Tablo 5) (Norges Bank, 2018).

Para Politikası konusunda yeni bir Yönetmelik 2 Mart 2018 tarihinde belirlenmiştir. Hükümet, enflasyon hedefini Avrupa Merkez Bankası, Federal Rezerv ve Riksbank(İsveç) gibi diğer merkez bankaları ile uyumlu hale getirerek yüzde 2,5'den yüzde 2'ye düşürmüştür. Değişim, potansiyel olarak daha yüksek faiz oranlarının önünü açarken, Norveç Kronunun değeri Euro karşısında yüzde 0.8'e kadar yükselmiştir (Sleire, 2018). Düzenleme, para politikası görevine açıklık getirmekte ve enflasyon hedeflemesi için esnek yaklaşımı desteklemektedir. Yeni düzenleme para politikasının yürütülmesinde önemli değişikliklere yol açmayacaktır (Norges Bank, 2018).

1.2. Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin başarılı uygulamaları, döviz kuru çapası yada parasal hedefleme ile ilgili başarısız deneyimlere sahip Asya ve Latin Amerika ülkelerine öncülük etmiş, bazı gelişmekte olan ülkeleri enflasyonu kontrol etmesi için benzer stratejiler uygulamaya yönlendirmiştir.

Yükselen piyasa ekonomilerinin en önemli özellikleri gelişmiş ülkelere kıyasla kur dalgalanmalarına karşı daha hassas olmalarıdır. Geçmişleri ve enflasyonu düşük tutacaklarına olan güvenin düşük olması nedeniyle yükselen piyasa ekonomilerinin yüksek ithalat fiyatları ve yüksek ihracat talebi sonucunda devalüasyonun neden olacağı enflasyon artışını görme olasılıkları daha yüksektir. Ayrıca, döviz cinsinden

borçlanmanın varlığı devalüasyonu daha da tehlikeli bir hale getirmektedir.Çünkü bunlar finansal krizleri tetikleyebilir. Bu ülkelerin borçlarının çoğu döviz cinsindedir ve kur düştüğünde yerel kuruluşların borç yükleri artar. Varlıklar genellikle yerel kur ile değerlendirildiğinden ve değerleri artmadığından net değer düşer. Bütçelerdeki bu bozulma ters seçim ve ahlaki çöküntü olasılığını artırır ki bu da finansal dengesizliğe ve yatırımlarda ve ekonomik faaliyetlerde sert düşüşlere neden olur. Kur devalüasyonunun finans sisteminde yaratabileceği yıkıcı etkiler ve enflasyonu yükseltme olasılığı yükselen piyasa ekonomilerinin merkez bankalarına enflasyon hedeflemesi stratejisiniuygularken bile döviz kurlarını göz ardı etmemeleri için bir sebep vermektedir. Kurlarının büyük oranda değer kaybederek bütçeleri mahvetmemesi ve finansal krizi tetiklememesi için bu ülkelerde ki merkez bankaları kur dalgalanmalarını yumuşatmak zorunda kalabilirler. Ancak, enflasyon hedeflemesi stratejisinde bile para politikasının kur hareketlerini sınırlamaya fazla odaklanması tehlikeli mevcuttur. Yükselen piyasa ekonomilerinin enflasyon hedeflemesi uygularken “dalgalı kur korkusu” yaşamaları ihtimali yüksektir. Kur hareketlerinin önlenmesine fazla odaklanılmasının yaratacağı ilk sorun kurun enflasyon hedeflemesinin önüne geçerek nominal çapa haline gelmesine neden olmasıdır. Bu durum, enflasyon hedeflemesi stratejisi kapsamında faiz oranı hedefi de bulunan bir geçiş ülkesi olan Macaristan’da sorun yaratmıştır (Jonas et.al. 2003).

Enflasyon hedeflemesistratejisi merkez bankasının hesap verebilirliğini arttırmakta ve merkez bankasının kredibilitesini geliştirmektedir.Dolayısıyla merkez bankasının zaman tutarsızlığı probleminin üstesinden gelmesine de katkıda bulunmaktadır. (Bernanke et al.,1999). Sonuç olarak enflasyon hedeflemesi uygulaması makroekonomik koşulların istikrar kazanmasına ve enflasyon beklentilerinin inandırıcı bir şekilde oluşturulmasına yardım edecektir(Asiedu, 2002). Aynı zamanda merkez bankasına şeffaflık da sağlayacaktır. Şeffaflık ve tahmin edilebilirlikteki bu artış politik belirsizliği daha da azaltır ki buda sırasıyla işlem ve bilgiye erişim maliyetlerini düşürür (Geraats et al. 2006).Özellikle daha uzun dönemde bunlara nakit akışı da eklendiği için belirsizlik daha az olur (Serven,1998).Enflasyon hedeflemesi özellikle gelişmekte olan ülkeler de istikrarlı ve sağlam makroekonomik bir çevre yaratılmasına izin verdiği için gelişmekte olan ülkelere daha fazla doğrudan yabancı yatırım çekilmesine katkıda bulunabilir (Tapsoba, 2012).

Kur dalgalanmalarının sınırlandırılmasına fazla önem verilmesinin bir başka tehlikesi kur değışikliklerinin enflasyon ve üretim üzerindeki etkilerinin, kur değışikliğine neden olan şokun doğasına bağılı olarak çok büyük fark gösterebilmesidir. Bu nedenle şokun doğasına bağılı olarak farklı tepkiler uygulanması gerekebilir. Yerel kur bir portföy şokundan dolayı devalüe olursa enflasyon büyük ihtimalle yükselir ve enflasyonun kontrol altında tutulması için para otoriteleri para politikasını sertleştirmek ve faiz oranlarını yükseltmek zorunda kalır. Büyük oranda borç dolarizasyonu bulunan yükselen Pazar ülkelerinde sert devalüasyonun önlenmesi için para politikasının sertleştirilmesi, finansal dengesizliğin önlenmesi için daha da gerekli olabilir. Şili merkez bankasının 1998’de yaptığı hatalar ikinci sorunun ne kadar ciddi olabileceğini göstermiştir. (Mishkin, 2004).

Enflasyon hedeflemesi stratejisigelişmekte olan ülkelere hem enflasyonist beklentiler için bir koordinasyon aracı özelliği sağlar hem de merkez bankası için güvenilirlik ölçütüdür. Fakat gelişmekte olan ülkeler aynı zamanda spesifik problemlere de sahiptir ve gelişmekte olan ülkeler için gelişmiş ülkelere göre enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamanın bazı açılardan daha zor olduğu söylenebilir. İlk olarak, enflasyon hedeflerinin tutturulamaması olasılığı gelişmiş ülkelere göre daha yüksektir. İkinci olarak, döviz kuru oranı çıpası ve açık, yaygın ya da hatta dolaylı olarak endeksleme mekanizması enflasyonist ataletin göz önüne alınmasına neden olur.Üçüncü olarak, diğer nominal hedeflere bağılılık gösterilmemesidir. Ancak, pek çok gelişmekte olan ülke varlıklarının oldukça büyük bir kısmı borçları yabancı paralar cinsinden ifade edilmiştir. Dolayısıyla, geniş döviz kuru hareketleri enflasyon üstünde ciddi olumsuzluklara sebep olabilir. Dördüncü olarak, pek çok gelişmekte olan ülke, merkez bankası de facto bir durumdan, daha yasal bir statüdedir. (Croce and Khan, 2000)

Gelişmekte olan ülkelerin pek çoğunda, temel önkoşullarının uygunluk düzeyinin değerlendirilmesi son derece zordur. Bu ülkelerdeki merkez bankalarının bazı önemli istisnalarla beraber, bağımsız bir para politikası yönetim imkânı;

- Önemli derecede senyoraaj gelirlerine güven,
- Yüzeysel (sığ) finansal piyasalar ve

- Kırılgan bankacılık sistemi tarafından engellenme eğilimindedir.

Senyoraj gelirlerine bağıllık mali baskınlığın en basit ve en yaygın göstergesidir. Beklenti olarak, senyoraja bel bağlama gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelerden oldukça yüksektir. Gelişmekte olan ülkelerde bu ilişki yapısal özelliklerden dolayı çok güçlüdür (yoğun ve istikrarsız vergi geliri kaynakları, zayıf vergi toplama yapısı, bozuk gelir dağılımı vb nedenlerden dolayı) ve senyoraj gelirinin kötüye kullanılması sık sık krizlere neden olmaktadır. Sığ sermaye piyasaları da, mali baskınlığın çok yaygın göstergelerinden birisidir. Oldukça geniş sayıda gelişmekte olan ülkede, mali baskınlık ve finansal piyasaların altyapısındaki bir zayıflık, para politikasının bağımsızlık olmadığı oldukça sınırlamaktadır. Kırılgan bankacılık sistemi, sürüp giden finansal baskı döneminin açık bir sonucudur. Finansal sektör reformlarından sonrasındaki dönemde bankacılık sistemi para politikasının yönetimine bağımsız bir etki kazandırabilir, fakat bu bağlamda fiyat istikrarına ulaşma hedefi ile bankacılık sisteminin rantabilitesinin restorasyonu arasında çatışmalar ortaya çıkabilir. Son çalışmalar göstermektedir ki, bankacılık krizleri gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelerden daha ağır ve vahim olmaktadır (Debelle, et.al. 1998).Tablo 6’da gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin senyoraj, TÜFE ve Kamu Kesimi Dengesi verileri görülmektedir. Tablodan da görüleceği gibi özellikle senyoraj gelirleri ve TÜFE konusunda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında ciddi fark vardır.

Tablo 6: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Senyoraj, TÜFE ve Kamu Kesimi Dengesi Göstergeleri

ÜLKELER	SENYORAJ			TÜFE			Kamu Kesimi Dengesi		
	1980-91	1992-95	1980-95	1980-91	1992-95	1980-95	1980-91	1992-95	1980-95
Gelişmiş Ülkeler	0,75	0,32	0,64	7,2	3,3	6,2	-3,8	-4,7	-4,0
ABD	0,35	0,44	0,37	5,4	2,8	4,8	-3,5	-3,3	-3,4
Japonya	0,63	0,32	0,55	2,6	0,9	2,2	-3,1	-3,0	-3,1
Almanya	0,48	0,30	0,44	2,9	3,5	3,1	-2,4	-1,6	-2,2
Şili	1,70	1,53	1,66	21,8	11,9	19,3	0,9	2,8	1,4
Kolombiya	2,20	1,97	2,15	24,5	23,3	24,2	-2,3	-0,5	-1,9
Brezilya	4,35	7,46	5,13	535,9	1319,6	731,8	-0,7	-0,3	-0,6

Meksika	3,72	0,69	2,96	61,7	16,8	50,5	-6,8	0,1	-5,1
İsrail	1,92	0,53	1,57	111,1	11,3	86,1	-10,8	-3,2	-8,9
Kore	0,79	1,12	0,87	8,5	5,4	7,7	-1,2	0,1	-0,9
Türkiye	2,89	3,14	3,02	53,3	84,0	60,9	-3,3	-4,7	-3,6

Kaynak:Paul R Masson, Miquel A. Savastano and Sunil Sharma,(1997) The Scope for Enflation Targeting in Developing Countries, IMF Working Paper, WP/97/130. <http://www.imf.org>.

Gelişmekte olan ülkelerin çoğu, tarihsel süreç boyunca, içinde buldukları ekonomik ve sosyal yapının bir sonucu olarak yüksek enflasyon oranlarına maruz kalmışlardır. Enflasyon oranlarının yüksek olması nedeniyle de içsel ve dışsal fiyat şoklarının ortaya çıktığı görülmektedir. Bu nedenle gelişmekte olan ülkelerin 1990'lı yılların ikinci çeyreğinden itibaren enflasyon oranlarını azaltmaya yöneldikleri görülmektedir. 1990'ların başından itibaren gelişmiş olan ülkelerde uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin genel olarak başarılı olması sonucu, gelişmekte olan ülkelere de uygulanma gereği duyulmuştur. Ancak gelişmekte olan ülkeler, gelişmiş ülkelere göre enflasyon hedeflemesi için gerekli teknik ve kurumsal alt yapıyı kurmakta zorlanmışlardır. Mali kurumların zayıf olması, hükümetin denetleme ve ihtiyatlı düzenlemelerini içermesi, parasal otoriteye düşük güvenilirlik, para ikamesi, yüksek dolarizasyon ve sermaye girişlerinin ani durması bu durumun temel nedenlerini oluşturur. Bu sebepler gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesine geçiş aşamasında öngörülen koşulları yerine getirmesini engellemektedir. 1990 yılında Şili, 1992 yılında İsrail enflasyon hedefleme stratejisini uygulamaya başlayan ilk gelişmekte olan ülkelerdir. (Türkoğlu, 2015)

Pek çok gelişmekte olan ülkedeki kurumsal çerçeve para politikası sonuçlarını etkiler. Gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında gelişmekte olan ekonomilerde göz önünde bulundurulması gereken temel kurumsal farklılıklar aşağıdaki gibi sıralanabilir (Mishkin, 2004):

- Mali ve finansal sistem kurumların zayıflığı,
- Para kurumlarının düşük güvenilirliği,
- Kur istikrarsızlığının ve dolarizasyon eğiliminin yüksek oluşu,
- Nakit akışında ani durma riski ve ekonomilerin kırılabilirliği,

Gelişmiş ülkelerde mali, finansal ve parasal kurumlarda sorun yaşanabilir. Ancak, bu sorunun büyüklüğü konusunda gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasında ciddi

farklar olduğu söylenebilir. Bu sorunlar nedeniyle enflasyon hedeflemesi için gerekli teknik ve kurumsal altyapı kurmaları zorlaşmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerin ortak özellikleri şunlardır:

- Etkin bir vergi sistemleri yoktur,
- Büyüme, istihdam yaratma vb. amaçları nedeniyle fiyat istikrarını geri plana atmışlardır,
- Bağımsız bir para politikasının uygulanması, döviz kuru rejimi ile sermaye mobilitesine bağlıdır,
- Enflasyon hedefinin seçiminde baz alınacak endeks seçimi önemlidir,
- Enflasyon oranları çok yüksek olmakla beraber geriye endeksleme yapılabilir,
- Para aktarma mekanizması ya hiç yoktur ya da istikrarsızdır (Türkoğlu, 2015)

Para otoritesinin kredibilitesi eksik olduğu zaman, enflasyona yanıt olacak bir anti-enflasyonist şok yavaş gerçekleşmektedir. Kredibilitenin artması, bir enflasyon hedeflemesi çerçevesinin uygulanmasında hayati bir unsur olduğu için, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedefleme çerçevesi, gelişmiş ülkelere daha kısadır. Bu hedeflerin pek çoğu hedeflerin şeffaflığı ve iyi anlaşılmasının sağlanması için tüketici fiyat endeksine (TÜFE) göre tanımlanmıştır. Açıktır ki, daha agresif bir para politikası, enflasyon hedeflemesinde kredibilitenin oluşturulmasında yardımcı olabilir fakat aynı zamanda üretim kaybı da ciddi boyutta olabilir (Cespedes and Soto, 2005).

