

**ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN TÜRKİYE'DEKİ
BAŞARISININ DEĞERLENDİRİLMESİ**

Ergun ERMİŞOĞLU

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

Piyasalar Genel Müdürlüğü

Ankara, Mayıs 2011

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN TÜRKİYE'DEKİ BAŞARISININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Ergun ERMİŞOĞLU

Danışman
Doç. Dr. Ümit ÖZLALE

Uzmanlık Yeterlilik Tezi

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
Piyasalar Genel Müdürlüğü
Ankara, Mayıs 2011

ÖNSÖZ

Bu çalışmanın hazırlanmasında akademik bilgi ve deneyimlerini benimle paylaşan tez danışmanım Doç.Dr. Ümit Özlale'ye, değerli birikimleriyle beni yönlendiren ve anlayışlarını benden esirgemeyen Piyasalar Genel Müdürlüğü Hazine İşlemleri Müdürü Hülya Hanay ve Müdür Yardımcısı Dr. Firdevs İpek Ekşi'ye teşekkürlerimi sunarım. Ayrıca çalışmanın hazırlanması süresince her aşamada benim yanımda ve bana destek olan sevgili eşim Emine'ye, bana moral veren ve beni mutlu eden kızlarım İrem ve Azra'ya, beni bugünlere getiren ve bugün de desteklerini sürdüren annem Gönül ve babam Orhan Ermişoğlu'na teşekkür etmeyi borç bilirim.

Ergun Ermişoğlu

İÇİNDEKİLER

	<u>Sayfa No</u>
ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER	ii
TABLO LİSTESİ.....	iv
GRAFİK LİSTESİ	v
KISALTMA LİSTESİ.....	vii
SEMBOL LİSTESİ.....	viii
EK LİSTESİ.....	ix
ÖZET	x
ABSTRACT.....	xii
GİRİŞ	1

BİRİNCİ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE ENFLASYONUN TARİHSEL GELİŞİMİ	4
1.1. 1940–1979 Döneminde Enflasyon Gelişmeleri	4
1.2. 1980–1999 Döneminde Enflasyon Gelişmeleri	6
1.3. 2000–2005 Döneminde Enflasyon Gelişmeleri	11
1.4. 2006–2010 Döneminde Enflasyon Gelişmeleri	23

İKİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ	27
2.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Tanımı ve Unsurları	28
2.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Avantajları ve Dezavantajları	29
2.3. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ön Koşulları	30
2.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Operasyonel Çerçevesi.....	32
2.5. Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Rejimi.....	37
2.5.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi (2002–2005)	37
2.5.2. Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi (2006 ve sonrası) ..	43
2.5.2.1. Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi	43
2.5.2.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi Gelişmeleri	49

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN BAŞARISININ DEĞERLENDİRİLMESİ	62
3.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Başarısının Değerlendirilmesi Konusundaki Literatür	63
3.2. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Başarısının Değerlendirilmesi	72
3.2.1. Temel Göstergeler	72
3.2.2. Veri	76
3.2.3. Enflasyon Sürekliliği ve Enflasyon Şokları	78
3.2.4. Enflasyon Beklentileri.....	81
3.2.5. Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi	84

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER	85
KAYNAKÇA	90
EKLER	96

TABLO LİSTESİ

	<u>Sayfa No</u>
Tablo 1.1. Fiyat Hareketleri ve Genel Seçimler.....	8
Tablo 1.2. Konsolide Bütçe Dengesi (GSMH'ye Oran-%)	9
Tablo 1.3. Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi (2000–2005) (GSYİH'ye Oran-%).....	18
Tablo 1.4. Enflasyon Beklentileri, Hedefleri ve Gerçekleşmeleri (2002–2005).....	22
Tablo 1.5. Enflasyon Beklentileri, Hedefleri ve Gerçekleşmeleri (2006–2010).....	23
Tablo 2.1. Merkezi Yönetim Bütçe Dengesi ve Borç Stoku (GSYİH'ye Oran-%).....	39
Tablo 3.1. Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeleri (%).....	73
Tablo 3.2. Dönemler İtibariyle Ortalama Enflasyon Seviyeleri ve Oynaklıkları	75
Tablo 3.3. Otokolerasyonlar	78
Tablo 3.4. Enflasyon Sürekliliği Tahminleri	79
Tablo 3.5. Enflasyon Şoklarından Kaynaklanan Enflasyon Oynaklıkları	80
Tablo 3.6. Enflasyon Beklentileri.....	83
Tablo 3.7. Enflasyon Beklentilerindeki Değişimlerin Enflasyon Gerçekleşmelerindeki Değişimlere Hassasiyeti	83

GRAFİK LİSTESİ

Sayfa No

Grafik 1.1. Yıllar İtibarıyla Tüfe Enflasyon Oranları (1940–1979).....	5
Grafik 1.2. Yıllar İtibarıyla Tüfe Enflasyon Oranları (1980–1999).....	7
Grafik 1.3. İç Borç Stoku'nun Gelişimi (1990–1999)	10
Grafik 1.4. Kamu Bankaları Görev Zararları Stoku'nun GSMH'ye Oranı (1990–2000)	11
Grafik 1.5. Borç Stoku'nun GSYİH'ye Oranı (2000–2005)	17
Grafik 1.6. Faiz Oranları (2001–2005)	19
Grafik 1.7. Beklenen DİBS Reel Faizleri (2001–2005)	20
Grafik 1.8. Büyüme Oranları (1999–2005)	21
Grafik 1.9. Yıllık Tüfe Enflasyon Oranları (2000–2005).....	22
Grafik 1.10. Yıllık Tüfe Enflasyon Oranları (2006–2010).....	25
Grafik 1.11. Genel ve Çekirdek Enflasyon Oranları (2004–2010)	26
Grafik 2.1. 2002–2005 Dönemi Yıllık Tüfe Enflasyon Oranları.....	38
Grafik 2.2. Varlık Dolarizasyon Derecesi (2000–2005)	40
Grafik 2.3. Finansal Sağlık Endeksi	41
Grafik 2.4. Enflasyon Beklentileri ve Hedefleri	42
Grafik 2.5. 2006–2010 Yılları Arası Enflasyon Hedef ve Gerçekleşmeleri	49
Grafik 2.6. 2006 Yılında Enflasyonun Gelişimi.....	50
Grafik 2.7. 2006 Yılında Enflasyon Beklentilerinin Gelişimi.....	51
Grafik 2.8. 2007 Yılında Enflasyonun Gelişimi.....	53
Grafik 2.9. 2007 Yılında Çekirdek Enflasyon Göstergelerinin Gelişimi.....	54
Grafik 2.10. 2008 Yılında Enflasyonun Gelişimi.....	55
Grafik 2.11. 2007 ve 2008 Yılında Enflasyon Beklentilerinin Gelişimi	56

Grafik 2.12. 2009 Yılında Enflasyonun Gelişimi.....	57
Grafik 2.13. 2009 Yılında Çekirdek Enflasyon Göstergelerinin Gelişimi.....	58
Grafik 2.14. 2009 Yılında Enflasyon Beklentilerinin Gelişimi.....	59
Grafik 2.15. 2010 Yılında Enflasyonun Gelişimi.....	60
Grafik 2.16. 2010 Yılında Çekirdek Enflasyon Göstergelerinin Gelişimi.....	61
Grafik 2.17. 2010 Yılında Enflasyon Beklentilerinin Gelişimi.....	61
Grafik 3.1. Aylar İtibarıyla Yıllık Enflasyonun Gelişimi.....	74
Grafik 3.2. Aylık Enflasyonun Gelişimi	74
Grafik 3.3. Yıllık Ortalama Enflasyon Seviyeleri ve Enflasyon Oynaklığı	75
Grafik 3.4. Enflasyon Beklentilerinin Gelişimi.....	82

KISALTMA LİSTESİ

ADF	: Augmented Dickey Fuller (Geliştirilmiş Dickey Fuller)
AIC	: Akaike Information Criteria (Akaike Bilgi Kriteri)
AR	: Auto Regressive (Oto regresif)
DİBS	: Devlet İç Borçlanma Senetleri
GSMH	: Gayri Safi Milli Hasıla
GSYİH	: Gayri Safi Yurt İçi Hasıla
Hazine	: Türkiye Cumhuriyeti Başbakanlık Hazine Müsteşarlığı
IMF	: International Monetary Fund (Uluslararası Para Fonu)
KİT	: Kamu İktisadi Teşebbüsleri
OECD	: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)
ÖKTG	: Özel Kapsamlı Tüfe Göstergeleri
SIC	: Schwarz Information Criteria (Schwarz Bilgi Kriteri)
TCMB	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
YTL	: Yeni Türk Lirası

SEMBOL LİSTESİ

- π_t : t zamanındaki enflasyon oranı
- π_{t-j} : t-j zamanındaki enflasyon oranı
- $\Delta\pi_t$: t zamanındaki enflasyon oranının birinci farkı
- $\Delta\pi_{t-k,t}$: t-k zamanından t zamanına kadarki enflasyon oranının birinci farkı
- $\Delta\pi_{t,t+q}^e$: t zamanında belirlenen ve t zamanından t+q zamanına kadarki enflasyon beklentisinin birinci farkı

EK LİSTESİ

Sayfa No

Ek 1. Enflasyon Sürekliliği Modellerinin Katsayıları.....	97
Ek 2. ADF Birim Kök Testi Sonuçları	98
Ek 3. Enflasyonist Şokların ve Şokların Yayılma Etkisinin Göreceli Rollerinin Tespit Edildiği Modellerin Katsayıları	99
Ek 4. Farklı Örneklemeler ile Enflasyon Şokların ve Şokların Yayılma Etkisinin Göreceli Rollerini	100

ÖZET

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı özellikle 2000'li yılların başından itibaren tartışılmaya ve akademik çalışmalara konu olmaya başlamıştır. Enflasyon hedeflemesinin başarısını değerlendiren çalışmalar genel olarak iki ana yaklaşımı benimsemektedir. Bu yaklaşımlardan birincisinde, enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkeler ile benimsemeyen ülkelerin çeşitli ekonomik göstergeler açısından performansı karşılaştırılmaktadır. İkinci yaklaşımda ise enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkeler kendi aralarında karşılaştırılmakta ya da bu ülke veya ülkelerin enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası dönemlerinin performans karşılaştırılması yapılmaktadır.

Bu çalışmada söz konusu yaklaşımlardan ikincisi benimsenmiş, Türkiye'de enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası dönemler enflasyon performansları açısından karşılaştırılmıştır. Çalışmada, enflasyon hedeflemesi dönemi olarak 2006–2010 yılları arası, enflasyon hedeflemesi öncesi dönem olarak ise 1982–2005 yılları arası kabul edilmiştir.

Çalışmada öncelikle ham veri kullanılarak enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonun seviyesi ve oynaklığında bir değişiklik olup olmadığı incelenmiş, ardından ise zaman serisi modelleri vasıtasıyla bu dönemde enflasyon sürekliliğinde ve enflasyonist şokların seviyesinde bir değişiklik olup olmadığı araştırılmıştır. Bu analizler neticesinde, enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon seviyesi ve oynaklığının yanı sıra, enflasyon sürekliliğinin de azaldığı ve bu göstergelerdeki azalışın büyük ölçüde enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonist şokların azalmış olmasından kaynaklanmadığı tespit edilmiştir. Enflasyon hedeflemesi döneminde hem enflasyonist şokların hem de bu şokların yayılma etkisinin azalmış olduğu, ancak şokların yayılma etkisindeki azalışın göreceli olarak daha çok olduğu bulunmuştur. Bunun ardından, enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle

enflasyon beklentilerinin oluşumunda bir değişiklik olup olmadığı incelenmiştir. Bu inceleme sonucunda enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon beklentilerinin seviyesinin ve oynaklığının yanı sıra, beklentilerin enflasyon gerçekleşmelerine hassasiyetinin de azaldığı görülmüştür. Bu bulgular neticesinde Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin enflasyon performansına olumlu katkı yaptığı sonucuna ulaşılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Enflasyon Hedeflemesi, Enflasyon Seviyesi, Enflasyon Oynaklığı, Enflasyon Srekliiliği, Enflasyon Beklentileri, Türkiye

ABSTRACT

The success of inflation targeting regime has been particularly discussed and has been a subject of academic studies since the beginning of the 2000's. The studies analyzing the success of inflation targeting generally adopt two main approaches. According to the first approach, performance of inflation targeting countries is compared with non-inflation targeting countries in terms of various economic indicators. According to the second approach, inflation targeting countries are compared among themselves or performance on the pre- and post-inflation targeting periods are compared either for the country or countries.

In this study, the latter of the above approaches is adopted; Turkey's pre- and post-inflation targeting periods are compared by means of inflation performance. In this study, while the years of 2006-2010 are accepted as the inflation targeting period, the years of 1982-2005 are accepted as the period before inflation targeting.

Firstly, by using raw data it is analyzed whether the level and volatility of inflation changed during the inflation targeting period, following then, it is investigated by time series models whether inflation persistence and inflationary shocks changed at this period. At the end of these analyses, it is observed that, in addition to level and volatility of inflation, inflation persistence also decreased during the inflation targeting period and the decrease in these indicators are not resulted from a decrease in inflationary shocks during that period. It is found that, during the inflation targeting period both inflationary shocks and propagation of these shocks decreased, however, propagation of shocks relatively decreased more. After then, it is examined whether the formation of inflation expectations changed with the introduction of inflation targeting. According to this analysis, it is observed that not only level and volatility of inflation expectations but also sensitivity of

inflation expectations to realized inflations decreased during the inflation targeting period. These findings lead to the conclusion that inflation targeting has positively contributed to the inflation performance in Turkey.

Key Words: Inflation Targeting, Inflation Level, Inflation Volatility, Inflation Persistence, Inflation Expectations, Turkey

GİRİŞ

Enflasyon hedeflemesi rejimi ilk olarak 1990 yılında Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanmış ve zaman içinde giderek artan sayıda ülke tarafından uygulamaya konulan bir para politikası stratejisi haline gelmiştir. 2010 yılı itibariyle enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin sayısı, 8 tanesi gelişmiş, 20 tanesi gelişmekte olan ülke olmak üzere 28'e ulaşmıştır (Odhiambo,2011).

Her para politikası rejimi gibi enflasyon hedeflemesi rejimi de uygulanmaya başlandığı tarihten itibaren sorgulanmaya da başlanmış, etkin bir politika olup olmadığı, başarı ile uygulanıp uygulanmadığı, diğer para politikası stratejilerine göre avantajları ve dezavantajları akademik çalışmaların yanı sıra merkez bankası ve diğer finansal kuruluşların araştırmalarına konu olmuştur. Bu çalışmaların birçoğunda gelişmiş ülkeler de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejimleri analiz edilmiş olmakla birlikte, son zamanlarda gelişmekte olan ülkeler tarafından yürütülen enflasyon hedeflemesi rejimlerini konu alan çalışmaların sayısı da artmıştır.