Dünya da, enflasyon hedeflemesi rejiminin performansının pozitif olduğu söylenebilir. Hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelere ortalama enflasyon, enflasyon stratejisinin uygulanmasından sonra, rejimin uygulanmasından öncesine göre daha düşüktür. Ancak bunula beraber, gelişmekte olan ülkelerin performansı göreceli olarak daha kötüdür. Bu ülkeler de, hem merkezi hedeflerden hem de üst sınırdan sapmalar daha fazla ve daha yaygındır (Frago, Goldfajn and Minella, 2003).

1.2.1. Şili

İlk uygulanmaya başladığı günden bu güne kadar enflasyon hedeflemesi stratejisi, getirilen tüm eleştirilere rağmen pek çok yükselen piyasaekonomisinde makroekonomik istikrarın sağlanmasında önemli bir rol oynamıştır.

Gelişmekte olan piyasa ekonomileri arasında enflasyon hedeflemesini ilk olarak uygulayan ülke Şili'dir. 1990'da %20'nin üzerinde bir enflasyon oranına sahip olan Şili, Eylül ayında 12 aylık ve Aralık ayında bitecek olan enflasyon hedeflerini halka duyurmuştur. Enflasyon hedeflemesine başlamadan önce 1989'da Şili, merkez bankasıyla ilgili gerekli yasal düzenlemeleri gerçekleştirmiştir. Bu düzenlemeyle merkez bankasına bağımsızlık verilmiş ve ana hedef olarak fiyat istikrarı öngörülmüştür. Sağlam mali politikalar sayesinde 1991'den 1997'ye kadar istikrarlı bir mali denge sağlanmıştır (Morende and Schmidh-Hebbel, 2000).

Şili, enflasyonu gelişmiş ülkelerle aynı seviyeye getirerek ve kısa sürede büyüme oranında ciddi artış kaydederek yükselen piyasaekonomileri arasında enflasyon hedeflemesi rejiminin bir simgesi haline gelmiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisine geçtiği 1991 yılından 2002 yılına kadar ki süreçte Şili enflasyon oranını %20'nin üzerindeki bir seviyeden %2 seviyesine kadar çekmeyi başarmıştır. Aynı dönemde üretim artışı yıllık %6, bütçe fazlası da ortalama olarak GSMH'nin %1'inin biraz altında gerçekleşmiştir. Bunlara ek olarak, büyük ölçüde 1980'lerde yaşanan bankacılık krizinin ardından (GSMH'nin %40'ına mal olmuştur) alınan önlemler sayesinde Şili yükselen piyasa ekonomileri arasında en başarılı bankacılık düzenlemelerinden birini hazırlamıştır ve bu düzenlemeler gelişmiş ülkelerle aynı düzeydedir (Gregorio, Edwards ve Valdes, 2000).

Şili ayrıca güçlü para kurumları kurmayı da başarmıştır. Başlangıçta "katı" enflasyon hedeflerinden ziyade resmi enflasyon tahminleri olan enflasyon hedeflerini duyururken zaman içerisinde enflasyon hedeflemesi stratejisini sertleştirmiştir. 1994 yılında merkez bankası enflasyonu düşürmede başarılı olduktan sonra enflasyon tahminleri katı hedefler haline getirilmiş ve bunların başarılması sorumluluğu merkez bankasına yüklenmiştir. Enflasyon hedeflemesi stratejisini katılaştırma sürecinin bir

parçası olarak, Şili Merkez Bankası 1994 Eylül'ünde 1995 hedeflerine yönelik olarak, hedef aralığında nokta hedeflerine geçtiğini ilan etmiştir.

Şili'nin enflasyon hedeflemesi uygulamasının, büyük ölçüde başarılı olduğu söylenebilir. Enflasyon projeksiyonları ilk kez hayata geçirildiğinde %20'nin üzeri seviyelerinden %2-3 seviyelerine kadar gerilemiştir. Aynı dönemde üretimde ki büyüme Asya kaplanları ile karşılaştırılabilecek düzeyde yüksek seviyelerde, (1991'den 1997'ye yıllık ortalama %8'lik seviyelerin üzerinde) gerçekleşmiştir. Üretimde ki büyüme 1998'de %3,4 ve 1999'un ilk yarısı için %2,9 gerilemesiyle bir daralmaya girmiştir. 1998'de Şili merkez bankası parasal politikayı yumuşatmaya ve kurun değer kaybetmesine, olası büyük bir ithalat ihracat oranını şokunu yumuşatmak amacıyla izin vermeye isteksiz davranmıştır. Bunun yerine, Şili merkez bankası faiz hadlerini yükseltmiş ve kur bandını daha da daraltmıştır. Daha sonradan bu kararların bir hata olduğu anlaşılmıştır. Enflasyon hedefleri tutturulamamış ve ekonomi 15 yıl sonra ilk kez resesyona girmiştir. Şaşırtıcı olmamakla beraber merkez bankasının bu hareketi eleştirilerin artmasına sebep olmuş ve 1999'da faiz hadlerini düşürmek ve pezoyu devalüe etmek suretiyle yöntemini değiştirmiştir (Mishkin, 2000a).

Tablo 7: Latin Amerika Ülkelerinde Temel Ekonomik Göstergeler

	2015	2016	2015			2016			2017		2017
			Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Eylül
GSYH (bir önceki yıla göre)											
Brezilya	-3.8	-3.6	-4,5	-5.8	-5.4	-3.6	-2.9	-2.5	-0.4	0.3	
Meksika	2.7	2.3	2.8	2.5	2.2	2.6	2.0	2.3	2.8	1.8	
Şili	2.3	1.6	2.4	1.9	2.5	1.7	1.8	0.5	0.1	0.9	
TÜFE (bir önceki yıla göre)											
Brezilya	9.0	8.7	9.5	10.4	10.1	9.1	8.7	7.0	4.9	3.6	2.5
Meksika	2.7	2.8	2.6	2.3	2.7	2.6	2.8	3.2	5.0	6.1	6.3
Şili	4.3	3.8	4.8	4.1	4.6	4.2	3.5	2.8	2.8	2.3	1.4
Bütçe dengesi (GSYH'nin% 'si)											
Brezilya	-10.2	-9.0	-9.0	-10.2	-9.6	-9.8	-9.3	-9.0	-9.1	-9.5	
Meksika	-3.0	-3.1	-2.6	-3.0	-3.0	-2.0	-2.7	-3.1	-1.4	-2.0	
Şili	-2.2	-2.7	-2.1	-2.2	-1.7	-1.8	-2.5	-2.7	-3.4	-2.9	
Kamu borcu (GSYH'nin% 'si)											
Brezilya	65.5	69.9	63.6	65.5	66.3	67.5	69.9	69.9	71.2	73.1	
Meksika	46.2	50.8	45.6	46.2	47.9	48.0	49.3	50.8	48.7	47.5	
Şili	17.4	21.3	16.7	17.4	18.4	19.4	20.4	21.3	21.6	23.1	
Cari işlemler dengesi (GSYH'nin% 'si)											
Brezilya	-3.3	-1.3	-4.0	-3.3	-2.5	-1.8	-1.4	-1.3	-1.1	-0.7	
Meksika	-2.5	-2.2	-2.3	-2.5	-2.5	-2.6	-2.5	-2.2	-2.2	-1.7	
Şili	-1.9	-1.4	-1.6	-1.9	-2.0	-2.2	-1.9	-1.4	-2.0	-2.2	

Dış borç (GSYH'nin% 'si)											
Brezilya	37.0	37.3	33.3	36.5	39.8	41.9	40.0	37.1	34.9	33.4	
Meksika	25.9	30.1	24.9	25.9	28.5	29.7	29.9	30.1	30.5	30.5	
Şili	65.1	66.3	63.8	65.0	67.7	69.3	68.3	66.2	64.2	-	

Kaynak:Banco de Espana, "Report on the Latin American economy" Second half of 2017, 20 Ekim 2017.

Şili'de enflasyon oranı 2015 yılında %4.3 ve 2016 yılında da %3.8 olarak gerçekleşmiştir. 2017'de ise % 2,3 gerçekleşme ile % 2 ile % 4 hedef aralığının içinde kalmış ve bu stratejinin uygulanmaya başlandığı günden bu güne kadar ki en düşük oranını yakalamıştır.Aynı dönemlerde Şili'de GSYHartış oranı sırasıyla %2.3 ve %1.6'dır(Tablo 7). Gene temel ekonomik göstergelere bakıldığında 2017 yılında GSYH'nin yılın ikinci yarısında öngörülenden daha fazla büyüdüğü görülmektedir. 2018 yılında da %3-4 civarında bir büyüme göstermesi beklenmektedir (Banco Central de Chile, 2018). Şili örneğın de görüldüğü gibi enflasyon hedeflemesi stratejisi gelişmekte olan ülkelerde, enflasyonun başlangıçta %20'nini üzerinde olduğu durumlarda bile başarılı bir anti enflasyon stratejisidir.

1.2.2. Brezilya

Brezilya'da, 1994'ün ortasında başlatılan bir istikrar programı hayata geçirilmiştir. Bu süreç geniş bir ekonomik reform programını içermektedir(Bogdanski et.al. 2000). Bu program çerçevesinde gerçekleştirilen ekonomik reformlar aşağıdaki gibi sıralanabilir:

- Birçok devlet kuruluşu özelleştirilmiştir
- Ticaret serbestleştirilmiş ve ticari olmayan ticaret engellerinin kaldırılması yoluyla derinleştirilmiştir
- Finansal sistemyeniden yapılandırılmıştır
- Sağlam olmayan mali kurumlar tasfiye edilmiştir

İşsizlik 1997'de artmaya başlamasına rağmen, reel çıktı 1994-98 yılında ortalama %3,4 oranında büyümüştür (IMF, 2000).

Brezilya enflasyon hedeflemesi stratejisine 1999 Ocak ayında resmi para birimi Real çöktükten sonra geçmiştir. Büyük karışıklığın ardından Şubat ayında yeni merkez bankası başkanı Arminio Fraga Brezilya'nın kısa süre içerisinde enflasyon

hedeflemesi sistemine geçeceğini duyurmuş ve aynı dönemde bankalar arası tahvil faizini 600 puan artırarak %45 düzeyine yükselmiştir. 21 Haziran'da Brezilya da enflasyon hedeflemesi rejiminin ana hatlarını duyurulmuştur. Bu taslak gerçek bir enflasyon hedeflemesi sisteminin tüm öğelerini içermektedir(Arestis et. al. 2008);

- Aylık bazda enflasyon hedeflerinin duyurulması
- Merkez Bankasının teklifi doğrultusunda enflasyon hedefini ve sapma payını belirleme sorumluluğunun Ulusal Para Konseyine verilmesi
- Enflasyon hedefinin tutturulması için Brezilya Merkez Bankasına tam sorumluluk verilmesi
- Merkez bankasının güvenilirliğinin artırılması için prosedürler oluşturulması (hedefin aşılması halinde merkez bankası başkanının hedefin neden aşıldığı, bu durumun düzeltilmesi için alınması gereken önlemleri ve enflasyonun tekrar öngörülen aralığa dönmesi için gerekli olan zamanı açıklayan açık bir mektubu Finans Bankasına vermesi).
- Para politikasının şeffaflaşması için gerekli faaliyetlerin yerine getirilmesi (İngiltere Merkez Bankası örneğinde olduğu gibi üç ayda bir merkez bankasının bir Enflasyon Raporu hazırlaması talep edilmişti).

Başlangıçta enflasyon hedefi 1999 yılı için %8, 2000 yılı için %6 ve 2001 yılı için de %4 ve hatta payı da %2 olarak belirlenmiştir. 1999 yılında enflasyon oranı %8.9 ile %8 olan hedefin üzerine çıkmış ancak %2 olan hata payı içerisinde kalmıştır. 2000 yılı boyunca enflasyon düşmeye devam etmiş ve yılsonunda, 1999 yılında merkez bankası tarafından belirlenen hedef olan %6 seviyesine düşmüştür. Ancak 2001 yılında enflasyon oranı, %4 olan enflasyon hedefini %2 olan hata payının da üzerinde aşarak %7.7 seviyesine ulaşmıştır.

Maliye ve para politikalarının kurumsal yapısındaki zayıflıkların Brezilya'nın enflasyon hedeflemesi stratejisini baltaladığı söylenebilir. Bundan dolayı maliye ve para politikası konusunda düzenlemeler yapılmıştır.Enflasyon şokuna başarılı bir şekilde tepki verilmesinde en önemli hususlardan biri de gerçekleştirilen düzenlemelerden sonra hükümetin maliye politikalarına olan güvenin artmasıdır. Başkan Lula, mali disiplin sağlanması için alınan tedbirleri destekleyerek pek çok

muhafızlarını şaşırtmıştır. Verdiği desteğin yanı sıra 2003 Ağustos'unda mali açıdan sürdürülebilir olması amacıyla sosyal güvenlik sistemi reformunun kabul edilmesini sağlamıştır. Hükümeti aynı zamanda muhafazakâr harcama politikaları izleyerek 2003 yılında bütçe fazlasının GSMH'nin %4.3'ü düzeyinde olmasını sağlamış ve IMF tarafından talep edilen %4.25 hedefini aşmayı başarmıştır.

Şili ve Brezilya örnekleri çok daha karmaşık politik ve ekonomik yapılarına rağmen yükselen piyasa ekonomilerinde enflasyon hedeflemesinin mümkün olduğunu kanıtlamaktadır. Enflasyon hedeflemesi, enflasyon beklentilerinin kontrol altında tutulmasını sağlayan sağlam bir nominal çıpa görevi de görmektedir. Ancak anlaşılacağı gibi bu sadece merkez bankasının başarılı iletişimini ve şeffaflığını değil aynı zamanda güçlü maliye, finans ve para kurumlarının oluşturulması için destekleyici politikaları da gerektirmektedir.

Enflasyon hedeflemesi, para otoritelerinin, politika kararları ile çıktı ve fiyatlar üzerindeki etkileri arasındaki gecikmeler göz önünde bulundurulduğunda, ileriye yönelik bir tutum benimsemelerini ve önleyici faaliyetlerde bulunmalarını gerektirmektedir. Para politikasıyla ilgili yetkili kurum, mevcut olgulara tepki vermek yerine, gelecekteki enflasyonun koşullu tahminlerine dayanarak, alternatif faiz oranı yollarına bağlı olarak ve ekonominin mevcut durumunu ve dışsal değişkenlerin gelecekteki olası gelişimini en iyi tahmin ederek kararlar almaktadır. Politika yapıcıların yargısal analizlerini yapılandırılmış ve sayısal bir şekilde kullanabilmeleri için temel bir modelleme çerçevesi geliştirmek çok önemlidir. Ekonomik modeller, ekonominin durumu hakkındaki belirsizlikler ve sürekli olarak vurulan şokların boyutu ve doğası gereği politika kararlarına rehberlik etmek için kullanılacak bir başka araçtır. Bununla birlikte, basit modeller anlayışı için gerekli olan az sayıda faktöre odaklanarak ekonomik problemleri açıklığa kavuşturmaya yardımcı olabilir. Brezilya Merkez Bankası Para Politikası Kurulu (COPOM) enflasyon hedeflemesinde operasyonel hedef olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Enflasyon hedefleri, Kapsamlı Ulusal Tüketici Fiyat Endeksine (IPCA) dayanmaktadır. Belirli bir esneklik derecesi, merkezi nokta hedefinin üzerinde ve altında 2.0 veya 2.5 puan arasında değişen bir aralık içinde enflasyon hedeflemesi tanımlanarak ortaya konulur. Bu esnekliğin getirilmesinin diğer başlıca

nedeni Brezilya Merkez Bankası'nın, Brezilya ekonomisinin maruz kaldığı ciddi arz şokları nedeniyle enflasyon hedefine ulaşmasına yardımcı olmasıdır (Arestis et. al., 2008).

Tablo 8: Brezilya'da Enflasyon Hedefleri ve Tüketici Fiyatları Endeksi: 1999 - 2007

Yıl	Nokta Enflasyon Hedefi	Enflasyon Hedef Aralığı	Yıllık IPCA
1999	% 8.0	% 6.0 - 10.0	% 8.94
2000	%6.0	% 4.0 - 8.0	% 5.97
2001	%4.0	% 2.0 - 6.0	% 7.67
2002	%3.5	% 1.5 - 5.5	% 12.53
2003	%4.05	% 1.5 - 6.5	% 9.30
2004	%5.5	% 3.0 - 8.0	% 7.60
2005	%4.5	% 2.0 - 7.0	% 5.69
2006	%4.5	% 2.5 - 6.5	% 3.14
2007	%4.5	% 2.5 - 6.5	% 4.46
2008	%4.5	% 2.5 - 6.5	% 5.90
2009	%4.5	% 2.5 - 6.5	% 4.31
2010	%4.5	% 2.5 - 6.5	% 5.91
2011	%4.5	% 2.5 - 6.5	% 6.50
2012	%4.5	% 2.5 - 6.5	% 5.84
2013	%4.5	% 2.5 - 6.5	% 5.91
2014	%4.5	% 2.5 - 6.5	% 6.41
2015	%4.5	% 2.5 - 6.5	% 10.67
2016	%4.5	% 2.5 - 6.5	% 7.27 (Piyasaların Beklentisi)
2017	%4.5	% 2.5 - 6.5	% 5.5(Piyasaların Beklentisi)

Kaynak:Banco Central Do Brasil, İnflation Targeting in Brazil, June 2016, <http://bcb.gov.tr>

Tablo 8, 1999-2017 dönemindeki fiili enflasyonu ve hedeflerini göstermektedir. 1999'dan 2002'ye kadar, tolerans aralıkları merkezi hedefin 2 puan üstünde ve altındadır; 2003 ve 2004 yılları için aralıklar 2,5 puan olarak genişletilmiştir. Enflasyon oranı sırasıyla % 8.9 ve% 6.0 iken, 1999 ve 2000 yıllarında% 6; Hedefler kabul edilebilir aralıkta kalmıştır. 2001 ve 2002 yıllarında, Brezilya'da iç enerji krizi, 11 Eylül 2001'in etkileri, Arjantin krizi ve 2002'de başkanlık seçimleriyle ilgili güven krizi gibi birçok dış ve iç şok, enflasyon üzerine önemli etkileri ekonomiyi vurmuştur. Nitekim enflasyon oranı 2001 yılında hedefin %1.7, %7.7 olarak 2002 yılında ise hedefin 5 puan üzerinde %12.5 olarak gerçekleşmiştir. Döviz kuru 2001

ve 2002 yıllarında sırasıyla% 20.3 ve% 53.5 artmıştır. Sonuç olarak, 2001 yılında enflasyon oranının %38'i döviz kuru amortismanı ile açıklanabilirken, 2002 yılında döviz kurunun katkısı% 46 olarak gerçekleşmiştir. 2003 yılında enflasyon % 2.5 tolerans aralığı dışında % 9.3 seviyesinde gerçekleşmiştir. Buna rağmen, 2003'teki yüksek enflasyon, 2002'deki yüksek enflasyonun başlangıçtaki etkisinden kaynaklanmaktadır. Muhafazakar ekonomi politikasının sürdürülmesine rağmen, yeni başkan Lula da Silva'nın İşçi Partisi'nden çok yüksek faiz oranlarına sahip olması. 2004 yılında IPCA, %5.5 hedefinin üstünde % 7.6 olarak gerçekleşmiştir. 2005 yılında enflasyon oranı %5.7 olarak gerçekleşmiştir. Bu oran, söz konusu yıl için belirlenen enflasyonun üst ve alt tolerans düzeylerinde gerçekleşmiştir. 2006 yılında enflasyon oranı% 3,14 olarak gerçekleşmiştir. 1999-2017 döneminin en düşük enflasyon oranı 2006 yılında; %3.14 ve en yüksek enflasyon oranı ise 2002 yılında; %12.5 olarak gerçekleşmiştir. 2007 yılında enflasyon oranı% 4,46 olarak gerçekleşmiştir. 2016 yılına kadar hedef aralığı %2.5-%6.5 olarak tutulmuştur. 2017 yılında ise daha da daraltılarak %1.5-%4.5 olarak uygulanmıştır. 2017 yılı enflasyon beklentisi oranı %5.5 olarak hedef aralığının üstünde gerçekleşmiştir. COPOM'un son beklenti anketinde enflasyon tahmini gelecek yıl için yüzde 4,02 olarak görülmektedir (Tablo 8).

Büyümenin 2019 yılında %2.8 artması beklenmektedir. Düşük enflasyon finansal koşulların iyileşmesine neden olan parasal rahatlama alanını arttırmıştır. Büyümenin yatırımlardaki daha fazla iyileşme ve düşük enflasyonun arkasındaki özel tüketimin toparlanması temelinde hız kazanması beklenmektedir (OECD, 2018).

1.2.3. Meksika

1970'lerden 1990'ların ortasına kadar Meksika bir krizden diğerine, parasal ve mali çerçevesinden kaynaklanan, uzun vadeli bir büyümeyi engelleyen bir istikrarsızlık kaynağı sahiptir. 1990 yıllarda Meksika da çeşitli para ve döviz kuru rejimlerini uygulamıştır. Gerçekleştirilen yasal düzenleme ile 1993'te Merkez Bankasına bağımsızlık ve fiyat istikrarını koruma görevi verilmiştir. 1994-95 pezo krizinden sonra Para politikası, parasal büyüklüklerin büyümesine ve keskin peso devalüasyonlarının enflasyonist etkilerini kontrol etme ve Banco de México'nun zarar görmüş güvenilirliğini yeniden inşa etme aracı olarak kredi büyümesi

sınırlarına odaklanmıştır. Merkez bankası, parasal tabanın büyümesini nominal çapa olarak kabul etmiştir. Ülke esnek bir döviz kuru rejimine geçtiğinde, uluslararası rezerv birikimi olmadığından para tabanının büyümesi üzerindeki tavan, özünde net iç kredi üzerindeki bir büyüme tavanını temsil ediyordu. Bu para politikası çerçevesi, politikanın enflasyonist beklentileri, döviz kuru ve enflasyonun kendisini dengeleyememesi nedeniyle terk edilmiştir. Bu başarısızlığın temel nedenleri, para tabanı ve enflasyon arasındaki ilişkinin istikrarsızlığı ve merkez bankasının kısa vadede para tabanını kontrol etmedeki yetersizliğidir. (Schmidt-Hebbel ve Werner, 2002).

Meksika deneyimi oldukça ilginçtir. Pezo krizi enflasyonun tek haneli rakamlardan yüzde 50'nin üzerine çıkmasını sağlayan güçlü enflasyonist etkilerine sahiptir. Bu enflasyonist etkiler, sıkı bir maliye politikası ve sendikalar ve iş konfederasyonları ile müzakere edilen bir gelir politikası aracılığıyla büyük ölçüde kontrol altına alınmıştır. Bundan sonra, para politikasının temel hedefi, enflasyonun kademeli ve sürdürülebilir bir şekilde azaltılması olmuştur. Aynı zamanda, para politikası stratejisinin, para tabanı ile daha az ilgili hale gelmesi ve enflasyon hedefinin politikanın yürütülmesinde daha önemli hale gelmesiyle birlikte borç rezervlerini oluşturan faiz oranlarını etkilemeye yönelmiştir (Ramos-Francia, Garcia, 2005).

Tablo 9'da 1994-1995 krizinden bu yana enflasyon hedeflerini, fiili enflasyon performansını, büyüme tahminlerini ve performansını ve reel döviz kurunun evrimini görülmektedir. 1995 yılında hedefle gerçekleşen enflasyon arasında 30 puanlık ciddi bir fark olduğu görülmektedir. Ancak 1995-2003 yılları arasındaki süreçte enflasyon hedefi %19'dan % -/+3 aralığına kadar gerilemiştir.

Tablo 9: Enflasyon, büyüme ve reel döviz kuru

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Enflasyon Hedefi (%)	19	10	15	12	13	10	6.5	4.5	3±1	3±1
Yıllık Enflasyon (%)	52.0	27.7	15.7	18.6	12.3	9.0	4.4	5.7	4.0	5.2(p)
GSYH Büyüme Projeksiyonu	n.a.	> 3	> 4	5	3	4.5	n.a.	1.5	3.0	3.0-3.5
GSYH'de Reel Artış	-6.2	5.1	6.8	4.9	3.7	6.6	-0.1	0.7	1.3	4.1(p)
Reel Döviz	141.4	127.8	114.1	116.1	105.8	100.0	92.5	102.3	106.2	103.4

Kuru (Yıl Sonu) (Endeks)										
--------------------------------	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

Kaynak: Luis Miguel Galindo and Jaime Ros, “Inflation targeting in Mexico: An empirical appraisal”, 13 May 2005, <http://www.citeseerx.ist>

Banco de México orta vadeli bir enflasyon hedefini açıkladığı Ocak 1999'dan bu yana enflasyonist süreci izlemek, enflasyon beklentilerini analiz etmek ve para politikasının yürütülmesini tartışmak için üç aylık enflasyon raporları yayınlamaktadır. 1993'den beri tek politika hedefi olarak enflasyona sahip olan bağımsız bir para otoritesi esnek bir döviz kuru rejimi, uygulamaktadır. Enflasyon haricinde hedeflediği başka bir büyüklük yoktur. Ayrıca, “ para politikasının uygulanması için şeffaf” çerçeve oluşturmuştur (Schmidt-Hebbel and Werner, 2002).

Meksika'da uygulanan para politikası stratejisi, enflasyonu düşürme başarısının yanı sıra, büyüme performansın da hayal kırıklığı yaratmıştır. 1990'ların ikinci yarısında, rekabetçi bir döviz kurunun uyarımı altında ekonomi 1995 yılındaki durgunluktan hızlı bir şekilde toparlanarak çıkmış ve merkez bankası ve hükümet tarafından öngörülen büyüme oranını sık sık aşan oranlarda büyümüştür. Bununla birlikte, 2001'den 2003'e kadar, büyüme keskin bir şekilde üç yıl boyunca üst üste nüfus artış hızının altında gerçekleşmiş ya da çok az oranlara doğru gerilemiştir. Yani, ekonomi 2004 yılında toparlanmadan önce 2000'den 2003'e kadar kişi başına düşen gelirlerde bir düşüş kaydedilmiştir. 1994'ten 2004'e kadar olan genel performans, GSYH büyümesi yıllık% 3'ün altındadır, 1940'dan 1980'e kadar olan tarihsel oranların da oldukça altında kaldığı görülmektedir (% 6 ila% 6,5) (Galindo and Ros, 2005).