Türkiye'de ise enflasyon hedeflemesi rejimi 2002–2005 yılları arasında "örtük enflasyon hedeflemesi" şeklinde uygulamaya konulmuş, 2006 yılından itibaren ise "(açık) enflasyon hedeflemesi rejimi" resmi olarak para politikası rejimi olarak benimsenmiştir. Türkiye'de bugüne kadar enflasyon hedeflemesi rejimini konu alan çalışmaların çoğu enflasyon hedeflemesi rejimi için gerekli olan önkoşulların neler olduğunu ve Türkiye'nin bu önkoşulları yerine getirip getirmediğini incelemiş, yani enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye'ye uygulanabilir olup olmadığını analiz etmişlerdir. Bildiğimiz kadarıyla Türkiye'de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin bugüne kadar başarılı olup olmadığını değerlendiren yalnızca iki çalışma vardır. Bunlardan birincisi gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye'de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin performanslarının

karşılaştırıldığı Akyazı ve Ekinci (2008) çalışmasıdır. İkinci çalışma ise Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyon, faiz oranı, döviz kuru ve büyüme üzerindeki etkilerinin analiz edildiği Eroğlu (2009) çalışmasıdır. Türkiye’de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı konusunda bu güne kadar çok kısıtlı sayıda çalışma yapılmış olmasının nedeni kanaatimizce yeterli veri setinin olmayışındandır. Son dönemde dünya piyasalarında yaşanan gelişmelerin enflasyon hedeflemesi de dâhil olmak üzere uygulanan para politikalarının etkinliğinin tekrar değerlendirilmesi gereğini artırması ve Türkiye’de de artık bu politikanın başarısını değerlendirebilmek için yeterli veri setinin oluşmuş olması nedeni ile bu çalışmanın yapılması gerekli görülmüştür.

Bu çalışmada Türkiye’de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı, enflasyon hedeflemesi öncesi dönem ile enflasyon hedeflemesi sonrası dönemin enflasyon dinamikleri açısından karşılaştırılması yoluyla analiz edilmektedir. Bu amaçla öncelikle enflasyon seviyesi ve enflasyon oynaklığı açısından iki dönem karşılaştırılmakta, enflasyon hedeflemesinin bu göstergeler üzerinde olumlu bir etkisinin olup olmadığına bakılmaktadır. Bu analizin ardından söz konusu dönemler enflasyon sürekliliği bakımından karşılaştırılmakta, daha sonra bu dönemler arasındaki farkın enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasından mı yoksa enflasyonist şoklardaki değişimlerden mi kaynaklandığı irdelenmektedir. Son olarak enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyon beklentilerinde bir değişime sebep olup olmadığı incelenmektedir.

Çalışmanın genel çerçevesi şu şekildedir: Birinci bölümde Türkiye’de tarihsel olarak yaşanan enflasyon gelişmeleri sebep ve sonuçları ile beraber kısaca ele alınmaktadır. İkinci bölümde önce enflasyon hedeflemesi rejiminin tanımı, unsurları, avantaj ve dezavantajları üzerinde durulmakta, ardından enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için gerekli önkoşullar ile enflasyon hedeflemesi rejiminin operasyonel çerçevesi sunulmakta, son olarak da Türkiye’de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejimi bu hususlar açısından değerlendirilmektedir. Üçüncü bölümde ise öncelikle enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısının değerlendirilmesine ilişkin literatürde yer

alan yöntemler özetlenmekte ve bu konuyu ele alan bazı çalışmaların sonuçları sunulmakta, ardından da Türkiye'de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı yukarıda sözü edilen açılardan ele alınmaktadır. Çalışmanın son bölümünü oluşturan dördüncü bölümde ise çalışmanın sonuçları özetlenmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

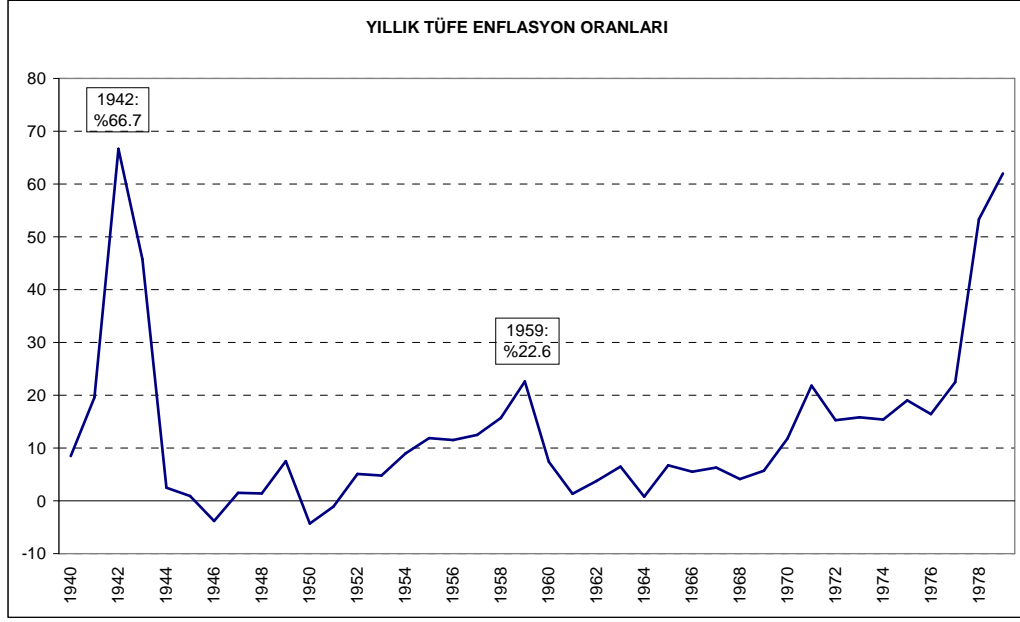
TÜRKİYE'DE ENFLASYONUN TARİHSEL GELİŞİMİ

Hem ekonomik hem de sosyal açıdan olumsuz sonuçları olan yüksek ve kalıcı enflasyon yıllar boyunca birçok gelişmekte olan ülke gibi Türkiye'nin de en büyük sorunlarından biri olagelmıştır. Politik istikrarsızlıklar ve devamlı seçim ortamının yaşanması, her alanda kısa vadeli politikalar uygulanmasına neden olmuş, bu da uzun vadeli uygulama gerektiren enflasyonla mücadele programlarının uygulanmasında engel oluşturmuştur. Bu şekilde ülke yıllar boyunca enflasyonun yaşamın her alanında görülen olumsuz neticelerine maruz kalmıştır.

Bu bölümde, Türkiye'de 1940'lı yıllardan günümüze dek görülen enflasyon gelişmeleri ve bu gelişmelerin neden ve sonuçları tarih sıralaması içinde ele alınmıştır.

1.1. 1940–1979 Döneminde Enflasyon Gelişmeleri

Türkiye'de tüketici fiyat endekslerinde görülen ilk belirgin yükselme İkinci Dünya Savaşı'nın etkisini en çok hissettirdiği 1940–1943 yılları arası geçen dönemde gözlenmiştir. Artan askeri harcamaların, bozulan dış ticaret rejiminin ve düşen vergi gelirlerinin etkisiyle bozulan ekonomide, 1938 temel yıllık Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) endeksi baz alınarak hesaplanan enflasyon oranı 1942 yılında %66.7 seviyesine ulaşmıştır (Grafik1.1).



Grafik 1.1 : Yıllar İtibarıyla TÜFE Enflasyon Oranları (1940–1979)

Kaynak: TÜİK

Türkiye’de ağırlıklı olarak dış kaynaklı olmayan, ülkenin yerel ekonomik politikalarının sonucu olarak ortaya çıkan ilk yüksek enflasyon dönemi ise 1950’li yılların sonlarında görülmüş, 1958 yılında gerçekleştirilen devalüasyonun ardından 1959 yılında %22.6 enflasyon (TÜFE) oranına ulaşılmıştır.

Türkiye’de ‘planlı dönem’in başlangıcı olan 1960’lı yıllar, ülkenin düşük enflasyonlu bir ekonomi politikasını başarıyla uyguladığı yıllar olarak tanımlanabilir. 1960 yılından 1970 yılına dek ülkede yüksek büyüme oranlarına karşın çift haneli enflasyon hiç görülmemiştir. Bu yıllar ülkede tüketim alışkanlıklarının değişmeye başladığı, buzdolabı, çamaşır makinesi gibi ev eşyalarının orta gelirli geniş bir kesim tarafından kullanılmaya başlandığı, köyden kente göçün arttığı ve bunun neticesinde iç talepte ciddi bir genişlemenin yaşandığı yıllar olmuştur. İthal ikamesine dayalı sanayileşme ilk yıllarda olumlu sonuçlar vermiş, ancak iç talebin artmasına paralel olarak sanayinin ithal girdi talebinin hızla artması 1970 yılına gelindiğinde ödemeler dengesinin zorlanmaya başlaması sonucunu doğurmuş ve artan döviz talebi sonucu planlı dönemin ilk devalüasyonu 10 Ağustos 1970 tarihinde yapılmıştır. 1970 yılında yeniden çift haneli enflasyon

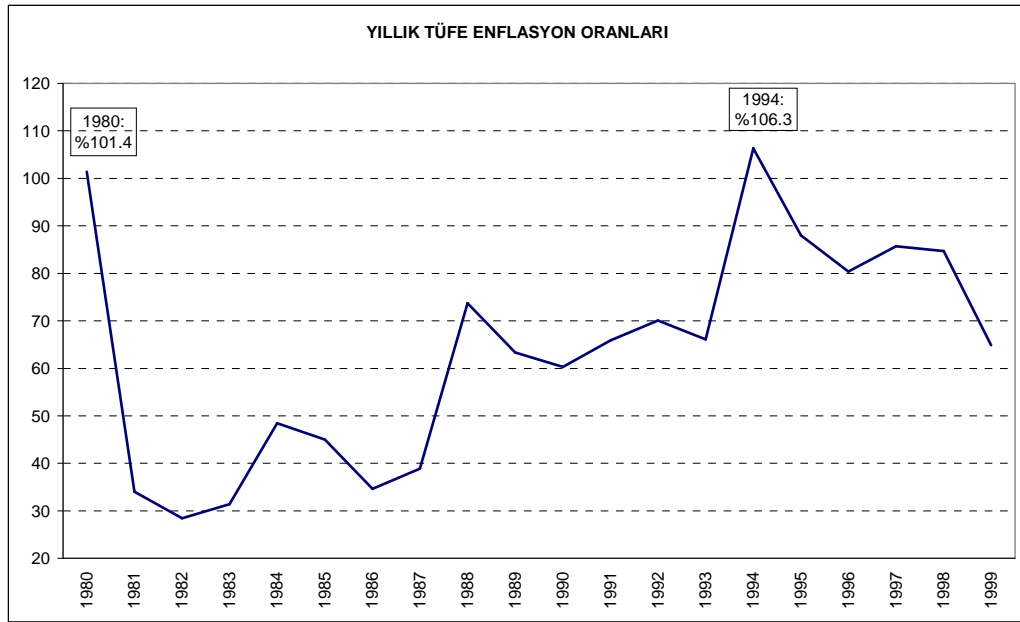
(%11.8 TÜFE) görülmüş ve ülke bir daha tek haneli enflasyonu ancak 2004 yılına gelindiğinde görebilmiştir. Dolayısıyla Türkiye'nin 1970'li yılların başlarından itibaren enflasyonist bir sürece girdiği ve 2000'li yılların ortalarına kadar ülkede “uzun süreli yüksek bir enflasyonun” hüküm sürdüğü söylenebilir.

Bu sürecin ilk dönemlerinde, yüksek kamu açıkları ve bu açıkların Merkez Bankası kaynakları ile finanse edilmesi temel enflasyonist neden olarak ön plana çıkmaktadır. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (TCMB) kanununda yapılan değişiklik sonucu Merkez Bankası bütçenin belirli bir oranında Hazine'ye avans vermeye başlamış, ortaya çıkan açığı da para basarak finanse etmek durumunda kalmıştır. 1970'li yıllardaki kanuna göre TCMB'nin hem Hazine'ye hem de İktisadi Devlet Teşekküllerine avans verme imkânı vardır ve bu iki kaynak Merkez Bankası'nın sürekli para basarak enflasyonu arttırmasına neden olmuştur. Sürekli artan kamu açıklarının giderek daha fazla iç borçlanma ile finanse edilmesi de enflasyon üzerinde büyük bir baskı oluşturmuştur. Kamunun özellikle tekel olduğu alanlarda bütçe açıklarını finanse etmeye yönelik olarak yüksek fiyat uygulamaları da enflasyonist süreci besleyen önemli kaynaklardan biri olmuştur. Bunun yanında hammadde fiyatları, özellikle de ham petrol fiyatlarında dış gelişmeler nedeniyle yaşanan dalgalanmalar ve ülkede petrolün önemli bir girdi olması da enflasyonu besleyen dış kaynaklı unsurları oluşturmuşlardır (TCMB, 2002b). O yıllarda 1974 petrol krizi dışında enflasyona katkı yapan diğer önemli bir unsur da, Türkiye'nin Kıbrıs Harekâtı'nı gerçekleştirmesi neticesinde Amerikanın silah ambargosu uygulaması ve bunun sonucunda da Türkiye'nin savunma harcamalarını olağanüstü arttırmak zorunda kalmasıdır. Tüm bu gelişmeler 1970'li yıllar boyunca ülkede çift haneli enflasyonun kalıcı olmasına neden olmuş, 1979 yılına gelindiğinde TÜFE enflasyon oranı %62 seviyesine kadar yükselmiştir.

1.2. 1980–1999 Döneminde Enflasyon Gelişmeleri

Türkiye 1980'li yıllara “24 Ocak Kararları” olarak bilinen Cumhuriyet tarihinin en kapsamlı istikrar politika paketini uygulamaya sokarak girmiştir. Bu paketin birinci ayağı kısa dönemli makroekonomik istikrar

programlarından, ikinci ayağı ise uzun dönemli yapısal uyum reformlarından oluşmuştur. Bu paket kapsamında, fiyat artışlarının parasal genişleme ile sağlanan nominal talep fazlalığından kaynaklandığı varsayımıyla, enflasyonu durdurmak için iç talebi kısma çabalarına öncelik verilmiştir. Ancak iç piyasalarda nisbi fiyatların bozulmuş olması gerekçesiyle kamu mallarının fiyatlarının yükseltilmesi, aynı gerekçeyle gerçekleştirilen devalüasyon sonucu ithal ara malı kullanan sanayi kollarında üretim maliyetlerinin yükselmesi ve bunlara ek olarak bu yılda ortaya çıkan ikinci petrol şokunun da katkısıyla enflasyon oranı 1980 yılında %101'i aşmıştır (Grafik1.2).