Meksika, 2001 yılına kadar tam enflasyon hedeflemesi için gerekli bileşenleri kurmuştur. Banco de México, para politikası stratejisinin diğer iki unsuru olan net iç kredi ve uluslararası rezervleri bırakarak, enflasyon hedefini tek, açık para politikası hedefi olarak bırakmıştır. Politika çerçevesi dalgalı bir döviz kuru, temel politika hedefi olarak fiyat istikrarı olan bağımsız bir para otoritesini, diğer nominal politika stratejisinin olmaması ve para politikasının halkla iletişimin anahtar olduğu şeffaf bir çerçeve içinde uygulanmasını içermektedir. 2003'ten bu yana, Banco de México, yüzde 3'lük bir enflasyon hedefini, artı veya eksi 1 puanlık bir tolerans aralığıyla korumuştur. Banco de México'nun enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya

başlamasından bu yana, bu süreçte enflasyon hedeflenen aralığın üst sınırına daha yakın olsa da enflasyon karşısındaki performansı oldukça etkileyicidir. Enflasyon 2008'in sonuna doğru yüzde 6'yı aşarak zirveye doğru çıkmıştır, ancak son zamanlarda yüzde 2-3 arasında seyreden, aşağı yönlü bir seyir izlediği görülmektedir (Tablo 9). Merkez bankası bağımsızlığından önce ve sonra bazı önemli istatistiklerin resmi bir karşılaştırması, bu grafiklerden açıkça görülmesi gerekenleri teyit etmektedir - Banco de México'nun bağımsızlığından bu yana enflasyonun ortalama seviyesi ve oynaklığı önemli ölçüde azalmıştır (Federal Rezerv Bank of Dallas, 2011).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYEDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASININ DEĞERLENDİRİLMESİ

1. 2001 Krizi Sonrasında Gerçekleştirilen Düzenlemeler

2000 yılı başında kapsamlı bir ekonomik program uygulamaya konulmuştur. Bu programın temel amacı enflasyonu düşürmek ve ekonomide büyüme ortamını yeniden sağlamaktır. Bu ekonomik program; sıkı maliye politikası, yapısal reformlar, döviz kurlarının hedeflenen enflasyona göre belirlenerek önceden ilan edilmesi ve likidite genişlemesini yabancı kaynak girişine bağlayan bir temel üzerine oturtulmuştur. Programın uygulanmaya girmesinden sonra faiz oranları hızla gerilemiş, enflasyon yavaşlamış, üretim ve iç talep canlanmaya başlamıştır. Ancak, enflasyonda programda öngörülen hızda bir düşüş sağlanamaması sonucunda Türk Lirasının beklenenin üzerinde reel değer kazanması, ham petrol, doğal gaz gibi enerji fiyatlarındaki artış ve Euro/\$ paritesindeki gelişmeler sonucunda 2000 yılında cari işlemler açığı öngörülen düzeyin önemli ölçüde üzerine çıkmıştır. Bu durum kur sisteminin sürdürülebilirliği ve cari işlemler açığının finansmanı konusundaki endişeleri artırmıştır. Kamu bankalarına ilişkin düzenlemelerde yaşanan sorunlar ve bazı politik belirsizlikler, 2000 yılının ikinci yarısında Türkiye'ye dış kaynak girişinin azalmasına yol açmıştır. Uygulanmakta olan kur çıpasına dayalı para politikası gereği likidite yaratım mekanizmasının döviz girişine dayandırılmış olduğu bir yapıda dış kaynak imkânlarındaki bu daralma likiditedeki artışın da yavaşlamasına yol açmıştır. Artan likidite sıkışıklığının bir yansıması olarak Temmuz-Ağustos

döneminde yüzde 30 civarına gerilemiş olan kısa vadeli faiz oranları Eylül ayından itibaren yeniden yükselmeye başlamıştır.Krizin daha da derinleşmesini önlemek amacıyla Kasım ve Aralık aylarında bir dizi önlem alınmış, yapısal reformların hızlandırılması kararlaştırılmış ve yürütülmekte olan Stand By Düzenlemesinin 7,5 milyar dolar tutarında Ek Rezerv Kolaylığı ile desteklenmesi yönünde Uluslararası Para Fonu ile anlaşma sağlanmıştır.Şubat ayında Hazine ihalesi öncesindeki olumsuz gelişmeler uygulanan programa olan güvenin tamamen kaybolmasına neden olmuş ve Türk Lirasına karşı ciddi bir atak meydana gelmiştir.Bu ortamda uygulanmakta olan döviz kuru sistemi terkedilerek Türk Lirası dalgalanmaya bırakılmıştır (HDTM, 2001).

Yani, Türkiye geçmişte yaşadığı yüksek enflasyon sürecinde enflasyonla mücadele edebilmek ve ekonomik istikrarı sağlamak amacıyla 1990'ların başında para arzı çıpası ve 2000 yılında da döviz kuru çıpası stratejisini denemiş, fakat başarılı olamamıştır. 2001 krizi, Türkiye ekonomisi için bir dönüm noktası olmuş ve 2001 yılı Mayıs ayı ortalarından itibaren Türkiye yeni bir istikrar ve yapısal uyum programı uygulamaya başlamıştır. 2001 krizi sonrası yapılan ilk değişiklik, döviz kuruna dayalı istikrar programına son verilmesi olmuştur. Bunun yerine, 22 Şubat 2001 tarihinde Merkez Bankası ve Hükûmetin ortak kararı ile dalgalı döviz kuru rejimine geçilmiştir (Ersel ve Özatay, 2008). Bu dönemde piyasalardaki dalgalanma mayıs uygulamaya konulan Güçlü Ekonomiye Geçiş Programına kadar sürmüştür.Bu program ile temel olarak aşağıdaki unsurlar amaçlanmaktaydı (Özatay, 2009):

- Bankacılık sektörüne yönelik tedbirlerin alınması.
- Mali disiplinin sağlanması.
- Yapısal reformların gerçekleştirilmesi.
- Makroekonomik politikaların enflasyonla mücadelede etkin şekilde kullanılması.
- Sürdürülebilir büyüme ortamının oluşturulması.

Kriz sonrasında, 25 Nisan 2001 tarihinde çıkarılan 4651 sayılı Kanun ile Merkez Bankası bağımsız bir kurum haline getirilmiştir.Getirilen yeni düzenlemeye göre; merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak

belirlenmiş vemerkez bankası bunun için gerekli tedbirleri almakla yetkilendirilmiştir. Banka, fiyat istikrarı amacı ile çelişmemek kaydıyla, hükûmetin diğer büyüme ve istihdam gibi ekonomi politikalarını destekleyebilir. Ancak herhangi bir çelişki söz konusu olursa temel amaç her zaman fiyat istikrarı olacaktır. Ayrıca gene bu düzenleme ile Türkiye’deki para politikasını uygulama yetkisi merkez bankasına araç bağımsızlığı verilmiş ve bankanın, hazine ve diğer kamu kuruluşlarının açıklarını finanse etmesi ile ilgili uygulamaya yasal olarak son verilmiştir. Merkez Bankasına sağlanan bağımsızlığın doğal sonucu olarak da hesap verme sorumluluğu getirilmiştir (TCMB, 2018b).

Bu dönemde, Merkez Bankası Türkiye’nin yıllardır süregelen kronikleşmiş enflasyon sorununu çözmek amacıyla enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulamaya karar vermiştir.

2. Enflasyonla Mücadelede Yeni Bir Yaklaşım: Enflasyon Hedeflemesi

Türkiye’de para politikası stratejisi 2001 krizi sonrasında iki döneme ayrılabilir: 2002-2005 arası “Örtük Enflasyon Hedeflemesi” dönemi ve 1 Ocak 2006 sonrası “Açık Enflasyon Hedeflemesi” dönemi.

2.1.Örtük Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı Uygulaması: 2002-2005 Dönemi

TCMB, Türkiye de yaşanan 2001 Krizi sonrasında 22 Şubat 2001 tarihinde yapmış olduğu basın açıklamasından 2000 yılı başından itibaren uygulanan Döviz Kuru Çapası Stratejisinin programı olan güvenin kaybolması nedeniyle Dalgalı Kur Rejimine geçileceğini ve sonrasında da Para politikası stratejisi olarak Enflasyon Hedeflemesi Stratejisine geçilmesinin hedeflendiğini açıklamıştır(TCMB, 2004).

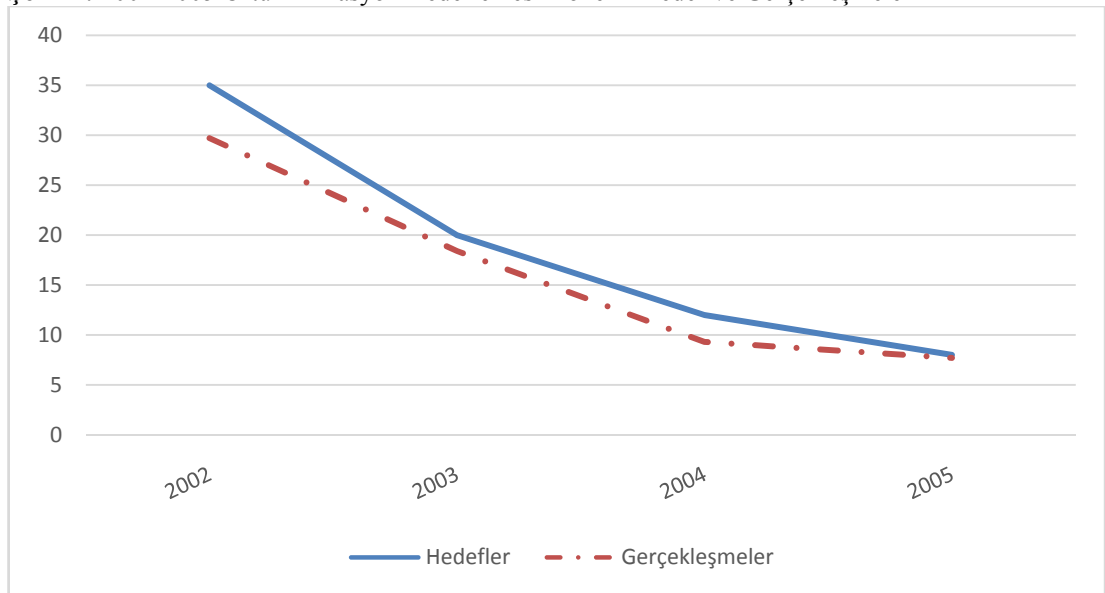
Ancak, Türkiye’de bu dönemde açık enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması için gerekli ve yeterli koşullar mevcut olmadığından bu stratejiye aşamalı olarak geçilmesine karar verilmiştir. Dolayısıyla, bir ikilemin mevcut olduğu görülmektedir: ilki, merkez bankasının bu dönemde uygulanan parasal hedefleme stratejisinin performansından memnun olmamasıdır. İkincisi ise, merkez bankası, henüz gerekli koşulların mevcut olmamasından dolayı kredibilitésini zayıflatmamak için enflasyon

hedeflemesstratejisini uygulama konusunda son derece isteksiz davranmıştır. Enflasyon beklentilerinin geçmişe dayanmasının ve enflasyon ile döviz kuru artış oranı arasındaki güçlü ilişkinin varlığının enflasyon hedeflemesi stratejisinin benimsenmesi konusundaki endişeleri arttırdığı görülmektedir. Ayrıca, iç borçlanmanın sürdürülebilirliği konusundada olumsuz algının olması sonucu TCMB, IMF ile yapılan stand-by anlaşması yoluyla para politikası stratejisini“Örtük Enflasyon Hedeflemesi ve Parasal Hedefleme” olarak açıklamıştır (Ersel ve Özatay, 2008).

Bu dönem bir geçiş süreci olarak isimlendirilebilir.Bu dönemde enflasyon hedefleri yıllık bazda hükümet ile ortaklaşa olarak belirlenmiştir. Ayrıca, “Parasal Taban” da ek bir çıpa olarak kullanılmıştır. Ayrıca bu dönemde Türk Lirasından altı sıfır atılmış ve TÜİK’in fiyat endekslerinde de kapsamlı değişiklikler yapılmıştır (TCMB, 2018b).

Enflasyon hedeflemesi stratejisinde temel politika aracı TCMB gecelik borçlanma faiz oranıdır. Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulanmaya başlandığı 2002 yılının başlarında, yüzde 57 olan politika faizi, enflasyondaki gerilemeye paralel olarak açık enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılı başında yüzde 13,5’a kadar gerilemiştir (Kartal, 2011).

Şekil 1: 2002-2005 Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi Hedef ve Gerçekleşmeler



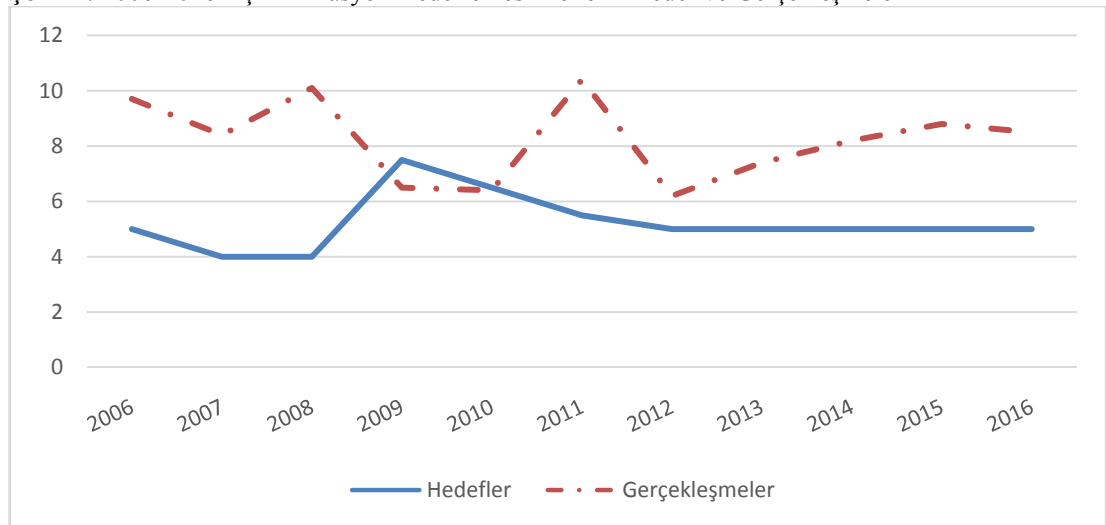
Kaynak: TCMB (2018a) Enflasyon Hedefleri.<http://www.tcmb.gov.tr>

Örtük enflasyon hedefleme stratejisinin uygulanma sürecinde, 2002-2005 yılları arasında gerçekleşen enflasyon rakamları belirlenen hedeflerin altındadır (Şekil 1). Budurum kamuda enflasyondaki düşüşün süreceğinden dair algılamaları da kuvvetlendirmiştir. Bu süreçte, dalgalı kur rejimine uyum artmış, mali disiplinin sürekliliği konusundaki kaygılar hafiflemiş ve finansal piyasaların kırılma eğilimi azalmıştır. Ayrıca, merkez bankasının bağımsızlığı konusundaki önemi mesafe alınmıştır (TCMB, 2005).

2002-2005 arası dönemde uygulanan bu strateji sonucunda enflasyon dinamiklerindeki kalıcı ve belirgin iyileşmeler sağlanmış ve kronik enflasyon süreci son bulmuştur. 2002 yılı başında %70'lerin üzerinde olan TÜFE 2005 yılı sonunda %7.7'ye gerileyerek belirlenen %8'lik hedefin altında gerçekleşmiştir. Hedeflenen enflasyon ile enflasyon beklentileri arasındaki fark olarak ifade edilmiş güvenirlilik açığının 2002 yılı başında 13.3 puan iken 2005 yılında 0.4 puan gerilediği görülmektedir. Yani, bu dönemde elde edilen başarının açık enflasyon hedefleme stratejisine geçiş sürecine oldukça ciddi katkı sağladığı söylenebilir.