Grafik 1.2 : Yıllar İtibarıyla TÜFE Enflasyon Oranları (1980–1999)

Kaynak: TÜİK

Uygulamaya konulan program ilk yıllarda meyvelerini vermiş ve enflasyon 1981 yılında %66 oranında azalarak %34 seviyesine, 1982 yılında ise %28.40 seviyesine gerilemiştir. İlerleyen yıllarda ise enflasyon yeniden yükselerek 1988 yılında %73.70 seviyesine ulaşmıştır. 1980'li yıllarda dikkati çeken önemli gelişmelerden biri ise enflasyonun 4–5 yıllık devresel hareketler izlemesi ve bir tepe noktaya ulaştıktan sonra gerileyerek bir dip noktaya ulaşması ve ardından tekrar yükselerek yeni bir tepe noktaya gelmesidir. Burada dikkati çeken diğer önemli husus ise bu devresel hareketler ile genel seçim yılları arasındaki ilişkidir. Genel seçimlerin yapıldığı 1983,1987 ve

1991 yıllarını izleyen yıllarda enflasyon oranı tepe noktalara ulaşmıştır (Tablo1.1). (Doğruel ve Doğruel, 2005)

TABLO 1.1. FİYAT HAREKETLERİ VE GENEL SEÇİMLER

Yıllar	En Düşük	En Yüksek	Seçim Yılı
1980		101.40	
1981			
1982	28.40		
1983			SEÇİM
1984		48.40	
1985			
1986	34.60		
1987			SEÇİM
1988		73.70	
1989			
1990	60.30		
1991			SEÇİM
1992		70.10	

Kaynak: Türkiye'de Enflasyonun Tarihi, Doğruel ve Doğruel, 2005

24 Ocak kararlarının dayandığı Uluslararası Para Fonu (IMF) programlarının ikinci ayağı olan uyum reformları üç temel alanda yoğunlaşmıştır; para piyasalarında serbestleşme, dış ticarete serbestleşme ve bütçe disiplini. Buradan yola çıkarak o yıllarda ekonomide çok büyük bir yapısal dönüşümün yaşandığı ithal ikameci sanayileşme modelinin terk edilerek dışa açık bir büyüme modelinin yerleştirilmeye çalışıldığı söylenebilir. Bu modeli destekleyen en önemli yapısal reformlardan biri, 7 Ağustos 1989 tarihinde "Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 Sayılı Karar"ın yayınlanması olmuştur. Bu karar yoluyla Türk Lirası ile yabancı paraların dolaşımı üstündeki kısıtlamalar hemen hemen kaldırılmıştır. Türkiye bu ortamda 1990'lı yıllara %60'ın üzerinde kronikleşmiş bir enflasyon oranı ile girmiştir.

1990'lı yıllar boyunca enflasyon oranı %60 seviyesinin altına hiç inmemiş ve Nisan 1994 krizinin ardından tarihi bir rekor kırarak 1994 yılını %106.3 seviyesinde tamamlamıştır (Grafik 1.2). Bu sonuçları doğuran gelişmelere bakıldığında akla ilk gelen unsur bütçe açıklarının giderek büyümesi, buna paralel olarak kamunun iç borç stokundaki artış ve bunların neticesinde ortaya çıkan yüksek reel faizlerdir. Tablo 1.2.'den de görüleceği

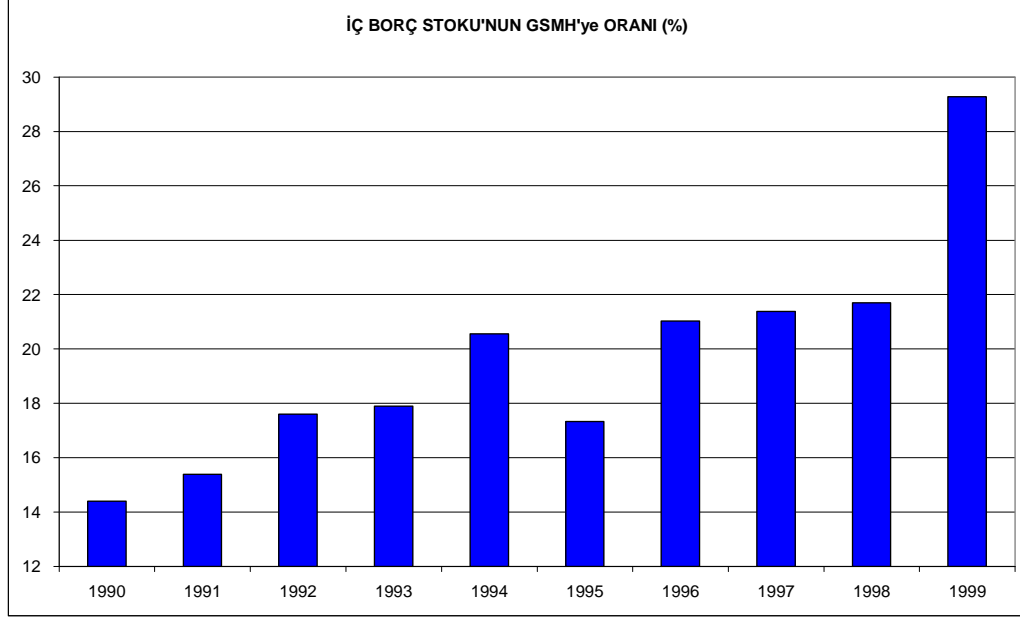
üzere 1980–1993 yılları arasında kısa bir süre hariç faiz dışı denge hep negatif olarak seyretmiş, bununla birlikte faiz giderlerinin GSMH'ye oranı da neredeyse her yıl artış göstererek 1980'deki %0.6 seviyesinden 1993'te %5.8 seviyesine gelmiştir. Bu dönem devletin bütçe açıklarını yüksek reel faizler ödeyerek finanse etmeye çalıştığı, dolayısıyla da ülkenin yüksek bütçe açıkları, yüksek faiz ve yüksek enflasyon sarmalına girdiği dönem olmuş ve ülke ekonomisi bu ortamda 1994 yılında krize girmiştir. Krizin ardından 5 Nisan 1994 tarihli Ekonomik Önlemler Uygulama Planı yürürlüğe konmuştur. Söz konusu plan; Kamu İktisadi Teşebbüsleri (KİT) fiyat ayarlamalarından, petrol ürünleri üzerinden alınan vergilerin yeniden düzenlenmesine, ek vergi ihdasından, kamu giderlerinde kısıntılara gidilmesine, KİT transferlerinin sınırlandırılmasından kamu kesiminin personel alımlarının durdurulmasına kadar pek çok bütçe disiplini uygulamaları içermiş, bunun yanında mali piyasalarda istikrarın sağlanmasına yönelik olarak kurumsal ve yasal düzenlemeler yapılmasını öngörmüştür. İlerleyen dönemlerde bu planın uygulanmasından bazı geri adımlar atılmış olsa da plan bütçe disiplininin sağlanması yönünde önemli gelişmeler kaydedilmiş, 1994 yılından itibaren faiz dışı dengenin GSMH'ye oranı dalgalı bir seyir takip etse de hep pozitif olarak kalmıştır (Tablo1.2).

TABLO 1.2. KONSOLİDE BÜTÇE DENGESİ (GSMH'YE ORAN-%)

Yıllar	Gelir	Faiz Giderleri	Faiz Dışı Gider	Gider	Denge	Faiz Dışı Denge
1980	17.2	0.6	19.8	20.3	-3.1	-2.6
1981	17.4	0.9	18.0	18.9	-1.5	-0.6
1982	13.6	0.8	14.3	15.1	-1.5	-0.7
1983	16.5	1.5	17.2	18.7	-2.2	-0.7
1984	12.7	2.0	15.1	17.1	-4.4	-2.4
1985	13.0	1.9	13.4	15.3	-2.2	-0.3
1986	14.0	2.6	14.1	16.7	-2.7	-0.1
1987	13.9	3.0	14.4	17.4	-3.5	-0.4
1988	13.6	3.9	12.7	16.6	-3.0	0.9
1989	13.6	3.6	13.3	16.9	-3.3	0.3
1990	13.9	3.5	13.7	17.3	-3.3	0.2
1991	15.3	3.8	16.7	20.5	-5.3	-1.5
1992	15.8	3.7	16.4	20.1	-4.3	-0.6
1993	17.6	5.8	18.5	24.3	-6.7	-0.9
1994	19.3	7.7	15.5	23.2	-3.9	3.8
1995	17.9	7.3	14.6	22.0	-4.0	3.3
1996	18.2	10.0	16.5	26.4	-8.2	1.8
1997	19.8	7.7	19.6	27.4	-7.6	0.1
1998	22.1	11.5	17.6	29.2	-7.1	4.4
1999	24.2	13.7	22.2	35.9	-11.7	2.0

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

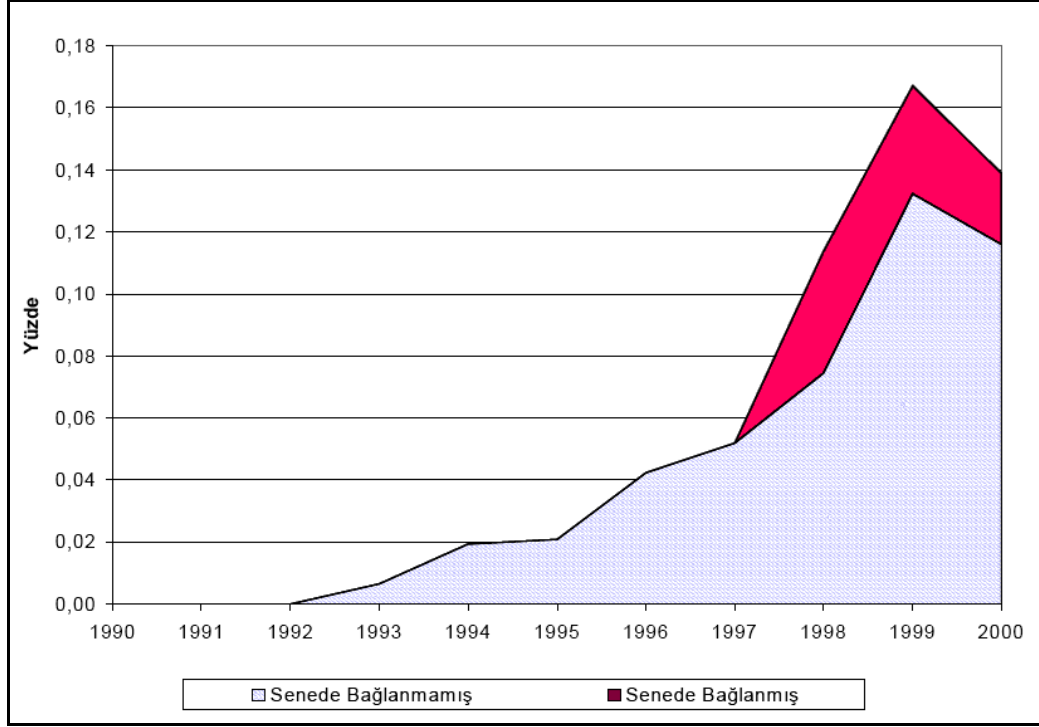
İç Borç Stoku'nun GSMH'ye oranı incelendiğinde 1990'lı yıllar boyunca bu oranın 1995 yılı hariç her yıl artış gösterdiği ve 1990 yılındaki %14.4 seviyesinden 1999 yılında %29 seviyesine geldiği görülmektedir (Grafik 1.3).



Grafik 1.3 : İç Borç Stoku'nun Gelişimi (1990–1999)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

1990'lı yıllarda ekonomik yapının gitgide bozulmasına neden olan gelişmelerden önemli bir tanesi ise kamu bankalarının görev zararları sorunu olmuştur. Kamu bankalarına devlet tarafından verilen tarım kesimi ile küçük ve orta boy işletmeleri destekleme görevi sonucunda oluşan zararların zamanında ödenmemesinin yanı sıra uzun yıllardır devam eden ve ekonomik etkinliğe ters düşen müdahaleler, kamu bankalarının iyi yönetilememesi ve asli fonksiyonların dışında görevler verilmesi, bu bankaların mali bünyelerini önemli ölçüde bozmuştur. Kamu bankalarının finansman ihtiyaçlarını kısa vade ve yüksek maliyetle piyasadan karşılamaları bir yandan zararlarının gittikçe artmasına, diğer yandan ise piyasalarda faiz oranlarının yüksek seviyelerde seyretmesine neden olmuştur. Kamu Bankaları Görev Zararları Stoku'nun GSMH'ye oranı 1992 yılından itibaren sürekli artarak 1999 yılında %20 seviyesine yaklaşmıştır (Grafik 1.4).



Grafik 1.4 : Kamu Bankaları Görev Zararları Stoku'nun GSMH'ye Oranı (1990–2000)

Kaynak: TCMB, 2001c

Mali sistemdeki bozulma sadece kamu bankaları ile sınırlı kalmamış, 2000 yılına gelindiğinde tüm bankaların açık pozisyonlarında, geriye dönmeyen kredilerinin toplam kredilere oranlarında ve bilânço dışı kalemlerinde ciddi artışlar görülmüş, buna karşılık bankaların net kârlarının toplam varlıklara oranı ise önemli ölçüde azalmıştır.

1.3. 2000–2005 Döneminde Enflasyon Gelişmeleri

17 Ağustos 1999 yılında yaşanan deprem, o ana kadar büyük oranda bozulmuş olan ekonomik yapıyı daha da sarsmış ve ülke 2000'li yıllara her açıdan çok kötü durumda olan makro ekonomik koşullarda girmiştir. Bunun ardından 9 Aralık 1999'da IMF ile Stand-By anlaşması imzalanmış ve 2000 yılı başında da "Enflasyonu Düşürme Programı" uygulamaya konulmuştur. Üç yıl sürdürülmesi konusunda görüş birliğine varılan bu anlaşmanın temel amacı;

- Tüketici enflasyonunu, yapısal reformlarla desteklenen, birbirleriyle tutarlı, güçlü, itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, gelir, para ve kur

politikalarının eş güdümlü uygulanması ile 2000 yılı sonunda yüzde 25, 2001 yılı sonunda yüzde 12 ve 2002 yılında yüzde 7'ye indirmek,

- Reel faiz oranlarını makul düzeylere düşürmek,
- Ekonominin büyüme potansiyelini artırmak,
- Ekonomideki kaynakların daha etkin ve adil dağılımını sağlamaktır (TCMB, 1999).

Bu programın üç temel ayağı, sıkı bir maliye politikası uygulayarak faiz dışı fazlayı artırmak, enflasyon ile uyumlu gelirler politikası izlemek, enflasyonun düşürülmesine odaklanmış kur ve para politikası uygulamak şeklinde özetlenebilir.

Söz konusu programda enflasyonla mücadeleyle yönelik olarak tasarlanan kur ve para politikası tasarımının altında yatan sebepler aşağıdaki şekilde özetlenebilir. Ülkede uzun süre yüksek enflasyon yaşanılması, sık sık enflasyonla mücadele programı uygulanacağı sözü verilmesine rağmen bu programların ya yarıda kalması ya da başarısız olması, ekonomik birimlerin böyle bir ortam içinde faaliyetlerini sürdürmeye yönelik mekanizmalar geliştirmelerine neden olmuştur. Gelecekte de enflasyon olacağını bekleyen ekonomik birimler, gelecek dönemde gerçekleşmesini istedikleri gelir artışlarını geçmiş enflasyon oranına endekslemişler, böylece geçmiş dönem enflasyon oranı geleceğe taşınarak enflasyon ataleti oluşmuştur. Geçmişe endekslemenin yanı sıra yabancı para birimi cinsinden veya yabancı para birimlerine endeksli fiyatlama, sözleşme imzalama ve tasarruf yapma/borç edinme gibi alışkanlıklar yaygınlaşmış, böylece döviz kuru artışı enflasyonun önemli belirleyicilerinden biri haline gelmiştir (TCMB, 2002a).

Bu gerekçelere dayanarak döviz kuruna dayalı olarak enflasyonu kontrol altına almayı hedefleyen bu programla, ekonomik birimlere uzun vadeli bir perspektif kazandırarak sistemdeki belirsizliklerin ortadan kaldırılması ve bunun neticesinde geçmişe yönelik endeksleme alışkanlığının terk edilmesi amaçlanmıştır. Bu nedenle önceden açıklanmayan “yönlendirilmiş kur sisteminden” önceden açıklanan ve “enflasyon hedefine

yönlendirilen kur sistemine” geçilmiş ve enflasyon hedefiyle uyumlu kur sepetinin bir yıllık süreyi kapsayacak şekilde günlük olarak açıklanması kararlaştırılmıştır. Söz konusu kur politikası Merkez Bankası Bilânçosu’nda yer alan “Net İç Varlıklar”, “Net Dış Varlıklar” ve “Net Uluslararası Rezervler” kalemlerine getirilen sınırlamalarla desteklenmiştir.

Programın uygulanmaya konulmasıyla birlikte faiz oranları beklentilerin üzerinde hızla gerilemiş, enflasyon önemli ölçüde yavaşlamış, üretim ve iç talep canlanmaya başlamıştır. Ancak, enflasyonun programda öngörüldüğü hızla düşmemesi sonucunda Türk Lirasının beklenenin üzerinde reel değer kazanması, iç talepte görülen hızlı canlanma, ham petrol, doğal gaz gibi enerji fiyatlarındaki artış ve Euro/USD paritesindeki gelişmeler sonucunda 2000 yılında cari işlemler açığı öngörülen düzeyin önemli ölçüde üzerine çıkmıştır. Bu gelişme iç ve dış piyasalarda mevcut kur sisteminin sürdürülebilirliği ve cari işlemler açığının finansmanı konusundaki endişeleri artırmıştır (TCMB, 2001c).

Arjantin ekonomisindeki yaşanan gelişmelerin etkisiyle uluslararası sermayenin gelişen piyasalara daha ihtiyatla yaklaşması ve Türkiye’de yaşanan bazı politik belirsizlikler, 2000 yılının ikinci yarısında Türkiye’ye dış kaynak girişinin azalmasına yol açmıştır. Dış kaynak imkânlarındaki bu daralma uygulanmakta olan kur çıpasına dayalı para politikası nedeniyle likiditedeki artışın da yavaşlamasına yol açmış, artan likidite sıkışıklığının bir yansıması olarak Temmuz-Ağustos döneminde yüzde 30 civarına gerilemiş olan kısa vadeli faiz oranları Eylül ayından itibaren yeniden yükselmeye başlamıştır. Bankacılık kesiminin likidite, faiz ve kur risklerine karşı duyarlılığının daha da arttığı bir dönemde ortaya çıkan faizlerdeki bu yükselme eğilimi özellikle yabancı yatırımcıların izlenmekte olan programın sürdürülebilirliği üzerindeki endişelerini artırmıştır. Kasım ayının ikinci yarısında kısa vadeli faizlerde yaşanan sıçrama ile eşanlı olarak tahvil-bono ve hisse senedi fiyatları keskin bir biçimde düşmüş ve portföyünde önemli ölçüde devlet iç borçlanma senedi bulunduran orta ölçekli bir bankanın Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu (TMSF) bünyesine alınması mecburiyetiyle karşılaşılmıştır. Yabancı yatırımcıların ülkeyi terketme çabaları sonucunda

Merkez Bankası 6 milyar dolar civarında döviz satışı gerçekleştirmiştir. Krizin daha da derinleşmesini önlemek amacıyla Kasım ve Aralık aylarında bir dizi önlemler alınmış, açık piyasa işlemleri kanalıyla piyasaya 3.9 katrilyon liralık likidite sağlanırken, IMF ile Stand-By Düzenlemesinin 7.5 milyar dolarında Ek Rezerv Kolaylığı ile desteklenmesi yönünde anlaşma yapılmıştır (TCMB, 2001b).

2001 Şubat ayında Hazine ihalesi öncesindeki olumsuz gelişmeler uygulanan programa olan güvenin tamamen kaybolmasına neden olmuş ve Türk Lirasına karşı ciddi bir atak meydana gelmiştir. Nitekim 19 Şubat'ta bir gün valörlü 7.6 milyar dolarlık döviz talebi olmuştur. Merkez Bankası yüksek seviyedeki bu döviz talebine karşı likiditeyi kontrol etmeye çalışmış, likidite sıkışıklığı özellikle kamu bankalarının aşırı düzeyde günlük likidite ihtiyaçları nedeniyle ödemeler sisteminin kilitlenmesine neden olmuştur. Bu ortamda uygulanmakta olan döviz kuru sistemi terk edilerek Türk Lirası dalgalanmaya bırakılmıştır (TCMB, 2001c).

Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizleri bankacılık sektörünün içinde bulunduğu sorunları daha da ağırlaştırmakla kalmamış, yeni sorunlar ortaya çıkarmıştır. Bankacılık sektörü Kasım krizi sonrasında faiz riski, Şubat krizi sonrasında ise hem faiz hem de kur riski sonucu önemli kayıplarla karşı karşıya kalmıştır. Başta kamu bankaları olmak üzere, bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılması için ihtiyaç duyulan kaynaklar kamu maliyesi üzerine önemli bir yük getirmiştir.

Kriz sonrasında uygulanmaya başlanan "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı"nda Türkiye'de ortaya çıkan krizlerin başlıca nedenleri; "(i)sürdürülemez bir iç borç dinamiğinin oluşması ve (ii) başta kamu bankaları olmak üzere mali sistemdeki sağlıklı yapının ve diğer yapısal sorunların kalıcı bir çözüme kavuşturulamamış olmasıdır." şeklinde ifade edilmiştir.

14 Nisan 2001 tarihinde açıklanan söz konusu programın temel amacı "kur rejiminin terk edilmesi nedeniyle ortaya çıkan güven bunalımı ve istikrarsızlığı süratle ortadan kaldırmak ve eşanlı olarak bu duruma bir daha

geri dönülmeyecek şekilde kamu yönetiminin ve ekonominin yeniden yapılandırılmasına yönelik altyapıyı oluşturmak” şeklinde belirlenmiştir.

Program geçici politikalardan çok yapısal yenilenme ve yasal düzenlemelere ağırlık vermiştir. Program çerçevesinde, Mali Sektörün Yeniden Yapılandırılması, Devlette Şeffaflığın Artırılması ve Kamu Finansmanının Güçlendirilmesi, Ekonomide Rekabetin ve Etkinliğin Artırılması ve Sosyal Dayanışmanın Güçlendirilmesi için 15 adet yasal düzenlemenin yapılması öngörülmüştür. Bu yasal düzenlemeler, Bankalar Kanunu Değişikliği, Merkez Bankası Yasası, Fonların Kapatılması ile ilgili düzenleme, Kamulaştırma Yasası, Borçlanma Yasası, Kamu İhale Yasası, Telekom-Şeker-Tütün-Doğalgaz Yasaları ile Ekonomik ve Sosyal Konsey Yasalarını kapsamaktadır (TCMB, 2001a).

Yapısal reformlar arasında, enflasyonla mücadelede önemli bir dönüm noktası oluşturacak olan yeni Merkez Bankası Kanunu da yer almıştır. 25 Nisan 2001’de yapılan değişiklikle fiyat istikrarı Merkez Bankası’nın temel amacı olarak belirlenmiş ve bu doğrultuda Merkez Bankası’nın uygulayacağı para politikasını bağımsız bir biçimde belirlemesine imkan tanınmıştır. TCMB’ye ilişkin diğer bir yenilik ise Para Politikası Kurulu’nun oluşturulması olmuştur. Para politikası ilke ve stratejilerinin belirlenmesi, hükümetle birlikte enflasyon hedeflerinin saptanması, konulan ilkeler dâhilinde kamuoyunun bilgilendirilmesi ve hükümete politika hedefleri ve uygulamaları hakkında periyodik raporlarla izahat verilmesi gibi çeşitli unsurlar Para Politikası Kurulu bünyesinde hayata geçirilmeye başlanmıştır. Banka’nın enflasyonla mücadele de etkinliğini artıran en önemli değişikliklerden biri ise, TCMB’nin Hazine’ye veya diğer kamu kurumlarına avans veya kredi vermesinin, bu kurumların ihraç ettiği borçlanma araçlarını birincil piyasadan satın almasının yasaklanmış olmasıdır (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu, Madde 56).

Hesap verebilirlik ve şeffaflığın, bağımsızlığın tamamlayıcı bir unsuru olduğunu kabul eden bir anlayışla hazırlanan yeni Merkez Bankası kanununda bu konular da ele alınmış, bu çerçevede Banka’nın bilânçosu ve gelir tablosunun bağımsız denetlemeye konu edilmesinin yanı sıra, enflasyon

hedeflerine ulaşılamaması durumunda Banka'nın, bu başarısızlığın nedenlerini yazılı olarak hükümete bildirmesi ve kamuoyuna açıklaması zorunlu hale getirilmiştir (Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu, Madde 42).

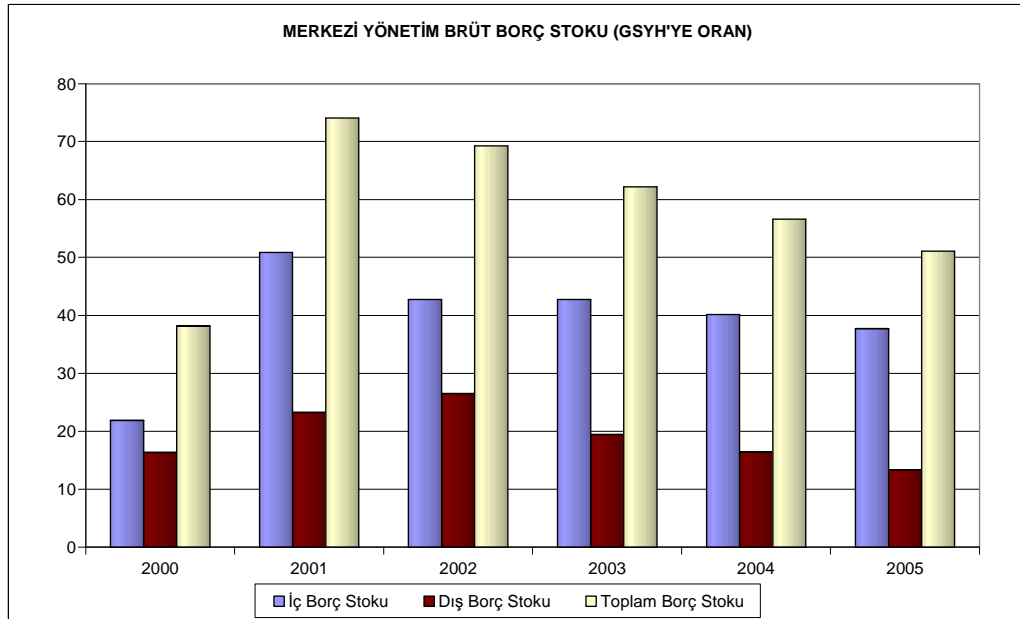
Mali sistemdeki sağlıksız yapının giderilmesi ve mali sektörün yeniden yapılandırılmasına ilişkin gerçekleştirilen başlıca unsurlar ise aşağıda yer almaktadır. Kamu bankalarının görev zararları tasfiye edilmiş, görev zararı oluşumuna yol açan kanun ve kararnameler iptal edilmiş, Emlak Bankası'nın bankacılık yapma izni kaldırılmıştır. TMSF Bankalarına sermaye ve mevduat desteği sağlanmış, bunların yabancı para açık pozisyonları düşürülmüş, mevduatları diğer bankalara devredilmiştir. Bunların yanında Kamu Bankaları ve TMSF Bankalarının Merkez Bankası dışındaki kaynaklardan gecelik borçlanmaları sınırlanmış, şube ve personel sayıları rasyonalize edilmiştir. Özel bankaların sermaye artışı gerçekleştirmeleri sağlanmış, bilânço içi açık pozisyonları indirilmiş, özkaynakları yetersiz hale gelen bankalar ise sistemden çıkarılmışlardır (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, 2002).

Bankacılık sisteminin yeniden yapılandırılmasının toplam maliyeti 47.2 milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Bu maliyetin özel sektör üzerine düşen kısmı 7.9 milyar dolar olmuş, kamu maliyesi üzerine düşen kısmı ise, 21.9 milyar doları görev zararları dâhil kamu bankaları için, 17.3 milyar doları ise TMSF'ye devredilen bankalar için olmak üzere, toplam 39.3 milyar dolar olmuştur (Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, 2003).

Kasım 2000 ve Şubat 2001'de yaşanan krizlerin uygulanmakta olan döviz kuruna dayalı istikrar programının devam ettirilmesini olanaksız kılması nedeniyle para politikasının genel çerçevesi değiştirilmiştir. 2002 yılından itibaren parasal hedefleme politikası uygulanmaya başlanmış, ancak uygulanacak para politikasının "gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası uygulaması" olması benimsenmiştir. Aslında bu politika aynı zamanda "Örtük Enflasyon Hedeflemesi" anlamına da gelmektedir. Koşullar oluştuğunda ise "Açık Enflasyon Hedeflemesi" stratejisine geçileceği kabul edilmiştir.

Para politikası stratejisi olarak Örtük Enflasyon Hedeflemesinin benimsendiği 2002–2005 yılları arası aynı zamanda, Türkiye ekonomisinde çok ciddi yapısal dönüşümlerin yaşandığı bir dönem olmuştur. Bu dönemde sadece yeniden yapılanmaya yönelik yasal düzenlemeler gerçekleştirilmemiş, iç ve dış konjonktürün de olumlu olmasının yardımıyla makro ekonomik göstergeler itibariyle de çok önemli gelişmeler kaydedilmiştir.