2.2. Açık Enflasyon Hedefleme Yaklaşımı Uygulaması

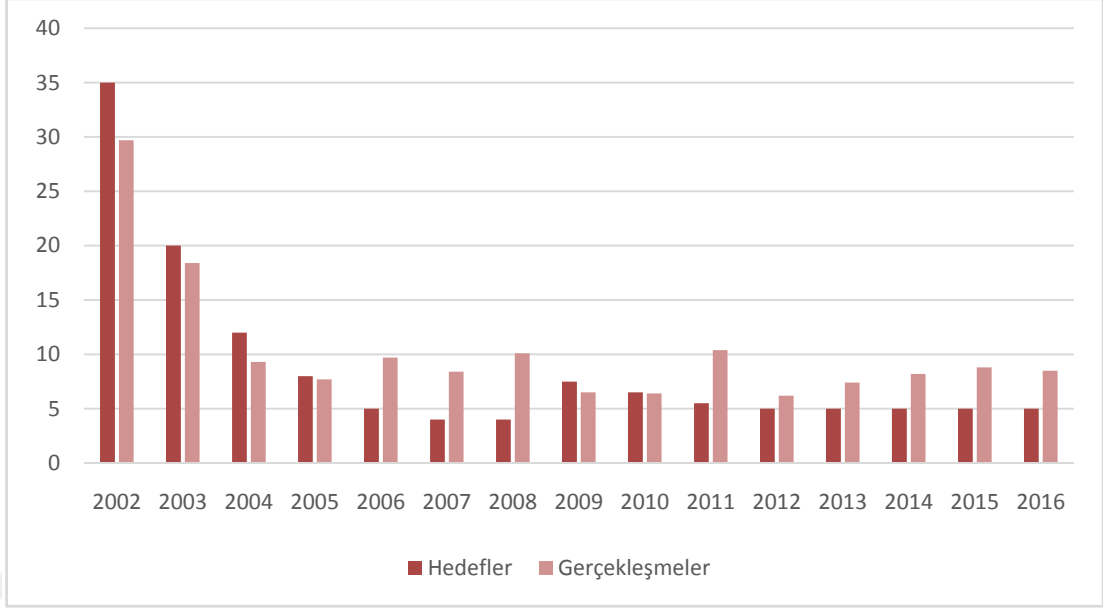
Şekil 2: 2006-2016 Açık Enflasyon Hedefleme Dönemi Hedef ve Gerçekleşmeler



Kaynak: TCMB (2018a) Enflasyon Hedefleri. <http://www.tcmb.gov.tr>

Dolayısıyla, 2002-2005 yılları arasında enflasyonla mücadelede elde edilen başarının ardından TCMB, 2005 yılında resmi enflasyon hedeflemesi uygulamasının 2006 yılı başında başlayacağını beyan etmiştir. Sonrasında da gerekli ön koşullarının sağlandığına karar vererek 1 Ocak 2006 yılından itibaren “Açık Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi” uygulamasına geçmiştir. Enflasyon hedefi (hükümetle birlikte) enflasyon hedeflemesi konusunda kamuyla kolay iletişim kurmak ve amacının kolay anlaşılmasını sağlamak için bir nokta hedef olarak belirlenmiş vemanşet tüketici fiyat endeksi ile ölçülen enflasyon oranı hedefin tanımlanması için kullanılmıştır. Enflasyon hedeflerinin üç yıllık hedef ufkuyula ilan edilmesi karara bağlanmış; 2006, 2007 ve 2008 yılsonu hedefleri sırasıyla% 5,% 4 ve% 4 olarak belirlenmiştir. Merkez bankasının kontrolü dışında ortaya çıkabilecek unsurlar nedeniyle, enflasyonda dalgalanma yaşanması ihtimaline karşı enflasyon hedefi etrafında, her iki yönde 2 puanlık bir belirsizlik aralığı oluşturulmuştur. Bu aralık, aynı zamanda hesap verme mekanizmasının uygulanmasına da hizmet edecektir. TCMB’nin, açık enflasyon hedeflemesi stratejisi döneminde örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi dönemine göre (2006-2016 arası dönem) daha kötü bir performans sergilediği söylenebilir (Şekil 2). Merkez Bankası Kanununun 42’inci maddesine göre; Banka, enflasyon hedeflerinden sapma ya da sapma olasılığı durumlarında, konu ile ilgili nedenleri ve alınması gereken önlemleri Hükûmete bildirmek ve kamuoyuna açıklamakla yükümlüdür. Bir önceki Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi’nden farklı olarak; faiz oranlarına ilişkin kararlar, PPK toplantılarında oylanmak suretiyle alınmaya ve gerekçeleri ile birlikte aynı gün ilan edilmeye başlamıştır. Yani, para politikası kararlarında PPK, tavsiye veren konumdan karar alıcı konuma geçmiştir (TCMB, 2018b).

Şekil 3 : 2002-2016 Dönemi Enflasyon ve Gerçekleşmeler



Kaynak: TCMB (2018a) Enflasyon Hedefleri. <http://www.tcmb.gov.tr>

Şekil 3’de Türkiye’nin 2002-2016 yılları arası yani hem örtük hem de açık enflasyon hedeflemesi stratejisi dönemindeki hedef ve gerçekleşme rakamları görülmektedir. Enflasyondaki gerçekleştirmeler sadece 2009 ve 2010 yıllarında hedefin altında, 2012 yılında ise hedef aralığı içerisinde kalmıştır. Diğer yıllardaki gerçekleştirmeler hedef aralığı dışındadır. Bundan da anlaşılacağı gibi TCMB’nin 2006-2016 yılları arasında başarılı olduğunu söylemek pek mümkün değildir. Ancak bu dönemde enflasyonun sürekli yüzde 10 civarında seyretmiş olması da göz ardı edilmemelidir.

3.2008 Küresel Finansal Krizinin Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı Üzerine Etkileri

Dünya ekonomilerinin tarihte görülen en büyük krizlerden birisini yaşamasının üç temel nedeni olduğu söylenebilir (Yılmaz, 2010):

- Birincisi ülkeler arasında ortaya çıkan ve yüksek boyutlara ulaşan dengesizliklerdir. Bu dönemde ABD başta olmak üzere birçok gelişmiş ülke aşırı tüketim eğilimi içerisine girmişlerdir
- Küresel finans piyasalarında yaratılan likiditenin görülmemiş boyutlara ulaşması
- Gözetim ve denetimden sorumlu kurumların finansal piyasaların hızlı gelişimine ayak uydurmaması

2007 yılının ikinci yarısında ABD eşik altı konut piyasasında başlayan sorunlarkısa sürede hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülke ekonomileri üzerinde ciddi düzeyde tahribatlar yaratmıştır (Yılmaz, 2009). 2008 yılının son çeyreğinde ABD'nin önde gelen yatırım bankalarından Lehman Brothers'ın iflas başvurusunda bulunmasıyla da kriz zirve noktasına ulaşmıştır (Yörükoğlu, 2009). Krizin temel sebebi tüketicilerin sahip olmadıkları bir serveti harcamasıdır. Küresel krizdöneminde finansal istikrarın göz ardı edilmesinin orta ve uzun vadede makroekonomik istikrarı ve fiyat istikrarını tehdit edebileceği gerçeği açık bir şekilde görülmüştür. Küresel kriz sonrası ortaya çıkan yeni konjonktür merkez bankalarını alternatif politika arayışlarına itmıştır. Buradan çıkarılması gereken en önemli ders merkez bankalarının fiyat istikrarına odaklanırken finansal sistemde biriken riskleri ve varlık fiyatlarındaki şişkinlikleri göz ardı etmemesi gerektiğidir (Kara, 2012). Dolayısıyla küresel finansal kriz sonrasında birçok ülkede para politikası, fiyat istikrarına ilave olarak finansal istikrarı da dikkate almaya başlamıştır (TCMB, 2011).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası da; 2010 yılı sonlarından itibaren krizin olumsuz etkilerini sınırlamak için şoklara karşı tepki verebilen yeni bir para politikası tasarlamış ve Bu amaçla enflasyon hedeflemesi stratejisi, finansal istikrarı da gözetecek şekilde geliştirilmiştir. Finansal istikrar temelde ekonomideki kaynakların tasarruf edenlerden üretim yapanlara etkin bir şekilde aktarılması açısından oldukça önemlidir. Etkin çalışan bir finansal sistem risklerin dengeli dağılımına yol açacak ekonominin şoklara duyarlılığını azaltacaktır (Başçı, 2012). Bu çerçevede yapılan revizyonda merkez bankası; mevcut rejime, birden fazla faizin araç olarak kullanıldığı asimetrik ve geniş bir koridor sistemi ile aktif likidite politikasına dayalı esnek bir çerçeve getirmiştir. Söz konusu dönemde, TCMB aynı zamanda politika araçlarını da çeşitlendirmiştir. Bu çerçevede banka, zorunlu karşılıklar ve Rezerv Opsiyon Mekanizması gibi araçları da kullanarak Banka, fiyat istikrarından ödün vermeden finansal istikrarı sağlamak doğrultusunda adımlar atmıştır (TCMB, 2018b).

2016 yılında para politikası sadeleştirilerek daha net bir şekilde anlaşıldığı bir çerçeveye geçilmeye başlamıştır. Bunun yanında, enflasyonun kalıcı olarak düşük seviyelere inmesini geciktiren yapısal konular da tespit edilmiş ve konu ile ilgili kamuoyunda farkındalık oluşturulması amaçlanmıştır. Merkez Bankası; yasayla kendisine verilen görev çerçevesinde fiyat istikrarı hedefi doğrultusunda finansal istikrarı da gözeterek Türkiye ekonomisinin dengeli ve sürdürülebilir büyüme sürecine katkı yapmaya devam etmektedir. Bu bağlamda Banka, benimsemiş olduğu para ve likidite politikalarını, enflasyonla mücadele yönünde gerektiği zaman ve ölçüde kullanmaktadır (TCMB, 2018b).

4. Literatür Taraması

Enflasyon hedeflemesi ile ilgili literatürde bir çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalarda genellikle enflasyon hedeflemesini etkileyen ve bu değişkenden etkilenen faktörlerin ilişkileri ve etkileşimleri incelenmiştir. Bunlardan bazıları ise aşağıda verilmiştir.

(Albert, Bright Addiyiah, & Charles, 2014) yaptıkları çalışmada Ghana için enflasyon hedeflemesi politikasının enflasyon ve GSYH üzerindeki etkisini çoklu regresyon analizi ile test etmişlerdir. Çalışmada enflasyon verisi aylık GSYH verisi ise 2000-2013 yıllarını kapsayacak şekilde alınmıştır. Ayrıca, modelde veriler 2000-2006 ve 2007-2013 yılları arasında enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası şeklinde ayrılmış ve modele kukla değişken olarak eklenmiştir. Çalışma sonuç olarak iki dönem için ortalama enflasyon oranları arasında önemli bir fark olduğunu ortaya koymuş ve enflasyon sonrası hedefleme dönemi için enflasyon oranı, enflasyon öncesi hedefleme döneminden önemli ölçüde daha düşük olduğu gözlemlenmiştir. Diğer taraftan ise çalışmada enflasyon hedeflemesinin ekonomik büyüme üzerinde istatistiksel olarak anlamlı bir etki yaratmadığı da ortaya çıkmıştır.

(Ben Romdhane and Mensi, 2014) ise 30 OECD ülkesinin enflasyon hedeflemesi politikasının makro değişkenler üzerine etkisini farkların farkı yöntemi ile 1980-2012 yıllarını kapsayacak şekilde ölçmüşlerdir. Çalışma sonucunda, enflasyon hedeflemesinin, enflasyon üzerinde negatif ve istatistiksel olarak bulunduğu ve

enflasyon hedeflemesi politikasının OECD ülkelerin makroekonomik performansını geliştirdiğini göstermektedir.

(Jendoubi, 2016) yaptığı çalışmada ise enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik büyüme üzerine etkisini 28 ülke için 1985-2012 yıllarını kapsayacak şekilde ölçmüştür. Çalışmada ülkeler enflasyon hedeflemesini uygulayan 11 ülke ve uygulamayan 17 ülke olmak üzere iki gruba ayrılmıştır. Sonuç olarak çalışmada enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin uygulamayan ülkelere göre az da olsa ekonomik büyümelerinin daha iyi olduğu ve enflasyonlarının daha düşük olduğu sonucuna varılmıştır.

Batini and Laxton (2006) enflasyon hedeflemesinin politikasının makroekonomik performansın etkilerini geliştirmekte olan 35 ülke için incelemiştir. Çalışmada ülkeler 2 gruba ayrılmıştır bunlar: 13 ülke enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler ile enflasyon hedeflemesi uygulamayan 22 ülkedir. Son olarak bu iki grup farkların farkı yöntemi ile incelenip karşılaştırılmıştır. Sonuç olarak çalışmada enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelere enflasyon volatilesi daha düşük çıkmıştır. Diğer taraftan ise enflasyon hedeflemesi stratejisinin ekonomik büyüme üzerine herhangi bir etkisi bulunamamıştır.

Da Silva and Portugal (2002), enflasyon hedeflemesinin, (1980-1999) döneminde Brezilya'daki makroekonomik performansı geliştirip geliştirmediğini ve enflasyonun otokorelasyon testi üzerine çalışıp çalışmadıklarını bulmaya çalışmışlardır. Bu ekonomistler, enflasyon hedeflemesinin; büyüme oranı, enflasyon oranı, faiz oranı ve reel döviz kuru gibi makro değişkenler üzerindeki etkilerini de incelemiştir. Sonuç, enflasyon hedeflemesinin, döviz kuru rejimi tarafından gerçekleştirilen özel enflasyon beklentilerinin daha etkin bir şekilde sabitlenmesini sağladığını göstermektedir.

Pétursson (2004), enflasyon hedeflemesini hedefleyen 21 sanayileşmiş ve geliştirmekte olan ülke için ortalama enflasyon oranını ve enflasyonu hedeflemeyen 6 ülkeyi (1981-2002) enflasyon hedeflemesine yönelik enflasyon stratejisinin makroekonomik etkisini analiz etmiştir. Uygulanan tahmin yöntemi, Göreceli Olarak İlişkili Olmayan Regresyon (SUR) varsayımdır ve enflasyon hedeflemesinin,

istatistiksel olarak anlamlı bir enflasyon olmadığı sonucuna varmıştır. Peterson daha sonra bu modeli, örnekleme hedeflenen iki ülkeyi zaman periyoduna göre bir polinom eğilimiyle ekleyerek yeniden tahmin etmiştir ve sonuç olarak Tüm örnekler üzerinde uzun vadeli bir etkinin varlığını ortaya çıkarmıştır.

Levin, Natalucci and Piger (2004), enflasyon hedeflemesi politikasını benimseyen gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemesinin performansını ölçmüşlerdir. Yaptıkları çalışmada kısa ve uzun vadeli enflasyonu incelemiştir. Yaptıkları çalışmada sonuç olarak beklenen enflasyon oranlarının her ikisinde de enflasyon hedeflemesinin beklenen enflasyon üzerinde önemli bir etkisi olmadığı sonucuna varmışlardır.

Genc and Rodriguez (2007) enflasyon hedeflemesinin dört gelişmiş ülke için enflasyon dinamiğine etkisini incelemiştir. Enflasyon hedeflemesi sırasında enflasyonu, ARMA ve GARCH modeline göre tahmin etmişlerdir ve enflasyon hedeflemesi stratejisinin enflasyon dinamiği üzerinde hiçbir etkisi olmadığı sonucuna varmışlardır.