2000 yılı itibariyle %21.9 olan İç Borç Stoku'nun GSYİH'ye Oranı, bankaların yeniden yapılandırma operasyonu sonucu 2001 yılında %50.9 seviyesine çıkmış, 2002 yılından itibaren ise düşüşe geçerek 2005 yılında %37.7 seviyesine gerilemiştir. Benzer şekilde 2000 yılında %16.3 olan Dış Borç Stoku'nun GSYİH'ye Oranı 2001 yılında %23.2 ye yükselmiş, 2002 yılından itibaren ise gerilemeye başlayarak 2005 yılında %13.4 seviyesine gelmiştir. Böylelikle Toplam Borç Stoku'nun GSYİH'ye oranı 2000 yılında %38.2 iken, 2001 yılında %74.1 seviyesine sıçramış, daha sonra ise gerilemeye başlayarak 2005 yılında %51.1 seviyesine düşmüştür (Grafik 1.5).



Grafik 1.5 : Borç Stoku'nun GSYİH'ye Oranı (2000–2005)

Kaynak: Hazine Müsteşarlığı

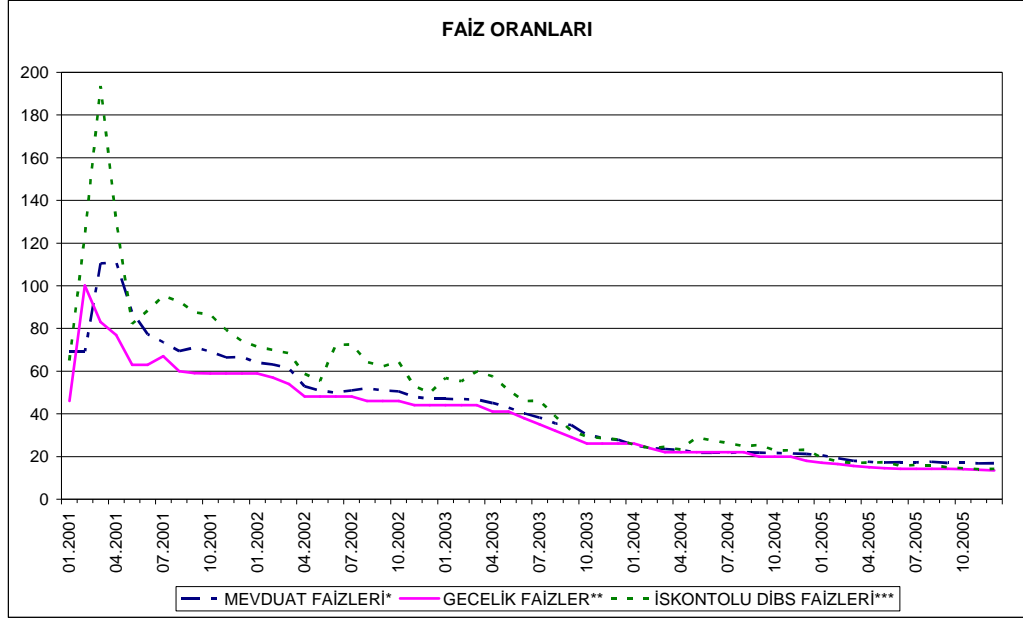
Bütçe gelişmeleri incelendiğinde de Borç Stoku'ndaki gelişmelere benzer bir tablo ile karşılaşılmaktadır. 2000 yılında %30.8 olan Bütçe Giderleri'nin GSYİH'ye oranı 2001 %36.2'ye yükselmiş, daha sonra ise gerilemeye başlayarak 2005 yılında %24.6 seviyesine inmiştir. Benzer şekilde Faiz Harcamaları'nın GSYİH'ye oranı da 2000 yılındaki %12.3 seviyesinden 2001 yılında %17.1 seviyesine çıkmış, ilerleyen dönemde ise azalarak 2005 yılı itibariyle %7 seviyesine inmiştir. Bütçe Dengesi incelendiğinde ise 2000 yılında %7.9 oranında gerçekleşen Bütçe Açığı / GSYİH rasyosunun 2001 yılında %11.9 seviyesine çıktığı, daha sonra ise gerileyerek 2005 yılında %1.1 seviyesine indiği görülmektedir. Faiz Dışı Denge'nin GSYİH'ye oranının ise 2002 yılında bir önceki yıla göre düşüş yaşayarak %5.2'den %3.3 seviyesine geldiği, ilerleyen yıllarda ise artarak 2005 yılında %6 seviyesine ulaştığı görülmektedir (Tablo 1.3).

TABLO 1.3. MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇE DENGESİ (2000–2005) (GSYİH'YE ORAN-%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Bütçe Giderleri	30.8	36.2	34.1	31.1	27.2	24.6
Faiz Harcamaları	12.3	17.1	14.8	12.9	10.1	7.0
Bütçe Gelirleri	22.9	24.3	22.7	22.2	22.0	23.5
Bütçe Dengesi	-7.9	-11.9	-11.5	-8.8	-5.2	-1.1
Faiz Dışı Denge	4.4	5.2	3.3	4.0	4.9	6.0

Kaynak: Maliye Bakanlığı

2002–2005 yılları arasında yaşanan gelişmeler faiz oranları incelendiğinde de görülebilmektedir. Şubat 2001'de %100'lerin üzerine çıkan gecelik faizler, 2002 Ocak ayında %60'lara gerilemiş, sonrasında da düşüş trendini devam ettirerek 2005 Aralık ayında %13.5 seviyesine gelmiştir. Gecelik faizlere paralel şekilde kriz sonrası %100'lere ulaşan mevduat faizleri de, 2002 başında %60'lara gerilemiş, izleyen dönemde de düşüşünü devam ettirerek Aralık 2005'e gelindiğinde %16.85 seviyesine inmiştir. Devlet İç Borçlanma Senetleri (DİBS) ihalelerinde gerçekleşen faiz oranları 2001 Mart ayında %200'lere yaklaşmış, sonrasında ise düşmeye başlayarak 2002 Ocak ayında %70'lere, 2005 Aralık ayında ise %14'lere inmiştir (Grafik 1.6).



Grafik 1.6 : Faiz Oranları (2001–2005)

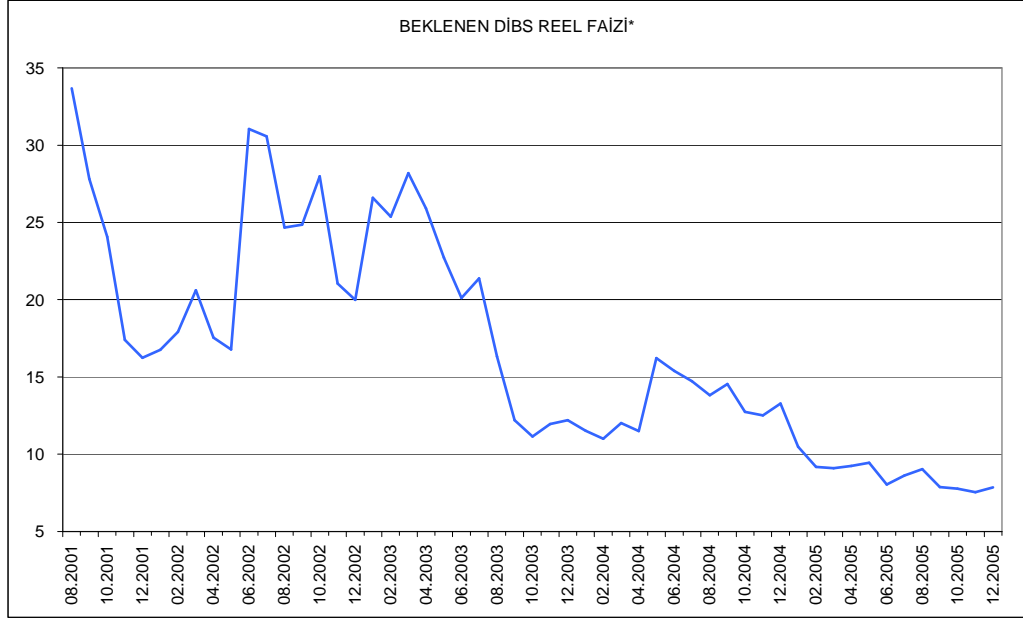
* 3 ay vadeli ağırlıklı ortalama mevduat faiz oranları alınmıştır.

** Ay sonları itibarıyla Bankalararası Para Piyasası'nda gecelik işlemlerde gerçekleşen ağırlıklı ortalama basit faiz oranları alınmıştır.

*** İskontolu DİBS faizleri ihalelerde gerçekleşen net borç tutarlarına göre bileşik faiz oranları ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır.

Kaynak: TCMB, Hazine Müsteşarlığı

Beklenen DİBS reel faizleri de bu dönemde gerçekleşen iyileşmeyi gözler önüne sermektedir. 12 ay sonrası için hesaplanan "Beklenen DİBS Reel Faizleri" 2001 Ağustos ayından itibaren inmeye başlamış, Ağustos ayındaki %33.7 seviyesinden Aralık ayında %16.3 seviyesine gerilemiştir. 2002 yılı boyunca dalgalı bir seyir izleyen söz konusu faizler, 2003 yılı başlarından itibaren yeniden düşmeye başlamış, 2005 Aralık ayına gelindiğinde %7.9 seviyesine gerilemiştir (Grafik 1.7).

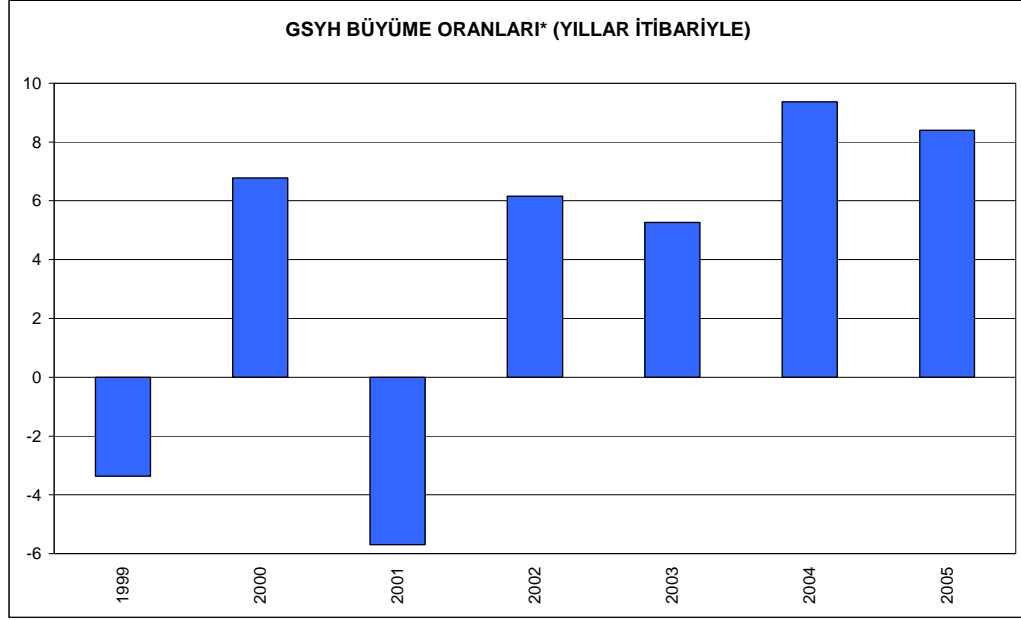


Grafik 1.7 : Beklenen DİBS Reel Faizleri (2001–2005)

* Beklenen DİBS Reel Faizleri, $((1+\text{nominal faiz oranı})/(1+\text{beklenen enflasyon oranı})-1)*100$ formülü kullanılarak hesaplanmıştır. Nominal faiz oranı olarak, iskontolu DİBS ihalelerinde gerçekleşen, net borç tutarlarına göre ağırlıklandırılmış bileşik faiz oranları alınmıştır. Beklenen enflasyon oranı olarak ise, Merkez Bankası'nın yayımladığı aylık Beklenti Anketinde yer alan yıllık beklenen TÜFE rakamları alınmıştır.

Kaynak: TCMB, HAZİNE

GSYİH büyüme oranları da ekonomide yaşanan gelişmelerin izlenebilmesine olanak sağlamaktadır. 1999 yılında yaşanan daralmanın ardından 2000 yılında %6'nın üzerinde büyüme oranı yakalanmış, kriz yılı olan 2001 yılındaki %5.7'lik küçülmenin ardından 2002 ve 2005 yılları arasında her yıl %5'in üzerinde büyüme gerçekleşmiştir (Grafik 1.8).



Grafik 1.8 : Büyüme Oranları (1999–2005)

* Üretim yöntemiyle hesaplanan GSYİH büyüme oranları (sabit fiyatlarla)

Kaynak: TÜİK

2001 yılında Merkez Bankası Kanunu'nun değiştirilmesi ve Merkez Bankası'nın asıl hedefinin "fiyat istikrarı" olarak tanımlanması enflasyonla mücadele programlarının da yarıda kesileceğine dair kaygıları azaltmıştır. Buna ek olarak bu dönemde para politikasında "Örtük Enflasyon Hedeflemesi"nin benimsenmesi ve şartlar oluştuğunda "Açık Enflasyon Hedeflemesi"ne geçileceğinin belirtilmesi enflasyonla mücadele politikasının kredibilitelerini artıran unsurlar olmuş, sıkı maliye politikalarının da uygulanan para politikasını desteklemesi neticesinde gelecek dönem enflasyon beklentileri hızla gerilemiş, aynı zamanda beklentiler gitgide hedeflere daha çok yaklaşmıştır. 2002 yıl sonu için belirlenen hedef %35, söz konusu dönem için 12 ay öncesinden beklenen enflasyon oranı %49.8 iken, 2005 yıl sonu için belirlenen hedef %8, beklenti ise % 8.7 olmuştur (Tablo 1.4). Bu dönemde gerçekleşen yıl sonu enflasyon oranları da dört yıl üst üste hedeflenen enflasyonun altında kalmış, bu ise Merkez Bankası'na olan güveni yüksek düzeylere taşımıştır. Enflasyon beklentilerinin enflasyon hedeflerine yaklaşmış olması da, ekonomik birimlerin yıllar boyunca benimsemiş oldukları geçmiş enflasyon oranına endeksli fiyatlama davranışını terk etmeye başladıklarını ve artık enflasyon hedefine

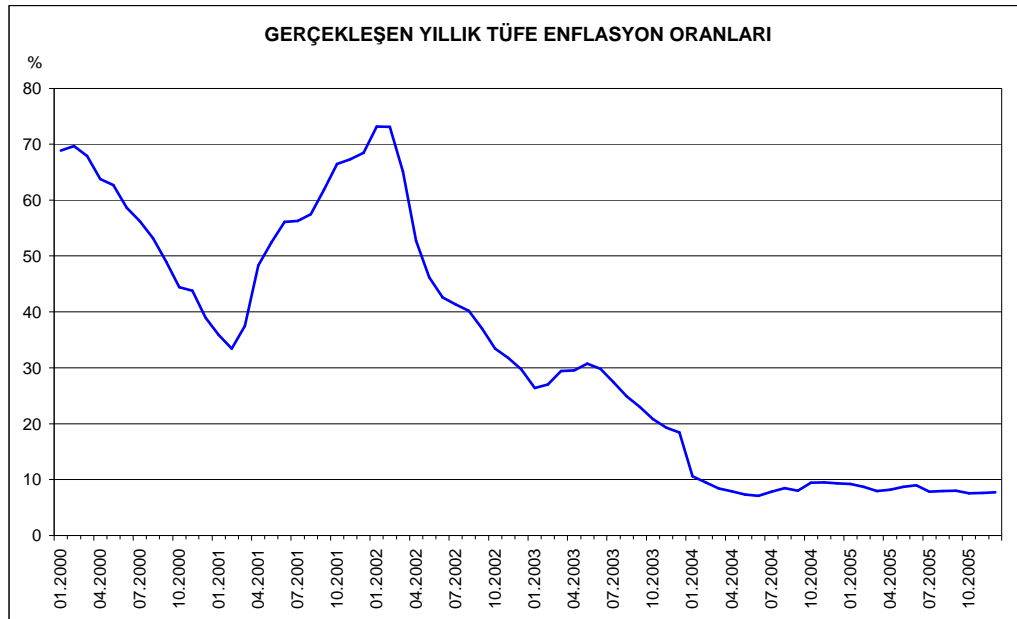
odaklandıklarını göstermiştir ki, bu da para politikasına olan güvenin arttığını gösteren önemli bir unsur olmuştur.

TABLO 1.4. ENFLASYON BEKLENTİLERİ, HEDEFLERİ VE GERÇEKLEŞMELERİ (%) (2002–2005)

	2002	2003	2004	2005
Beklenti	49.8	24.8	14.0	8.7
Hedef	35.0	20.0	12.0	8.0
Gerçekleşme	29.7	18.4	9.3	7.7

Kaynak: TCMB

Tüm bu gelişmeler çerçevesinde enflasyon oranının seyri incelendiğinde, 2000 yılına %70'e yakın bir seviye ile giren enflasyon oranının 2001 yılı başında %35'lere kadar düştüğü, daha sonra ise tırmanışa geçerek 2002 başında yeniden %70'lere ulaştığı, bu dönemden itibaren ise hızlı bir düşüş trendi izleyerek 2005 Aralık ayında %7.7'e kadar gerilediği gözlenmektedir (Grafik 1.9). %10'un altında bir enflasyon oranının 1969 yılından beri ilk defa görülmüş olması dikkate alındığında, 2002–2005 yılları arası dönemde enflasyonla mücadele konusunda sağlanan büyük başarı rahatlıkla görülebilmektedir.



Grafik 1.9 : Yıllık Tüfe Enflasyon Oranları (2000–2005)

Kaynak: TCMB

1.4. 2006–2010 Döneminde Enflasyon Gelişmeleri

2002–2005 yılları arası dönemde enflasyonla mücadele konusunda elde edilen başarının ardından, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamaya koyulması dünya konjonktüründe hızlı değişimlerin başladığı bir döneme denk gelmiş ve bu sürecin bir yansıması olarak Türkiye ekonomisi bir dizi şokla karşılaşmıştır. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin maruz kaldığı ilk ciddi şok, 2006 yılı Mayıs ayından itibaren uluslararası sermaye koşullarının gelişmekte olan ülkeler aleyhine değişmesi ve bunun sonucunda Türkiye’nin de dâhil olduğu birçok ülkeden sermaye çıkışları yaşanması olmuştur. Bu dönemde Yeni Türk Lirası (YTL)’nin yaklaşık olarak yüzde 30 civarında değer kaybı yaşaması, yaşanan finansal türbülansın yol açtığı güvensizlik ortamı ve gıda fiyatlarındaki kuraklıktan kaynaklanan sert artışlarla birleşerek enflasyonun yükselmesine ve enflasyon beklentilerinin hedeflerin oldukça üzerine çıkmasına neden olmuştur (TCMB, 2008a). Bu çerçevede 2006 yılı için yıl sonu TÜFE enflasyon hedefi %5 iken gerçekleşme %9.7 olmuş, 2007 yılı için beklenen yıllık TÜFE enflasyon oranı ise hedefin %4 olmasına rağmen %7.3’e yükselmiştir (Tablo 1.5).

TABLO 1.5. ENFLASYON BEKLENTİLERİ, HEDEFLERİ VE GERÇEKLEŞMELERİ (%) (2006–2010)

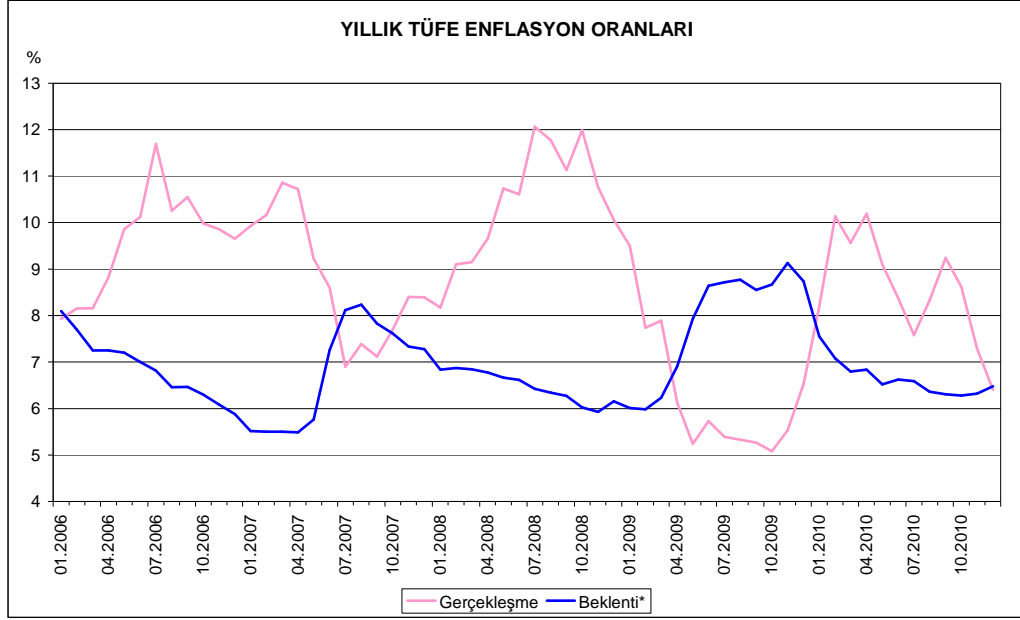
	2006	2007	2008	2009	2010
Beklenti	5.9	7.3	6.2	8.7	6.5
Hedef	5	4	4	7.5	6.5
Gerçekleşme	9.7	8.4	10.1	6.5	6.4

Kaynak: TCMB

2007 yılı ve sonrasını kapsayan dönemde ise enflasyondaki düşüşü engelleyen temel unsurlar, uluslararası piyasalarda petrol ve diğer emtia fiyatlarında yaşanan keskin artışlar ile yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamaları olmuştur. Gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda olduğu gibi Türkiye’de de gıda fiyatlarının TÜFE içindeki ağırlığının yüksek olması, enflasyondaki oynaklığı artırmıştır (TCMB, 2008a). Bu koşullar altında 2007 yılında yıl sonu TÜFE enflasyon oranı %8.4 olarak gerçekleşmiştir.

2008 yılı boyunca yurt içi enflasyonun seyri üzerinde daha çok küresel ekonomideki gelişmeler belirleyici olmuştur. Yılın ilk üç çeyreğinde enerji ve diğer emtia fiyatlarında gözlenen sert artışlara bağlı olarak yükselen TÜFE yıllık enflasyonu, son çeyrekte dünya ekonomisinde gözlenen belirgin yavaşlamaya bağlı olarak enerji ve diğer emtia fiyatlarının düşmesi ve yurtiçi enerji ve işlenmiş gıda fiyatlarının artış hızında yaşanan gerilemeyle düşmüştür (TCMB, 2009e). Sonuç olarak 2008 yıl sonu enflasyon oranı %10.1 olmuştur.

Enflasyon hedeflerine ulaşılamaması temel olarak para politikasının kontrolü dışındaki unsurlardan kaynaklanmasına rağmen, hedeflerin iki yıl üst üste aşılması ve 2008 yılında da aşılmasının beklenmesi, enflasyon hedeflerinin beklentiler için çapa olma fonksiyonunun zayıflamasına neden olmuştur. Merkez Bankası, enflasyon beklentilerini kontrol altına almak ve uygulanan rejimin itibarını tesis etmek amacıyla, Haziran 2008'de yeni hedefler belirlenmesini önermiş, Merkez Bankası'nın bu önerisi Hükümet tarafından da benimsenmiştir. Hedeflerin değiştirildiği dönemde orta vadeli enflasyon beklentilerinde bir miktar bozulma gözlenmiş olsa da sonrasında gerek siyasi belirsizliklerin azalması, gerekse Merkez Bankası'nın hedef revizyonunu parasal sıkılaştırma ile desteklemesi nedeniyle enflasyon beklentileri yeniden kontrol altına alınmıştır. Enflasyon beklentilerinin seyri incelendiğinde, enflasyonun uzun süre hedeflerin belirgin olarak üzerinde kalmasına rağmen beklenen enflasyonun genel olarak gerçekleşen enflasyonun altında kalmaya devam ettiği görülmektedir (Grafik 1.10). Çok uzun yıllar ve oldukça yakın sayılabilecek bir dönemde yaşanan yüksek enflasyonun toplumsal hafızada hala canlı olduğu düşünüldüğünde, olağanüstü şokların yaşandığı bir dönemde beklentilerin büyük ölçüde kontrol altında tutulabilmiş olması, uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin en önemli kazanımlarından birisi olarak değerlendirilebilir (TCMB, 2008a).



Grafik 1.10 : Yıllık Tüfe Enflasyon Oranları (2006–2010)

*Enflasyon beklentileri olarak, bir yıl öncesinde Beklenti Anketi'nde yer alan 12 Ay Sonrası için yıllık enflasyon beklentileri alınmıştır. (Ör: 2006 yılı Ocak ayı beklentisi, 2005 yılı Aralık ayı beklenti anketinde yer alan 12 ay sonrası yıllık enflasyon beklentisidir.)

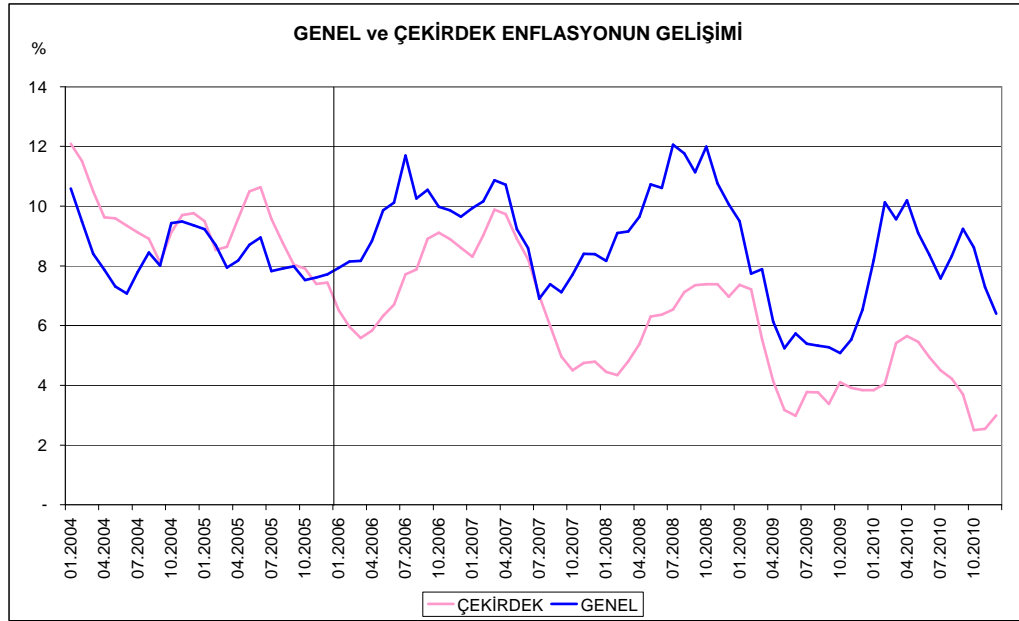
Kaynak: TCMB

Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlayıp, 2008 yılının dördüncü çeyreğinden itibaren derinleşerek küresel sistemin tamamına yayılan krizin ekonomik ve finansal istikrar üzerindeki etkileri 2009 yılı boyunca gözlenmeye devam etmiştir (TCMB, 2009a). Kriz sonrası hızla daralan dış talep ve sıkılaştan finansal koşulların yanı sıra artan ihtiyati tasarruf eğiliminin etkisiyle iktisadi faaliyette belirgin bir gerileme yaşanmıştır. Toplam talepteki sert daralma ve emtia fiyatlarında gözlenen keskin düşüş, bütün dünyada olduğu gibi Türkiye'de de enflasyon oranlarının hızla gerilemesine yol açmıştır. Bu çerçevede, emtia fiyatlarının seyrinden doğrudan etkilenen enerji ve işlenmiş gıda gibi alt kalemlerin enflasyonunda keskin bir düşüş görülmüş, talep koşullarına duyarlı temel mal ve hizmet fiyatlarının artış hızında da kademeli bir yavaşlama gözlenmiştir (TCMB, 2009d). Bu gelişmeler neticesinde 2009 yıl sonu enflasyon oranı %6.5'a gerilemiştir.

2010 yılında krizin etkileri hafiflemeye başlamış ve üretim kriz öncesi seviyesinin üzerine çıkmıştır (TCMB, 2010b). Bu nedenle enflasyon oranları yılın ilk aylarında yükselerek %10 seviyelerinin üzerine çıkmış, Merkez

Bankası'nın çıkış stratejisini uygulamaya koyarak piyasadaki likiditeyi azaltması ve zorunlu karşılık oranlarını artırması neticesinde yıl sonu enflasyon oranı %6.4'e gerilemiştir.

2006 yılı ve sonrası gelişmeleri genel olarak ele alındığında, enflasyonun yönünü belirleyen unsurların temel olarak para politikasının kontrolü dışındaki unsurlar olduğu görülmektedir. Gıda, alkolsüz içecekler, alkollü içecekler, tütün ürünleri ve altın hariç tutularak hesaplanan "Özel Kapsamlı 'I' TÜFE Enflasyonu"nun gelişimi incelendiğinde bu enflasyon oranının 2006 öncesinde genel enflasyon oranının üstünde seyretmesine rağmen 2006 sonrasında genel enflasyon oranına göre oldukça düşük seviyelerde seyrettiği görülmektedir. Söz konusu çekirdek enflasyon oranı 2006 yılında yıllık %8.6 şeklinde gerçekleşirken 2007 yılında %4.8'e düşmüş, 2008 yılında %7'e yükselmesine rağmen 2009 yılını %3.8, 2010 yılını ise %3.0 seviyesinde tamamlamıştır (Grafik 1.11).