5. Metodoloji,Data, Modeller ve Sonuçlar

5.1. Metodoloji ve Data

Çalışmada bağımlı değişken olan Enflasyon hedeflemesi ile etkileşimi olan 4 adet başka bağımlı değişkenler belirlenmiştir. Bu değişkenler, Mevduat faizi, döviz kuru, enflasyon ve ekonomik büyümedir. Mevduat faizi, kurdaki değişim oranı ve enflasyon verileri yıllık veriler 1990-2016 yıllarını kapsayacak şekilde, ekonomik büyüme verisi ise çeyreklik olarak 1998:1 ile 2016:4 dönemini kapsayacak şekilde Federal Reserve Bank of ST. LOUIS den alınmıştır. Öncelikle bu değişkenler durağanlık testine tabi tutulmuştur. Durağanlık testi olarak ADF birim kök testi kullanılmıştır. Daha sonra Modelde belirlenen 2 adet kukla değişken ile sonradan belirlenen her değişken ile enflasyon hedeflemesi çoklu regresyon analizi ile incelenmiştir.

Modelde 2 adet kukla değişken enflasyon hedeflemesinin performansını ölçmek için kullanılmıştır.

- İlk Kukla Değişken: Örtülü enflasyon hedeflemesinin başlangıcı olan 2002 yılıdır.
- İkinci kukla değişken ise açık enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılıdır.

Literatürde sıklıkla kullanılan bu değişkenler enflasyon hedeflemesinin performansını ölçmek için ayrı ayrı modellenerek Zaman serisi Çoklu Regresyon analizi ile test edilmiştir. Analizler Stata 14.2 programında yapılmıştır.

5.1.1. ADF (Autoregressive Dickey Fuller) Birim Kök Testi

Bir modelde kullanılan seri durağan bir yapıdaysa ortalaması, kovaryansı ve varyansı zaman içerisinde değişime uğramaz. Bir serinin güçlü anlamda durağan olması değişken bir sürecin ortak ve koşullu olasılık dağılımının zaman içerisinde değişmemesi ile mümkün olmaktadır (Charemza ve Deadman, 1993, 118). Ekonometrik modeller için kullanılan zaman serileri genellikle durağan değildir. Bu serileri analiz edebilmek ve güçlü sonuçlar alabilmek için öncelikle durağanlık testlerine yani birim kök testlerine tabi tutulmaları gerekmektedir. Bir seriyinin durağan olup olmadığını saptamak için birçok birim kök testi bulunmaktadır. Bu çalışmada kullanılan çoklu regresyon modelinde sahte regresyon sorunu ile karşılaşmamak için Genişletilmiş Dickey Fuller (ADF) birim kök testi uygulanmıştır. En çok kullanılan birim kök testlerinden ADF (Genişletilmiş Dickey-Fuller birim kök testi) , kullanılan modele gecikme değerleri eklemekte ve DF testindeki otokorelasyondan kaynaklı sorunu ortadan kaldırmaktadır. Yani DF testinde hata teriminde otokorelasyon problemi olması durumunda zaman serisi otoregresif süreç olarak ifade edilememektedir. İşte bu yüzden Genişletilmiş DF testi geliştirilmiştir. Serinin değişkenlerinin gecikmeli değerleri alınarak hata teriminden kaynaklanan otokorelasyon problemi ortadan kaldırılmaktadır. Değişkene ait gecikme değeri belirlenirken Akaike ve Schwarz bilgi kriteri kullanılmaktadır. ADF birim kök test denklemleri aşağıda gösterildiği gibidir:

$$\Delta Y_t = a + bt + \gamma Y(t-1) + c \sum \Delta Y(t-1) + u_t$$

5.1.2. Çoklu Regresyon Analizi

Çoklu regresyon analizi bağımlı bir değişken ile ilişkisi olan başka değişkenlerin ilişkisini inceleyen bir analiz yöntemidir. Başta iktisat olmak üzere birçok alanda bağımlı değişkeni açıklamak için başka değişkenleri de göz önünde bulundurmak gerekmektedir. Özellikle makroekonomik bir değişkenin birden fazla değişkenle etkileşimi bulunmaktadır. Öyle ki çok sayıda değişken bir araya gelerek tek bir değişkeni etkilediği gibi, tek bir değişkenin de aynı şekilde birçok değişkeni etkileyebilmektedir. İşte bu tür birden fazla değişkenin bağımlı değişken ile etkileşimi ölçen regresyon analizine “Çoklu Regresyon Analizi (Multiple Regression Analysis)” denilmektedir. Bu analiz yöntemini kullanılmaktaki amaçlar şu şekilde sıralanabilir:

- Bağımlı değişken üzerinde etkisi olduğu düşünülen başka değişkenler ile bağımlı değişken ilişkisini ölçen bir model kurmak
- Bağımlı değişken üzerinde etkisi olan başka değişkenlerin etkilerinin en uygun parametreleri içeren denklemini oluşturmak ve bu etkilerin istenmeyen yönlerini kontrol ederken istenen yönlerini açığa çıkarmak
- Değişkenleri arasındaki etkileşimin derecelerini açıklamak ve değişkenlerdeki değişimi açıklarken öncelik belirlemek

Bu analiz yöntemi çeşitli şekillerde yapılmaktadır. Bu çalışmada Hiyerarşik model çoklu regresyon modeli kullanılmıştır. Bu modelde değişkenler istenilen sıra ve gruplama şeklinde analize tabi tutulmaktadır. Buradaki amaç bağımlı değişken üzerinde oluşturulan modellerde kullanılan diğer değişkenlerin etkileşimini ölçmektir. Çoklu regresyon modeli için oluşturulan ana model aşağıdaki gibidir:

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 t_t + u_t \text{ (Ana model)}$$

- Y_t makro değişken enflasyonun performansını ölçmek için kullanılmıştır.

- D_1 Kukla değişken örtülü enflasyon hedeflemesinin başlangıcı. Enflasyon hedeflemesi öncesi 0 sonrası için 1 (2002 öncesi 0, 2002 sonrası sonrası 1)
- D_2 Acık enflasyon hedeflemesinin başlangıcı 2006 öncesi 0, 2006 sonrası 1
- T zaman değişkeni (zaman içindeki Y deki değişimleri ölçmek için kullanılmıştır)
- U hata terimi
- β_0 sabit terim

Bu model üzerinden farklı makro ekonomik değişkenler ile enflasyon hedeflemesi ölçmeye odaklanılmıştır. Örneğin makro ekonomik değişken olarak ekonomik büyümeyi baz aldığımızda;

Y_t bağımlı değişken olarak ekonomik büyümeyi alırsak enflasyon hedeflemesinin öncesinde ve sonrasına ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ölçerek aslında enflasyon hedeflemesinin performansını ölçebilmekteyiz. Kurulan her bir modelde alınan bağımlı değişken üzerindeki etkiler ölçülür ve tahminde bulunulur.

5.2. Modeller

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 D_1 + \beta_2 D_2 + \beta_3 t_t + u_t \text{ (Ana model)}$$

- Y_t makro değişken enflasyonun performansını ölçmek için
- D_1 Kukla değişken örtük enflasyon hedeflemesinin başlangıcı. Enflasyon hedeflemesi öncesi 0 sonrası için 1 2002 öncesi 0 sonrası 1
- D_2 Acık enflasyon hedeflemesinin başlaması öncesi 0 sonrası 1 (2006 öncesi ve sonrası)
- T zaman değişkeni zaman içindeki Y deki değişimleri ölçmek için
- U hata terimi
- β_0 sabit terim

Bu modele üzerinden farklı makroekonomik değişkenler ile enflasyon hedeflemesini ölçebiliriz. Örneğin Ekonomik büyüme, faiz oranı, döviz kuru gibi Bağımlı değişkeni ekonomik büyüme yaparsak:

Y_t bağımlı değişkenimize ekonomik büyüme ekleyerek enflasyon hedeflemesinin öncesinde ve sonrasında ekonomik büyüme üzerindeki etkisini ölçerek aslında enflasyon hedeflemesinin performansını ölçebiliriz.

Model 1:

Bağımlı değişkenin enflasyon oranı olması durumu:

$$Y_t(\text{enflasyon oranı}) = \beta_0(\text{sabit}) + \beta_1 D_t(\text{kukla}) + \beta_2 D_2 + \beta_3 t_t(\text{zaman}) + u_t(\text{hata terimi}) \quad (1)$$

Model 2

Bağımlı değişkenin faiz olması durumu:

$$Y_t(\text{faiz}) = \beta_0(\text{sabit}) + \beta_1 D_t(\text{kukla}) + \beta_2 D_2 + \beta_3 t_t(\text{zaman}) + u_t(\text{hata terimi}) \quad (2)$$

Model 3

Bağımlı değişkeni döviz kuru yaparsak:

$$Y_t(\text{döviz kuru}) = \beta_0(\text{sabit}) + \beta_1 D_1(\text{kukla}) + \beta_2 D_2 + \beta_3 t_t(\text{zaman}) + u_t(\text{hata terimi}) \quad (3)$$

Model 4

Bağımlı değişkenin ekonomik büyüme olması durumu:

$$Y_t(\text{ekonomik büyüme}) = \beta_0(\text{sabit}) + \beta_1 D_t(\text{kukla}) + \beta_2 D_2 + \beta_3 t_t(\text{zaman}) + u_t(\text{hata terimi})(4)$$

5.3. Sonuçlar

Öncelikle zaman serilerinde sıklıkla karşılaşılan ve sahte regresyona neden olan birim kök sorununu ortadan kaldırmak amacıyla ADF birim kök testi tüm değişkenlere uygulanmıştır. Tablo 10'da görüldüğü üzere ekonomik büyüme

değişkeni hariç tüm veriler 1.farkında durağandır. Ekonomik büyüme değişkeni ise seviyesinde durağandır.

Tablo 10: ADF Birim Kök Test Sonuçları

Değişken	Seviyesinde(Trend)	Birinci Farkı(Trend)
Enflasyon	-2.073 (0.561)	-5.089* (0.001)
Faiz	-0.312 (0.923)	--4.348 * (0.0026)
Dolar Kuru	-0.959 (0.94)	-5.487*(0.0018)
Ekonomik Büyüme	-6.900 (0.00)	-12.084 (0.00)

* %1'lik seviyede anlamlı olduğunu göstermektedir.

Analizin bundan sonraki kısmında tüm değişkenlerin 1. Farkı kullanılmıştır. İlk modelimiz olan Enflasyon sonuçları Tablo 11'de gösterilmiştir. Tablodaki sonuçlara göre sadece Kukla1 değişkeni istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Yani eğer performansı ölçmek için kukla değişkeni örtülü enflasyon hedeflemesinin başlangıç tarihi olan 2002 tarihi aldığımızda enflasyon oranı %45 oranında düşüş göstermiş ve bu katsayı negatif olması beklenen bir sonuçtur. 2. Kukla Değişken olan açık enflasyon hedeflemesinin başlangıç yılını 2006 aldığımızda ise sonuç anlamlı çıkmamıştır.

Tablo 11: Model 1(Enflasyon) Sonuçları

	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf.	Interval]
Time	-0.6348854	0.75788	-0.84	0.41	-2.202679	0.932908
Dummy1	-45.65238*	9.28209	-4.92	0	-64.85385	-26.4509
Dummy2	-9.732136	9.10101	-1.07	0.3	-28.55902	9.094744
Sabit	1340.391	1512.35	0.89	0.39	-1788.15	4468.932

* %1'lik seviyede anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 12'de ise Model 2 yani enflasyon hedeflemesinin faiz oranının üzerindeki etkisini ölçtüğümüz model sonuçları gösterilmiştir. Tabloda görüldüğü üzere Kukla2 değişkeni hariç tüm değişkenler %1 ve %10 düzeyinde anlamlıdır. Fakat 2. Kukla değişkenin yönünün pozitif çıkması (%14,89) istenilen bir durum değildir. Çünkü enflasyon hedeflemesine başladığından faiz oranlarının da paralel olarak düşmesi

beklenmektedir. Tabloda görüldüğü üzere durum ters yönde hareket etmesi şeklinde bir sonuç vermiştir.

Tablo 12: Model 2 (Faiz) Sonuçları

	Coef.	Std. Err.	T	P>t	[95% Conf.	Interval]
Dummy1	-6.940681	4.28708	-1.62	0.12	-15.83154	1.950179
Dummy2	14.89833*	4.28708	3.48	0	6.007474	23.78919
Time	-0.6582977***	0.3718	-1.77	0.09	-1.429365	0.112769
Sabit	1315.356***	742.116	1.77	0.09	-223.6978	2854.41

* %1 lik seviyede anlamlı olduğunu göstermektedir.

Tablo 13'te ise Model 3 olan enflasyon hedeflemesini döviz kuru üzerindeki etkisi gösterilmiştir. Tablodaki sonuçlara göre Kukla2 değişkeni hariç tüm değişkenler istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Enflasyon hedeflemesinin başlangıcını 2002 tarihi olarak kabul ettiğimizde Kukla 1 katsayımız negatif ve -0,36 çıkmıştır. Dolayısıyla Türk Lirasının (TL) değer kazanması Dolarda (USD) -0,36 'lık bir azalış oluşturulacaktır ki bu durum enflasyon hedeflemesi için istenen ve beklenen bir durumdur.

Tablo 13: Model 3 (Döviz Kuru) Sonuçları

	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf.	Interval]
Dummy1	-0.3631076*	0.10818	-3.36	0	-0.587461	-0.13875
Dummy2	-0.1553657	0.10818	-1.44	0.17	-0.379719	0.068988
Time	0.0373255*	0.00938	3.98	0	0.0178683	0.056783
_cons	-74.39023*	18.7267	-3.97	0	-113.2269	-35.5535

* %1'lik seviyede anlamlı olduğunu göstermektedir.

Son modelimiz ise enflasyon hedeflemesinin ekonomik büyüme üzerindeki ölçem 4 numaralı modeldir. Enflasyon hedeflemesinin ekonomik büyüme üzerine etkisi tablo 14'de görüldüğü üzere enflasyon hedeflemesinin başlangıcını 2006 yılı aldığımız zaman yani açık enflasyon hedeflemesinin ilan edildiği andan itibaren istatistiksel olarak anlamlıdır. 2. Kukla değişkenin katsayısı pozitif, anlamlı ve beklenen yöndedir. Çünkü hedeflenen enflasyon oranının gerçekleşmesi ekonomik

büyüme yi pozitif olarak etkilemektedir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin başlangıç tarihi 2006 yılı baz alındığından Türkiye ekonomisi her çeyrekte %2,5 seviyesinde büyümektedir.