Grafik 1.11 : Genel ve Çekirdek Enflasyon Oranları (2004–2010)

Kaynak: TCMB

İKİNCİ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİ

Enflasyonun 1970'li yıllarda petrol fiyatlarındaki artışla birlikte küresel ölçekte yükselişe geçmesi ve parasal otoritelerin enflasyonla mücadelede kararlı bir duruş sergilememesi enflasyon beklentilerinin yüksek seviyelerde katılaşmasına neden olmuştur. Bu süreçte yaşanan yüksek enflasyon ve düşük büyüme dönemi, enflasyonla mücadelede politika yapıcılarının taahhütlerine bağlı kalmalarının önemini ortaya çıkarmış ve merkez bankalarının doğrudan enflasyona odaklanmaları gerektiği görüşünü güçlendirmiştir. Bu çerçevede, günümüzde birçok merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmek olarak tanımlanmış ve bunun enflasyona odaklanmış bağımsız bir merkez bankası aracılığıyla sağlanabileceği görüşü yaygınlaşmıştır (Kara ve Orak, 2008).

Fiyat istikrarını temel amaç olarak belirleyen merkez bankaları bu amaca ulaşmak için birçok alternatif rejim uygulamışlardır. Bunlar arasında en yaygın olarak kullanılanlar parasal büyüklükleri ya da döviz kurunu hedefleyen rejimler olmuşlardır. Zaman içerisinde söz konusu rejimlerin yeterince esnek olmayışları nedeniyle etkinliklerini yitirmeleri, yeni bir rejim arayışını doğurmuş, "Enflasyon Hedeflemesi Rejimi" böyle bir ortamda gündeme gelmeye başlamıştır.

İlk olarak 1990 yılında Yeni Zelanda'da uygulamaya başlanılan enflasyon hedeflemesi rejimi, daha sonraki yıllarda birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tarafından uygulamaya konmuştur. 2010 yılı itibariyle Enflasyon Hedeflemesini benimseyen ülkelerin sayısı 8'i gelişmiş, 20'si gelişmekte olan ülke olmak üzere 28'e ulaşmıştır (Odhiambo, 2011). Bu bölümde enflasyon hedeflemesi rejiminin tanımı ve unsurlarının yanı sıra Türkiye'de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin genel çerçevesi üzerinde durulacaktır.

2.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Tanımı ve Unsurları

Enflasyon hedeflemesi rejimi; para politikasının fiyat istikrarını¹ sağlamaya yönelik olarak kurumsallaştığı modern bir stratejidir (TCMB, 2006a). Enflasyon hedeflemesi rejimi parasal büyüklükler veya döviz kurunun hedeflendiği rejimlerinin aksine doğrudan enflasyonun kendisini hedeflemektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejimini karakterize eden unsurlar aşağıdaki şekilde sıralanabilir (TCMB, 2006a):

- Sayısal bir enflasyon hedefi belirlenerek kamuoyuna duyurulur ve merkez bankası belirli bir süre zarfında bu hedefe ulaşılacağını taahhüt eder. Bunun amacı para politikasının toplum tarafından kolaylıkla anlaşılabilmesini ve izlenebilmesini sağlamaktır.
- Merkez bankasının temel politika aracı kısa vadeli faiz oranlarıdır, ancak merkez bankası tüm para politikası araçlarını belirlenen enflasyon hedefine ulaşmak amacıyla kullanır.
- Karar alma süreci kurumsallaşmaktadır. Bu çerçevede, para politikası kararlarının alınacağı tarihler belirli bir takvime bağlanarak kamuoyuna duyurulmakta ve kararların gerekçeleri açıklanarak bu açıklamalarda gelecekteki kararlara ilişkin eğilimlere de yer verilmektedir. Böylelikle para politikası kararları öngörülebilir hale gelmektedir.
- Merkez bankasının enflasyon tahminleri büyük önem taşımaktadır. Merkez bankasının enflasyon öngörülleri, gelecekteki enflasyonist baskılara karşı merkez bankasını önceden uyarmakta, enflasyon tahminlerinin enflasyon hedefinden önemli ölçüde sapması halinde merkez bankası aldığı kararlarla bu sapmayı önlemeye çalışmaktadır.

¹ Fiyat istikrarının en yaygın ve kabul edilmiş tanımı, "hane halkları ve iş çevrelerinin günlük kararlarını verirken dikkate almayacakları kadar düşük olan enflasyon oranı" şeklinde Alan Greenspan tarafından yapılmıştır. Genellikle %0 ile %3 arası olan enflasyon oranının bu tanımdaki kriteri karşıladığı kabul edilmektedir.

- Merkez bankasının enflasyonun gelecekte izleyeceği seyri öngörebilmesi için toplam arz ve toplam talep gelişmeleri, parasal göstergeler, kamu maliyesi gelişmeleri, beklentiler, iç ve dış şoklar, verimlilik, istihdam ve ücretler, döviz kurları ve ödemeler dengesi gelişmeleri gibi pek çok unsuru içinde barındıran geniş bir bilgi setinden faydalanması gerekmektedir.
- Beklentilerin iyi yönetilmesi ve etkin bir iletişim politikası izlenmesi temel unsurlardandır. Enflasyonun uzun süre yüksek seviyelerde kaldığı ülkelerde ekonomik birimler fiyatlama kararlarını alırken geçmiş dönem enflasyonunu dikkate alırlar, bu da enflasyon ataletine sebebiyet verir. Enflasyon hedeflemesi rejiminde ise ekonomik birimlere referans alabilecekleri başka bir enflasyon oranı yani enflasyon hedefi sunulur. Ancak bu hedeflerin dikkate alınması ve hedefin tutturulabileceğine dair güvenin oluşması için merkez bankasının etkin bir iletişim politikası izlemesi, şeffaf olması, izlediği ve izleyeceği politikalar hakkında kamuoyunu bilgilendirmesi, enflasyonun seyrine ilişkin görüşlerini kamuoyuyla düzenli olarak paylaşması gerekmektedir.

2.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Avantajları ve Dezavantajları

Orta vadeli bir para politikası stratejisi olan enflasyon hedeflemesinin avantajları şu şekilde sıralanabilir (Mishkin, 2001): Sabit döviz kuru rejiminin aksine enflasyon hedeflemesi, para politikasının ülke ekonomisine odaklanmasına ve ülke ekonomisine gelen şoklara cevap vermesine imkân tanır. Enflasyon hedeflemesinin başka bir avantajı ise parasal hedeflemenin aksine, parasal büyüklükler ile enflasyon arasında istikrarlı bir ilişki olmasının, stratejinin başarısı için çok önemli olmaması durumudur. Başka bir deyişle bu strateji böyle bir ilişkinin varlığı üzerine bina edilmemekte, bunun yerine uygun para politikası araçlarının kullanılabilmesi için mevcut en geniş bilgi setinden faydalanmayı öngörmektedir. Enflasyon hedeflemesinin en önemli avantajlarından biri de kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilir olmasıdır. Açık bir sayısal enflasyon hedefinin ilan edilmiş olması ve bu hedefe ulaşılamaması durumunda merkez bankasının hesap vermesi gerekliliği,

enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan bir merkez bankasına genişleyici para politikası izlemesi yönünde gelebilecek politik baskıları ve böylece merkez bankasının zaman tutarsızlığı tuzağına düşme ihtimalini de azaltmaktadır (Mishkin, 2000).

Akademik yazında enflasyon hedeflemesine yöneltilen eleştirilerin başlıcaları; bu rejimin çok katı olması, düşük ekonomik büyümeye sebep olma potansiyeli taşıması, özellikle gelişmekte olan ülkeler için mali baskıyı engelleyememesi ve esnek döviz kurundan dolayı finansal istikrarsızlığa neden olma ihtimalidir. Genel kabul gören görüş, bu eleştirilerin ilk ikisinin gerçekte çok problem oluşturmadığı, çünkü enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin tümünün enflasyon hedeflemesini 'katı' bir şekilde yorumlamak yerine "esnek" bir şekilde yorumladığı ve enflasyon hedefleri ile çelişmediği sürece merkez bankalarının para politikalarını uygularken reel ekonominin istikrarını da göz önünde bulundurduğu şeklindedir (Bernanke ve diğerleri,1999). Özellikle gelişmekte olan ülkeler için geçerli olan en ciddi eleştirilerden biri ise; enflasyonu kontrol altına almanın zor olması ve para politikası araçlarının enflasyon üzerindeki etkisinin gecikmeli ve daha uzun vadede görülmesinden dolayı enflasyon hedeflemesi rejimlerinde merkez bankasının hesap verebilirliğinin az olacağıdır (Mishkin, 2001).

2.3. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Ön Koşulları

Enflasyon hedeflemesinin uygulamaya konulabilmesi ve rejimin başarıyla sürdürülebilmesi için öncelikle, merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarı olmalıdır (Schaechter ve diğerleri, 2000). Merkez bankası diğer amaçları ancak fiyat istikrarı ile çelişmediği sürece desteklemelidir.

Enflasyon hedeflemesi için ön koşullardan birincisi sağlam bir mali yapının olması veya mali baskının olmamasıdır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde sık sık yaşanan politik istikrarsızlıklar ve kısa vadeli politikalar uygulanması, bütçe açıklarının artmasına ve kamu borç stokunun yüksek olmasına neden olmakta, bunlar ise mali baskının oluşmasına sebebiyet vermektedir. Kamu borcunun yüksek düzeyde olması özel sektöre verilebilecek olan kredi miktarının büyük ölçüde azalmasına ve sistemdeki

borç verilebilir kaynakların çoğunun kamuya aktarılmasına neden olmakta, böylece merkez bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faiz oranları ile piyasa faizleri arasındaki ilişkinin zayıflaması sonucunu doğurmaktadır. Bu durum aktarım mekanizmasının² işlerliğinin azalmasına ve para politikasının enflasyon üzerindeki etkisinin düşmesine neden olmaktadır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olabilmesi için mali disiplinin sağlanması ve mali baskınlığın düşük olması şarttır (Khan, 2003).

Enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşabilmesi için gerekli olan koşullardan bir tanesi ise, ekonomide dolarizasyon seviyesinin yüksek olmaması ve sermaye hareketlerinin istikrarlı veya öngörülebilir olmasıdır. Ekonomide yüksek düzeyde dolarizasyon olması fiyat hareketlerinin döviz hareketlerine bağlı olmasına yol açacağından bu durum para politikası araçlarının enflasyon üzerindeki etkisini zayıflatacaktır. Aynı şekilde ani ve öngörülemeyen sermaye hareketleri de kur kanalıyla fiyatları etkileyecek bu da enflasyon üzerinde baskı yaratacaktır (Mishkin, 2000).

Finansal piyasaların güçlü ve gelişmiş olması da enflasyon hedeflemesi rejimi için ön koşuldur. Bankacılık sektörünün sağlam bir yapıda olması, para, sermaye ve döviz piyasalarının gelişmiş olması aktarım mekanizmasının iyi işlemesini, böylece para politikasının etkinliğinin artmasını sağlayacaktır. Ayrıca finansal sistemin zayıf olması durumunda merkez bankaları fiyat istikrarı hedefi ile finansal istikrar arasında bir ikilemde kalabilmekte, enflasyonu kontrol etmek amacıyla uygulayacağı para politikası kararlarını alırken kararsızlıklar yaşayabilmektedir (Fraga ve diğerleri, 2003).

Enflasyon hedeflemesi için gerekli olan koşullardan bir diğeri ise merkez bankasının bağımsız, hesap verebilir ve güvenilir olmasıdır. Merkez bankasının belirlenen enflasyon hedefine ulaşmak için kullanacağı araçları bağımsız bir şekilde belirleyebilmesi; yani en azından araç bağımsızlığına

² Aktarım mekanizması, para politikası kararlarının üretim, tüketim, istihdam gibi reel ekonomik aktiviteleri ekonominin kendi dinamikleri aracılığı ile etkilemesini sağlayan mekanizmadır. Merkez Bankasının kısa vadeli faizleri değiştirerek, enflasyon beklentileri, piyasa faiz oranları, vade yapısı, para - kredi büyüklükleri ile aktif fiyatlarını etkilemesi ve belli bir süre sonra bu değişmelerin reel büyüklükler üzerinde etkili olması bu mekanizmanın çalışma biçimini oluşturur.

sahip olması gerekmektedir (Jonsson, 1999). Bunun yanında merkez bankasının kamuya kredi vermek gibi fiyat istikrarı ile çelişen vazifelerinin de olmaması gerekir. Merkez bankası uyguladığı politikalar da bağımsız olmakla birlikte, bu politikaların sonuçlarına ilişkin kamuoyuna karşı sorumlu olmalıdır. Hesap verebilirlik olarak adlandırdığımız bu unsurun bir gereği olarak, merkez bankası enflasyon hedefine ulaşamaması durumunda bu durumun nedenlerini ve buna ilişkin ileriye yönelik alacağı önlemleri kamuoyuna açıklamakla sorumludur. Merkez bankasının bu şekilde bağımsız ve hesap verebilir olması, merkez bankasının fiyat istikrarı hedefine sıkı sıkıya bağlı kalacağı yönündeki beklentileri artırarak, merkez bankasına duyulan güvenin artmasına, bu yolla da merkez bankasının beklentileri daha iyi yönetebilmesine imkân tanıyacaktır.

Merkez bankasının enflasyonun gelecekte izleyeceği seyri başarılı bir şekilde tahmin edebilmesine imkân sağlayacak geniş bir bilgi setine ve güçlü tahmin modellerine sahip olması da enflasyon hedeflemesinin başarısında gerekli olan koşullardandır.

Uygulamalara baktığımızda söz konusu ön koşulların, enflasyon hedeflemesi rejimine geçen ülkelerin hiçbirinde tam olarak sağlanamadığını görüyoruz. Burada önemli olan bu koşulları sağlama yönünde yeterli ilerlemenin sağlanmış olması ve bu koşulların daha da ileriye götürülmesi için gerekli olan iradenin ortaya konmuş olmasıdır.

2.4. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Operasyonel Çerçevesi

Enflasyon hedeflemesi rejimi, uygulandığı ülkelerin her birinde ana hatlarının aynı olmasıyla birlikte farklı şekillerde uygulanmaktadır. Rejimin esnek yapısı, her ülkenin enflasyon hedeflemesi rejimini kendine özgü ekonomik, sosyal ve siyasi yapısına uygun şekilde tasarlamasına imkân tanımaktadır. Bu kapsamda rejimin operasyonel çerçevesini belirleyen unsurlar şu şekilde sıralanabilir:

- Hedefi Kim Belirliyor?

Enflasyon hedefinin kim tarafından belirleneceği ülkeden ülkeye farklılık arz etmekte, bazı ülkeler de hükümet, bazılarında merkez bankası, bazılarında ise her ikisinin ortak kararı ile belirlenmektedir.