Tablo 14: Model 4 (Ekonomik Büyüme) Sonuçları

	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf.	Interval]
Dummy1	-1.313542	1.03736	-1.27	0.21	-3.383556	0.756471
Time	0.0103831	0.02808	0.37	0.71	-0.045648	0.066414
Dummy2	2.508551*	0.91494	2.74	0.01	0.682814	4.334289
Sabit	-21.14805	56.0768	-0.38	0.71	-133.0476	90.7515

* %1 lik seviyede anlamlı olduğunu göstermektedir.

SONUÇ VE ÖNERİLER

İlk defa 1990 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanan enflasyon hedeflemesi stratejisinin pek çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke için oldukça başarılı bir para politikası yaklaşımı olduğu söylenebilir. Bundan dolayı geçen yaklaşık 30 yıllık süreçte bu yaklaşımı uygulayan ülkelerin sayısı hızlı bir şekilde artmıştır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, gelişmekte olan ülkeler tarafından da başarıyla uygulanmış olmasına rağmen her derde deva bir ilaç olarak görülmemesi gerekir.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi gibi diğer para politikası stratejilerine göre önemli avantajlar sağlamasına rağmen, bazı dezavantajları da bünyesinde barındırdığı söylenebilir. Son yıllarda dünya ölçeğinde emtia ve enerji fiyatlarındaki yükselme ve gelişmiş ülkelerin finans piyasalarında ortaya çıkan sorunların olası yansımaları, enflasyon hedeflemesi rejiminin küresel ölçekte sınanmasına neden olan bir gelişme olarak değerlendirilmektedir.

Yaşanan 2001 krizinin ardından Türkiye ekonomisi yeniden yapılanma yolunda önemli adımlar atmış ve önceki istikrar programlarından farklı yöntemlerle fiyat istikrarını gerçekleştirmeye çalışmıştır. Döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme deneyimlerinden istenen sonuçların alınamaması nedeniyle, bütçe dengesinin sağlanması fiyat istikrarı hedefini para politikasının önceliği haline getirilmiş, bu kapsamda 2002 – 2005 yılları arası örtük, 2006 yılından itibaren ise açık şekilde enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlanılmıştır.

Örtük enflasyon hedeflemesi döneminde hedeflere ulaşılmış, enflasyon tek haneli oranlara gerilemiştir. Enflasyonun tek haneye gerilemesi ve stratejinin gerektirdiği bazı önkoşulların sağlanması ile birlikte 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Türkiye ekonomisi, 2007 yılından sonra ortaya çıkan mali kriz başta olmak üzere bir dizi dışsal şoka maruz kalmıştır. Büyük ölçüde para politikasının kontrolü dışında gelişen ve uzun süre kalıcı olan bu şoklar, hedeflenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasındaki farkın oluşmasında etkili olduğu söylenebilir. Dolayısıyla, 2006 ve 2007 yıllarında gerçekleşen enflasyon oranları

hedefleri aşmıştır. 2008 yılında enflasyon hedeflerinin revize edilmesi nedeniyle TCMB'nin kredibilitesi sarsılmış, para politikasının şekillendirilmesinde belirsizlikler ve riskler artmıştır.

Türkiye'nin 2002-2005 yıllarını kapsayan örtük enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonu düşürmekte gösterdiği etkileyici başarı, kapsamlı bir istikrar programının ve mali reformların hayata geçirilmesinin enflasyonla mücadelede ki önemini net bir şekilde ortaya koymaktadır. Enflasyon hedeflemesi stratejisi sürecine hükümetlerin de dâhil edilmesi ile hedeflerin hükümet tarafından sahiplenilmesi ve böylece maliye politikalarının para politikalarını mümkün olduğunca desteklenmesi sağlanmalıdır.

Türkiye'nin 2006 sonrası yaşadığı deneyim enflasyon hedeflemesi stratejisine geçişte zamanlamanın büyük önem taşıdığını ortaya koymuştur. Özellikle yüksek enflasyonda düşük enflasyona geçiş sürecinde olan ve iktisat politikaları konusunda henüz yeterince itibar birikimi sağlamamış ülkelerde, enflasyon hedeflemesine geçişin ilk yıllarında olumsuz dışsal gelişmelerle karşılaşılması rejimin güvenilirliğinin tesis edilmesini geciktirebilmektedir.

Karşılaşılan bütün bu güçlükler rağmen, Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi deneyimi, bu rejimin oldukça esnek ve koşullara çabuk uyum sağlayabilen bir para politikası stratejisi olduğunu teyit etmiştir. Bütün ülkeler için "ideal" olarak nitelendirilebilecek bir enflasyon hedeflemesi stratejisi bulunmamaktadır. Tarihsel sürece baktığımızda, ülkelerin içinde buldukları ekonomik, sosyal, politik ve jeo-politik koşullara göre kendilerine farklı dönemlerde farklı nihai hedefler belirledikleri ve bu nihai hedeflere ulaşabilmek için farklı politika setleri oluşturdukları görülmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisi, katı kurallar yerine, ülkelere özgü koşullarla şekillenmektedir.

Bu tezde önce dünyada ve Türkiye'de enflasyon hedeflemesi stratejisinin temel kavramsal çerçevesi ve tarihsel süreçteki gelişimi, daha sonra bu stratejinin Türkiye'deki başarısı çoklu regresyon analizi ile incelenmiştir. Çalışmada bağımlı değişken olan Enflasyon hedeflemesi ile etkileşimi olan 4 adet başka bağımlı değişkenler belirlenmiştir. Bu değişkenler, Mevduat faizi, döviz kuru, enflasyon ve

ekonomik büyümedir. Öncelikle bu değişkenler durağanlık testine tabi tutulmuştur. Durağanlık testi olarak ADF birim kök testi kullanılmıştır. Literatürde sıklıkla kullanılan bu değişkenler enflasyon hedeflemesinin performansını ölçmek için ayrı ayrı modellenerek Zaman serisi Çoklu Regresyon analizi ile test edilmiştir.

Öncelikle zaman serilerinde sıklıkla karşılaşılan ve sahte regresyona neden olan birim kök sorununu ortadan kaldırmak amacıyla ADF birim kök testi tüm değişkenlere uygulanmıştır. Bu teste göre ekonomik büyüme değişkeni hariç tüm veriler 1.farkında durağandır. Ekonomik büyüme değişkeni ise seviyesinde durağandır.

Analizin daha sonraki kısmında tüm değişkenlerin 1. Farkı kullanılmıştır. İlk modelimiz olan enflasyon oranı olması durumunda, tablodaki sonuçlara göre sadece Kukla 1 değişkeni istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Yani 2002 yılı örtük enflasyon hedeflemesi dönemini aldığımızda enflasyon oranı %45 oranında düşüş göstermiştir. 2. Kukla değişken olan 2006 yılı açık enflasyon hedeflemesi dönemini aldığımızda ise sonuç anlamlı çıkmamıştır.

İkinci modelimiz olan model 2, yani enflasyon hedeflemesinin faiz oranının üzerindeki etkisini ölçtüğümüz model sonuçlarına baktığımızda, Kukla1 değişkeni hariç tüm değişkenler %1 ve %10 düzeyinde anlamlıdır. Fakat 2. Kukla değişkenin yönünün pozitif çıkması (%14,89) istenilen bir durum değildir. Çünkü enflasyon hedeflemesine başladığından faiz oranlarının da paralel olarak düşmesi beklenmektedir ancak durum ters yönde hareket etmesi şeklinde bir sonuç vermiştir.

Üçüncü model de ise, enflasyon hedeflemesini döviz kuru üzerindeki etkisi gösterilmiştir. Sonuçlara göre Kukla2 değişkeni hariç tüm değişkenler istatistiksel olarak anlamlı çıkmıştır. Enflasyon hedeflemesinin örtük enflasyon hedeflemesi başlangıç tarihi 2002 yılı olarak kabul ettiğimizde Kukla1 katsayımız negatif ve -0,36 çıkmıştır. TL değerlenme dolarda -0,36 azalışa neden olmaktadır. Buda beklenen bir sonuçtur.

Son modelimiz olan model 4’de ise enflasyon hedeflemesinin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi ölçüldüğünde ise, enflasyon hedeflemesinin açık enflasyon hedeflemesinin ilan edildiği andan itibaren istatistiksel olarak anlamlıdır. 2. Kukla değişkenin katsayısı pozitif, anlamlı ve beklenen yöndedir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin başlangıç tarihi 2006 yılı baz alındığından Türkiye ekonomisi her çeyrekte %2,5 seviyesinde büyümektedir.

Yaptığım analiz sonucuna bakıldığında genel olarak enflasyon hedefleme stratejisi dönem dönem aksiliklere neden olsa da genel olarak pozitif etki yarattığı görülmektedir. Analize göre örtük enflasyon hedefleme strateji dönemi olan 2002 yılı itibari ile Enflasyon, Faiz ve Döviz Kurunda anlamlı sonuçlar çıkmıştır. Enflasyon örtük enflasyon stratejisi döneminde %45 dolaylarında bir düşüş yaşamıştır, bunun yanı sıra döviz kuru da aynı şekilde Türk Lirasının değer kazanması ile Doların -0,36 lık bir oranda azalış yaşayacağı görülmüştür. Bu sonuçlara baktığımız da enflasyon, faiz ve döviz kuru açısından örtük enflasyon hedeflemesi stratejisi dönemi verimli geçmiştir ve dolayısıyla o şuan da enflasyon ve döviz kuru için o dönemde ki koşullar ve şartlar dikkate alınarak uygulama benzerliği sağlanıp günümüz içinde bu uyarlanmaya çalışılması doğru olacaktır.

Analizde enflasyon hedeflemesi stratejisinin Ekonomik büyüme üzerine etkilerine baktığımızda ise, Açık enflasyon hedeflemesi stratejisi dönemi olan 2006 ve sonrası için ekonomik büyüme üzerine pozitif etkiye sahip olduğu görülmektedir. Ekonomik büyüme her çeyrekte bir %2,5’lik bir büyüme sağladığı görülmüştür. Buradan yola çıkarak Ekonomik Büyüme konusunda Açık enflasyon hedeflemesi stratejisi dönemine göre devam edilmesinin doğru olacağı kabul edilebilmektedir.

KAYNAKÇA

Albert P, Bright Addiyiah O, Charles B (2014) Effects of Inflation Targeting Policy on Inflation Rates and Gross Domestic Product in Ghana. European Journal of Business and Management, 54-60.

Alparslan M, Ataman Erdönmez P (2000, Aralık) Enflasyon Hedeflemesi. Bankacılar Dergisi, Sayı 35.

Arestis P, Paula de L F , Ferrari-Filho F (2008, September) Inflation Targeting In Brazil. Working Paper No. 544

Archer David J (2000, Marc 20-21) Inflation Targeting in New Zealand. <https://www.imf.org>.

Asiedu E (2002, Jenuary) On the Determinants of Foreign Direct Investment to Developing Countries: Is Africa Different? World Development. 30(1), 107–119.

Bale M, Dale T (1998) Public Sector Reform In New Zealand And Its Relevance To Developing Countries. The World Bank, Journal Article, Vol.13, No.1

Banco de Espana (2017) Report on the Latin American economy. Second half of 2017. Economic Bulletin 4/2017, 20 October 2017, <https://www.bde.es>.

Banco Central de Chile (2018, March) Monetary Policy Report. <http://www.bcentral.cl>

Banco Central Do Brasil (2016, June) İnflation Targeting in Brazil. <http://bcb.gov.br>

Bank of Canada (2011,December) Why has Canada's Inflation Target Been Set at 2 Per Cent? <https://www.bankofcanada.ca>

Bank of Canada (2012) Inflation and Price Stability. <https://www.bankofcanada.ca>

Başçı, E (2012, Haziran), Finansal ve Makroekonomik İstikrar: Önümüzdeki Zorluklar Konferansı Açılış Konuşması, TCMB, İstanbul, <http://www.tcmb.org>

Batini N, Laxton D (2006, December) Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets. Working Papers, No.406, Central Bank of Chile, <http://citeseerx.ist.psu.edu>

Beaudry P, Ruge-Murcia F (2017) Canadian inflation targeting. Vol.50 Issue.5, December 2017, Pages 1556-1572, <https://onlinelibrary.wiley.com>.

Ben Romdhane I B, Mensi S (2014, November) Assessing the macroeconomic effects of inflation targeting: Evidence from OECD Economies. Munich Personal RePEc Archive, No.60108, <https://mpa.ub.uni-muenchen.de>

Berganze JC, Broto C (2012) Flexible inflation targets, forex interventions and exchange rate volatility in emerging countries. Journal of International Money and Finance, ss.428-444.

Bernanke BS, Mishkin FS (1997, January) Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?. Nber Working Paper 5893.

Bernanke BS, Laubach T, Mishkin FS, Posen AS (1999) Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. Princeton University Press, Princeton.

Bernanke BS, Laubach T, Mishkin FS, Posen AS (2001) Inflation Targeting. Princeton University Press : ss. 20-21.

Blejer M I , Leona A M, Rabanal P, Schwartz G (2002) Inflation Targeting in the Context of IMF-Supported Adjustment Programs. IMFstaffpapers a journal of the IMF, Volume 49, Number 3.

- Bogdanski J, Tombini A A, Sérgio Ribeiro da Costa Werlang (2000, July) Implementing Inflation Targeting in Brazil. Working Paper, ISSN 1518-3548, <https://www.bcb.gov.br>
- Bollard A, Karagedikli Ö (2006) Inflation Targeting: The New Zealand Experience and Some Lessons. 19 January, <http://www3.tcmb.gov.tr>.
- Bordo M D, Jonung L (2001, September) A return to the convertibility principle? Monetary and fiscal regimes in historical perspective. The international evidence. No.159, <https://econpapers.repec.org>.
- Brash D (1998, May) Inflation Targeting in New Zealand: Experience and Practice. Seminar Paper No.641, Institute for International Economic Studies, Stockholm University.
- Carare A, Schaechter A, Stone M and Zelmer M (2002, June) Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting. IMF Working Paper, WP/02/102, <https://papers.ssrn.com>.
- Carrasco CA (2011) Inflation Targeting and Economic Performance: The Case of Mexico. *Panoeconomicus*, ss.675-692.
- Central Bank of Sri Lanka (2005 October) Price Stability. Pamphlet Series No.1, <https://www.cbsl.gov.lk>.
- Cesifo Dice (2015, March) Inflation targeting frameworks. <https://www.cesifo-group.de>.
- Cespedes Luis F and Soto C (2005 April) Credibility and Inflation Targeting In An Emerging Market: The Case of Chile. Working Paper N312, Central Bank of Chile, <http://www.bcentral.cl>.

Charemza WW, Deadman DF (1993) *New Directions in Econometric Practice- General to Specific Modelling, Cointegration, and Vector Autoregression. Second Edition*

Croce E, Khan MS (2000, September) *Monetary Regimes and Inflation Targeting. Finance and Development, Volume 37, No.3*

Da Silva M E A, Portugal M S (2002) *Inflation Targeting in Brazil: An Empirical Evaluation, Revista de Economia, 9,2, ss.85-122.*

Debbel G (1997, March) *Inflation Targeting in Practice. IMF Working Paper, WP/97/35.*

Debelle G, Masson P, Savastano M, Sharma S (1998) *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy. IMF, Economic Issues No.15 October.*

Dwyer Jr. G P (1993) *Rules and Discretion in Monetary Policy.*
<https://pdfs.semanticscholar.org>

Epstein G, Yeldan E (2008) *Inflation targeting, employment creation and economic development: assessing the impacts and policy alternatives. International Review of Applied Economics, 2008, vol. 22, issue 2, 131-144, https://econpapers.repec.org.*

Ersel H, Özatay F (2008, October) *Inflation Targeting in Turkey. Working Paper 445, https://econpapers.repec.org .*

European Central Bank (2015 July 10), <https://www.ecb.europa.eu>

Federal Reserve Bank of Dallas (2011) *The Conquest of Mexican Inflation. Globalization and Monetary Policy Institute 2011 Annual Report, https://www.dallasfed.org*

- Fraga A, Goldfajn H, Minella A (2003, October) Inflation Targeting In Emerging Market Economies. NBER Working Paper 10019.
- Freedman C (1995) The Canadian Experience with Targets for Reducing and Controlling Inflation. Bank of Canada.
- Freedman C (2006, January) A Brief History of the Conceptual and Practical Development of IT. <http://www3.tcmb.gov.tr>
- Freedman C, Laxton D (2009) Inflation Targeting Pillar: Transparency and Accountability. 1 December Working Paper No. 09/262, ISBN/ISSN: 9781451874075/1018-594.
- Galindo Luis M, Ros J (2005, May) Inflation targeting in Mexico: An empirical appraisal. <http://citeseerx.ist.psu.edu>.
- Gene IH, Lee M, Rodriguez CO, Lutz Z (2007, February) Time Series Analysis of Inflation Targeting in Selected Countries. *Journal of Economic Policy Reform*, Vol.10, No.1, ss15-27, <https://www.tandfonline.com>.
- Geraats, PM, Eijffinger SC, van der Crujisen CA (2006) Does central bank transparency reduce interest rates? Netherlands Central Bank Research Department Working Paper 085.
- Gosselin M-A (2007, March) Central Bank Performance Under Inflation Targeting. Bank Of Canada, Staff Working Paper / Document de Travail 2007-18, ISSN 1701-9397, <https://www.bankofcanada.ca>.
- Gregorio de J, Edwards S, Valdes R O (2000, April) Controls On Capital Inflows: Do They Work?. NBER Working Paper 7645.
- Grimes A (1996) Public Standards & Private Monitoring: New Zealand's New Banking Supervision Regime. *Agenda*, 3(3), 277-286

H.D.T.M (2001, Mayıs) Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı. Ankara.
IMF (2000) Brazil, Country Data, <http://www.imf.org>.

IMF (2002) Macroeconomic Management Programs and Policies; Inflation Targeting, Scarlata J. (April 19).

Jendoubı H (2016) Inflation Targeting and Macro-Economic Performance: The Case of Emerging Countries. Journal of Economics and Development Studies, Vol.4, No.2, ss.61-74, ISSN: 2334-2382 (Print), 2334-2390 (Online).

Jonas J and Mishkin FS (2003, May) Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects. NBER Working Paper No. 9667, forthcoming in Michael Woodford, ed., Inflation Targeting (University of Chicago Press: Chicago)

Kara AH, Orak M (2008, Ekim) Enflasyon Hedeflemesi. Ekonomik Tartışmalar Konferansı, İstanbul <http://www.tcmb.gov.tr>

Kara AH, (2012, Haziran) Küresel Kriz Sonrası Para Politikası, Çalışma Tebliği No: 12/17, TCMB, <http://www.tcmb.gov.tr>

Kartal F (2011, Nisan) Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ve Para Politikasının Görünümü.

Kasa K (2001, Jenuary) Will Inflation Targeting Work in Developing Countries?.FRBSF Economic Letter,<https://www.frbsf.org>

Lane TD, Griffihts M and Prati A (1995) Can inflation targets help make monetary policy credible? Finance and Development, Vol.32, No.4, ss.125-146.

- Landerrectche O, Corbo V, Schmidt-Hebbel K (2001) Does Inflation Targeting Make a Difference?. Central Bank of Chile Working Papers No.106.
- Larsen, Christian Ronning (2007) Norway's experience with inflation targeting : an analytical and empirical analysis. <https://www.duo.uio.no>.
- Leiderman L et.al. (2006, June) Inflation Targeting in Dollarized Economies. IMF Working Paper, WP/06/157.
- Levin AT, Natalucci FM, Piger JM (2004, July-August) The macroeconomic effects of inflation targeting. Federal Reserve Bank of St.Louis Review, 86,4,ss.51-80
- Lindsey DE and Wallich HC (1987) The New Palgrave Dictionary of Economics, Palgrave Macmillan London United Kingdom, Online ISBN 978-1-349-95121-5, <https://link.springer.com>
- Masson Paul R, Savastano MA, Sharma S (1997, October) The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries. IMF Working Paper, WP/97/130, <http://www.imf.org>.
- McCallum BT (2001, April) Inflation Targeting and The Liquidity Trap. Working Paper 8225, National Bureau of Economic Research.
- McDermott J, Williams R (2018) Inflation targeting in New Zealand: an experience in evolution. April 12, <https://www.rbnz.govt.nz>.
- Melino A (2012) Inflation Targeting: A Canadian Perspective. <http://www.ijcb.org>.
- Mishkin FS, Posen AS (1997) Inflation Targeting: Lessons from Four Countries. Economic Policy Review, Vol. 3, No. 3, August 1997.
- Mishkin FS (1999), International Experiences With Different Monetary Policy Regimes. Journal of Monetary Economics, No.43.

Mishkin FS (2000a, March) Inflation Targeting in Emerging Market Countries. Working Paper 7618, Cambridge, <http://www.nber.org/papers/w7618>.

Mishkin FS (2000b, January) From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries, Bank of Mexico Conference, “Stabilization and Monetary Policy: The International Experience” Mexico City.

Mishkin FS (2000c, December) Financial Policies and The Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies. World Bank Policy Research Working Paper, No.2683, <https://poseidon01.ssrn.com>

Mishkin FS, Savastano MA (2000, Marc) Monetary Policy Strategies for Latin America. NBER Working Paper No. 7617, <http://www.nber.org>

Mishkin FS (2001, July) Inflation Targeting. Graduate School of Business, Columbia University, <https://notendur.hi.is>

Mishkin FS (2004, April) Can Inflation Targeting Work In Emerging Market Countries?. Festschrift In Honor of Guillermo A. Calvo April 15-16, 2004.

Mishkin FS, Schmidt-Hebbel K (2007, January) Does Inflation Targeting Make a Difference?. NBER Working Paper No: 12876, <http://www.nber.org>

Morande F, Schmidth-Hebbel K (2000) “Monetary Policy and Inflation Targeting in Chile,” Inflation Targeting in Practice, Ed.by., Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M Leone and Sergio Werlang, International Monetary Fund, ISBN1-55775-889-1.

Murray J (2016) 25 Years of Inflation Targeting: View from Canada. Transformation of Central Banking, May19-20 <https://bank.gov.ua>.

Neumann MJM (2002) Transparency in monetary policy. December 2002, Volume 30, Issue 4, pp 353–365, Atlantic Economic Journal, <https://link.springer.com>.

New Zealand Paliament (2018, March 8) Monetary Policy and Policy Targets Agreement. <https://www.parliament.nz>

Norges Bank of Oslo (2018) Monetary Policy Report With Financial Stability Assessment. March 1, ISSN 1894-0250 .

OECD (2018) Development In Individual OECD and Selected Non-Member Economies. www.oecd.org

Orphanides A, Wieland (2000, June), Inflation zone targeting. Elsevier, No.44, <https://www.sciencedirect.com>

Özatay F (2009, February) Türkiye’de 2000-2008 döneminde para politikası. İktisat İşletme ve Finans 24 (275) 2009 : 37-65, DOI: 10.3848/iif.2009.275.1974

Öztürk S (2003, Temmuz) Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye’de Uygulanabilirliği. Dış Ticaret Dergisi, Yıl: 8, Sayı: 29, ss. 81-116.

Öztürk S (2009) Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı: Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerin Karşılaştırmalı Analizi. Yönetim ve Ekonomi Cilt:16, Sayı:1 Celal Bayar Üniversitesi İ.İ.B.F. Manisa

Parkin M (2013, April) The Effects of Central Bank Independence and Inflation Targeting on Macroeconomic Performance: Evidence from Natural Experiments. University of Western Ontario.

Paya M (2013) Para Teorisi ve Politikası :ss. 176-177.

Penner Drew D (2015) Inflation Targeting in Canada: A Critical Analysis.
<https://ruor.uottawa.ca>.

Petursson T G (2004, June) The effects of inflation targeting on macroeconomic performance. Central Bank of Iceland, Working Paper, No.23,
<https://pdfs.semanticscholar.org>

Ramos-Francia M, Garcia A T (2005, July) Reducing Inflation Through Inflation Targeting: The Mexican Experience. Working Papers, No. 2005-01.

Roger S (2010, March) Inflation Targeting Turns 20. <https://www.researchgate.net>.

Serven L (1998) Macroeconomic uncertainty and private investment in developing countries - an empirical investigation. The World Bank Working Paper 2035.

Scarlata J.(2002) Inflation Targeting. IMF Institute, International Monetary Fund, 2002, ISBN: 1589060946, 9781589060944, ss.168-199,<http://www.imf.org>.

Schaechter A (2001) Implementation of Monetary Policy and the Central Bank's Balance Sheet. IMF Working Paper, WP/01/149.

Schmidt-Hebbel K, Werner A (2002) Inflation Targeting In Brazil, Chile, and Mexico: Performance, Credibility, and The Exchange Rate. Central Bank of Chile Working Papers, No.171

Sherwin M (1999) Strategic Choices in Inflation Targeting: The New Zealand Experience. <http://citeseerx.ist.psu.edu>.

Sleire S (2018) Norges Bank Has Inflation Targeting Cut After Struggling to Meet It. March 2 <https://www.bloomberg.com>.

Svensson LOE (1996) Inflation Forecast Targeting: Implementing an Monitoring Inflation Targets. NBER Working Paper, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org>.

Svensson LEO (1998a) Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule. Institute for International Economic Studies, Stockholm University; CEPR and NBER.

Svensson LEO (1998b, April) Open-Economy Inflation Targeting. International Economic Studies, Stockholm University; CEPR and NBER.

Svensson L. E. O. (2007, May), "Inflation Targeting", CEPS Working Paper No.144, Princeton University.

Tapsoba R (2012), "Does Inflation Targeting Matter for Attracting Foreign Direct Investment into Development Countries", CERDI, Etudes et Documents, E 2012.03, France.

Takım A, (2011), Türkiye’de Para Politikası Stratejilerinin Fiyat İstikrarına Etkisi: Enflasyon Hedeflemesi. ZKÜ Sosyal Bilimler Dergisi, Cilt 7, Sayı 13: 15-35

TCMB (2004, Aralık), 2005 Yılında Para ve Kur Politikası, Sayı: 2004-59, <http://tcmb.gov.tr>

TCMB (2005, Aralık) Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası. <http://www.tcmb.gov.tr>

TCMB (2011, Aralık), 2012 Yılında Para ve Kur Politikası, TCMB, Ankara, <http://www.tcmb.org>

TCMB (2018a), Enflasyon Hedefleri. <http://www.tcmb.gov.tr>.

TCMB (2018b), Merkez Bankası Para Politikası Çerçevesi. <http://www.tcmb.gov.tr>.

Tuna K (2007), Enflasyon hedeflemesi ve Ülke Deneyimleri. Sosyal Bilimler Dergisi 2007, (1), 223-250

Türkoğlu M (2015) Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Uygulamaları. Uluslararası Alanya İşletme Fakültesi Dergisi, Yıl:2015, C:7,S:1, s.95-107.

Wadsworth A (2017, August) An International Comparison of Inflation Targeting Frameworks. Reserve Bank of New Zeland Bulletin Vol.80, No.8. ISSN 1177-8644, <https://www.rbnz.govt.nz>.

Wheeler G (2014, December 1), “Reflections on 25 years of Inflation Targeting”,<https://www.rbnz.govt.nz>.

Woodford M (2004) Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy. Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis, <https://files.stlouisfed.org>.

Yılmaz D, (2009,Mayıs), Küresel Kriz ve Merkez Bankası, TCMB, İstanbul, <http://www.tcmb.gov.tr>

Yılmaz D, (2010,Mayıs), Küresel Kriz, Yeniden Yapılanma ve Ulusal Dönüşüm Forum İstanbul 2010, TCMB, İstanbul, <http://www.tcmb.gov.tr>

Yörükoğlu M. (2009, Şubat), Küresel Mali Kriz ve Türkiye Ekonomisi, TCMB, İstanbul, <http://www.tcmb.gov.tr>

ÖZ GEÇMİŞ

KİŞİSEL BİLGİLER

Adı-Soyadı: Dilek USANMAZ

Uyruğu: T.C.

Doğum Yeri ve Tarihi: Yozgat 01/03/1988

Tel: 0532 332 55 27

E-posta: dilekusanmaz@hotmail.com

Yazışma Adresi: 2000 Evler mah. Fırat Yılmaz Çakıroğlu Cad. 34.Sok. Yuvam Apt.
Merkez/NEVŞEHİR

EĞİTİM

Derece	Kurum	Mezuniyet Tarihi
Önlisans	Selçuk Üniversitesi Akşehir MYO	2012
Lisans	Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi İİBF	2015
Yüksek Lisans	Nevşehir Hacı Bektaş Veli Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, İktisat Anabilim Dalı	2018

İŞ DENEYİMLERİ

Yıl	Kurum	Görev
2006	Avukatlık Bürosu	Katip
2008	Yeminli Mali Müşavirlik Bürosu	Muhasebe

YABANCI DİL: İngilizce(72,5)