- Hedefin Niteliği

İyi tasarlanmış bir enflasyon hedefinin en önemli özelliği kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilir olması, rahat izlenebilmesi ve yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olmasıdır. Enflasyonun hesaplanmasında kullanılacak olan endeksin merkez bankası dışındaki bir kurum tarafından hesaplanıyor olması, zamanında ve sıkça yayınlanıyor olması da güvenilirlik açısından önemli bir unsurdur. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin çoğunda yukarıda bahsedilen özellikleri en iyi taşıdığı düşünülen, Tüketici Fiyat Endeksi kullanılarak hesaplanan enflasyon oranı hedeflenmektedir. Bazı ülkelerde ise para politikasının kontrolü dışındaki fiyatları dışlayan ve geçici şoklardan daha az etkilenen çekirdek enflasyonu³ hedeflenmektedir. Çekirdek enflasyonun avantajı enflasyonun eğilimi ile ilgili daha fazla bilgi içermesi ve geçici şoklardan fazla etkilenmediği için enflasyonun para politikası araçları ile yönlendirilerek hedefin tutturulma ihtimalinin daha fazla olmasıdır. Çekirdek enflasyonun kamuoyu tarafından tam anlaşılabilmesi ve hayat pahalılığını tam olarak yansıtmaması ise güvenilirlik sorunu yaratarak beklentilerin iyi yönetilememesine neden olabilmektedir (Knight, 2007).

- Hedef Ufku

Hedef ufku, merkez bankasının hedeflenen enflasyona ulaşmayı taahhüt ettiği süreyi ifade etmektedir (Schaechter ve diğerleri, 2000). Enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen ülkelerin bazıları enflasyon hedefini 1 ile

³ Çekirdek enflasyon, bazı mal grupları ile fiyat değişmelerine yol açan bir takım unsurların enflasyon endeksinden çıkarılması sonucu ulaşılan bir enflasyon tanımıdır. Bu amaçla, dışsal etkilere (enerji fiyatlarında artış, mevsimsel koşullar, maliye politikası vs) daha açık olan ve geçici nitelikler taşıyabilen, enerji, temel gıda maddeleri fiyatları ve dolaylı vergiler bu tür enflasyon hesaplamaları içerisine katılmamaktadır. Çekirdek enflasyonun hesaplanmasının amacı, fiyatlar genel seviyesindeki değişimi sürekli kılan unsurları tespit etmek ve bunlara yönelik daha gerçekçi politika kararları alınabilmesine imkân sağlamaktır.

3 yıl arasında değişen süreler için belirlerken, bazıları ise süresiz hedefler koymaktadırlar. Zaman sınırı koymaksızın hedeflerini belirleyen ülkelere bakıldığında, bunların uzun zamandan beri fiyat istikrarını sağlamış ülkeler olduğu görölmektedir. Uzun süre yüksek enflasyonla yaşamış, ancak enflasyon hedeflemesine geçilmeden kısa bir süre önce düşük enflasyon seviyelerini yakalayabilmiş ve hali hazırda fiyat istikrarını tam olarak sağlayamamış olan ülkelerde ise genellikle yıllık veya birkaç yıllık hedef ufku belirlendiği görölmektedir.

- Nokta Hedef veya Bant Hedef

Enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerden bazıları enflasyon hedefi için 'nokta hedef' belirlerken, bazıları ise 'bant hedef' belirlemektedirler, az sayıda da olsa 'üst sınır' belirleyen ülkeler de mevcuttur. Nokta hedef belirlendiğinde, hedefin tutturulması için tam olarak belirlenen enflasyona ulaşılması gerekirken, bant hedef belirlendiğinde hedefin tutturulması için enflasyonun bant içinde kalması yeterlidir, benzer şekilde üst sınır belirlendiğinde de hedefin tutturulması üst sınırın aşılmasına bağlıdır.

Nokta hedef, kamuoyu tarafından kolaylıkla anlaşılabilirdiği ve beklentilerin bir noktaya odaklanabilmesine imkân tanıdığı için avantajlıdır. Ancak, nokta hedefin tam olarak tutturulması, bant hedefin tutturulmasına göre çok daha zordur, hatta neredeyse imkânsızdır. Para politikasının kontrolünde olmayan, enerji fiyatları, uluslararası gelişmeler, yeni vergi düzenlemeleri, kamu mallarındaki fiyat ayarlamaları, iklim nedeniyle tarım ürünlerinde görölen ani fiyat değişiklikleri gibi unsurlar enflasyonun hedeflenen noktadan sapmasına neden olabilmektedir. Bu nedenle nokta hedef belirleyen ülkelerin tümünde nokta hedef etrafında bir aralık tanımlandığı göröür. Bazı ülkelerde bu aralık 'belirsizlik aralığı' adını alırken, bazılarında 'güven aralığı', bazılarında ise 'hoşgörü aralığı' olarak anılmaktadır.

Hedefi tutturma olasılığının daha yüksek olması ve şoklara tepki verme açısından merkez bankasına daha fazla esneklik sağlaması yönüyle bant hedef nokta hedeften daha avantajlı olabilir ancak, kamuoyu tarafından

daha zor anlaşılması, beklentilerin sadece bandın üst sınırına odaklanabilmesi ve hedefin tutturulamaması durumunda çok daha fazla itibar kaybına neden olacak olması nedeniyle bant hedef nokta hedefe göre daha az tercih edilmektedir.

- Karar Alma Mekanizması

Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin tamamı temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranlarını kullanmaktadır. Faiz oranlarına ilişkin kararlar genel olarak bir kurul tarafından oylama yoluyla alınmakta, sadece birkaç ülkede kararlar tek başına merkez bankası başkanı tarafından alınmaktadır (Erhart ve Vasquez-Paz, 2007). Şeffaflık ilkesinin bir gereği olarak faiz kararlarının alınacağı tarihler enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin neredeyse tamamında önceden ilan edilmektedir. Faizlere ilişkin toplantı kararları bazı ülkelerde aynı gün içinde, bazılarında ise bir sonraki iş gününde ilan edilmektedir.

- Hesap Verebilirlik

Enflasyon hedeflemesi rejiminin en önemli unsurlarından olan hesap verebilirlik ilkesi gereğince, bu rejimi uygulayan tüm ülkelerde merkez bankaları enflasyonun hedeften sapması durumunda bu durumun nedenlerini ve gelecek döneme ilişkin alınması düşünülen önlemleri kamuoyu ile paylaşmak zorundadırlar (Debelle, 1997). Bunun yanı sıra bazı ülkelerde merkez bankaları hedeften aşırı sapma durumunda bu konuya ilişkin olarak hükümete yazılı bir rapor da sunmak zorundadır.

- İletişim Politikaları

İyi bir iletişim politikası izlenmesi, enflasyon hedefi rejiminin başarıyla uygulanmasında en önemli unsurların başında gelir. Bunun altında yatan neden, enflasyon hedeflemesini diğer para politikası stratejilerinden ayıran ve rejimin başarısı konusunda en etkin olan şeyin “beklenti yönetimi” olması ve başarılı bir beklenti yönetimi için gerekli olan şeylerin başında da iyi bir iletişim politikasının gelmesidir. Uygulanan iletişim politikası ile enflasyon hedeflemesi rejimine güven tesis edilebilirse,

ekonomik birimlerin fiyatlama davranışlarında baz alacakları enflasyon oranının geçmiş dönem enflasyonu yerine enflasyon hedefi olması sağlanacak, böylece enflasyon ataleti kırılmış olacaktır.

“Enflasyon Raporu”, enflasyon hedeflemesinin uygulandığı tüm ülkelerde temel iletişim aracı olarak kullanılmaktadır. Bu raporda, uluslararası ekonomik gelişmeler ile arz ve talep gelişmelerinin yanı sıra, finansal piyasalar ve kamu maliyesi konularında yaşanan gelişmelere de yer verilmekte, geçmiş dönem enflasyon performansı ve bunun altında yatan unsurlar analiz edilmekte, gelecek dönem enflasyon tahminleri ve bu tahminlerin altında yatan unsurlar ele alınmaktadır.

Merkez bankasının enflasyon tahminlerine ilişkin yaptığı açıklamalar ülkeden ülkeye farklılık arz etmekte, bazıları gelecek dönemde enflasyonun izlemesi muhtemel patikayı kamuoyuyla grafiksel olarak paylaşırken, bazıları ise enflasyonun seyri konusunda sadece niteliksel açıklamalar yapmayı tercih etmektedir (Schaechter ve diğerleri, 2000).

İletişim konusunda merkez bankaları arasında farklılık yaratan diğer bir konu ise gelecek dönem faiz patikasının ilan edilmesi hususudur. Gelişmekte olan ülkeler başta olmak üzere birçok ülkede, gelecek dönemde uygulanması muhtemel faiz patikası öngörülebilir olmaması nedeni ile ilan edilmemekte, sadece politika faizlerinin gelecek dönemdeki muhtemel seyri konusunda niteliksel açıklamalar yapılmaktadır. Az sayıda ülkede ise gelecek dönemde uygulanması öngörülen faiz patikası rakamsal olarak açıkça ilan edilmektedir.

Enflasyon raporunun yanı sıra bazı ülkeler iletişim politikasının bir unsuru olarak, para politikası kararlarının alındığı toplantı tutanaklarını da kamuoyu ile paylaşmakta, bazıları ise toplantıdan birkaç gün sonra da olsa kararların gerekçeleri konusunda kamuoyuna detaylı bir bilgi sunmayı tercih etmektedir.

2.5. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejimi

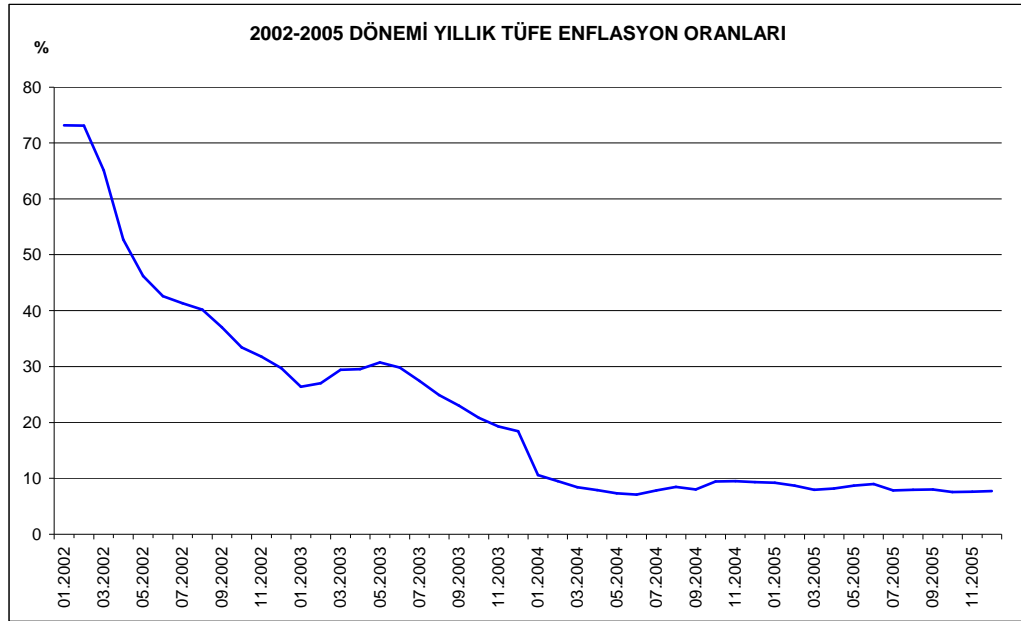
Kasım 2000 ve Şubat 2001 krizlerinin ardından döviz kuruna dayalı istikrar programının sürdürülemeyeceği anlaşılmış, 2002 yılından itibaren parasal hedefleme politikası uygulanmaya başlanacağı, ancak bunun “gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası” olacağı, zaman içinde ise enflasyon hedeflemesi rejiminin açık bir şekilde para politikası olarak benimseneceği Merkez Bankası tarafından açıklanmıştır. Aslında “gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası” ile kastedilen şey “Örtük Enflasyon Hedeflemesi”dir.

2.5.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi (2002–2005)

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçen tüm ülkeler gibi Türkiye’de de bu rejime geçilmeden önce gerekli olan ön koşulların en azından belli bir kısmının sağlanmış olması hedeflenmiş, bu nedenle 2002–2005 yılları arasında enflasyon hedeflemesine yakınsama rejimi olarak tanımlanan “örtük enflasyon hedeflemesi rejimi” uygulanmıştır.

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için gereken ön koşullar arasında doğrudan sayılmasa da, bu rejimin başarılı olabilmesi için başlangıç enflasyonunun çok yüksek ve oynak olmaması gerekir. Çok yüksek ve oynak olan bir enflasyon oranı, gelecek dönem enflasyonuna ilişkin sağlıklı bir tahmin yapılmasını ve enflasyon beklentilerinin yönetilebilmesi için gerekli olan güvenin tesis edilmesini zorlaştıracaktır. Bu nedenle enflasyon hedeflemesine geçilmeden önce enflasyonun belirli bir düzeye düşürülmesi gerekmektedir.

Türkiye’de uzunca bir dönem yüksek ve oynak bir enflasyon süreci yaşanmıştır. Örtük enflasyon hedeflemesine geçildiği 2002 yılı başında TÜFE enflasyon oranı %70’lerin üzerinde iken, bu dönemde büyük bir başarı sağlanarak enflasyon oranı %10’ların altına inmiş, açık enflasyon hedeflemesine geçileceği 2005 yılı sonunda bu oran %7.7 olmuştur (Grafik 2.1).



Grafik 2.1 : 2002–2005 Dönemi Yıllık Tüfe Enflasyon Oranları

Kaynak: TÜİK

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için gerekli ön koşulların başında gelen merkez bankasının bağımsız olması ve temel amacının fiyat istikrarı olması şartı, Merkez Bankası kanununda 2001 yılında yapılan değişiklikle sağlanmıştır. Söz konusu değişiklikle, Bankanın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve bu amaca ulaşmak için uygulayacağı para politikası ve kullanacağı para politikası araçlarını doğrudan kendisinin belirleyeceği kesin hükme bağlanmıştır. Ayrıca bu kanun değişikliği ile Bankanın kamuya kredi vermesi de kesin bir dille yasaklanmıştır.

Diğer bir koşul olan mali disiplinin sağlanması ve mali baskının olmaması konusunda da gerçekleştirilen yapısal reformlar ve disiplinle uygulanan sıkı maliye politikaları neticesinde büyük bir ilerleme kaydedilmiştir. 2001 yılı sonunda sırasıyla %36.2 ve %17.1 olan bütçe giderlerinin ve faiz harcamalarının GSYİH'ye oranları, 2005 yılı sonunda %24.6'ya ve %7'ye düşmüştür. Bütçe açığının GSYİH'ye oranı 2001 yılındaki %11.9 seviyesinden 2005 yılında %1.1 seviyesine gerilemiş, faiz dışı fazla oranı ise 2002 yılından itibaren sürekli artarak 2005 yılı sonunda %6 seviyesine yükselmiştir. Kamu borç stokunun gelişimi incelendiğinde de sağlanan başarı gözler önüne serilmektedir. 2001 yılı sonunda sırasıyla %50.9, %23.2 ve %74.1 olan iç borç, dış borç ve toplam borç stokunun

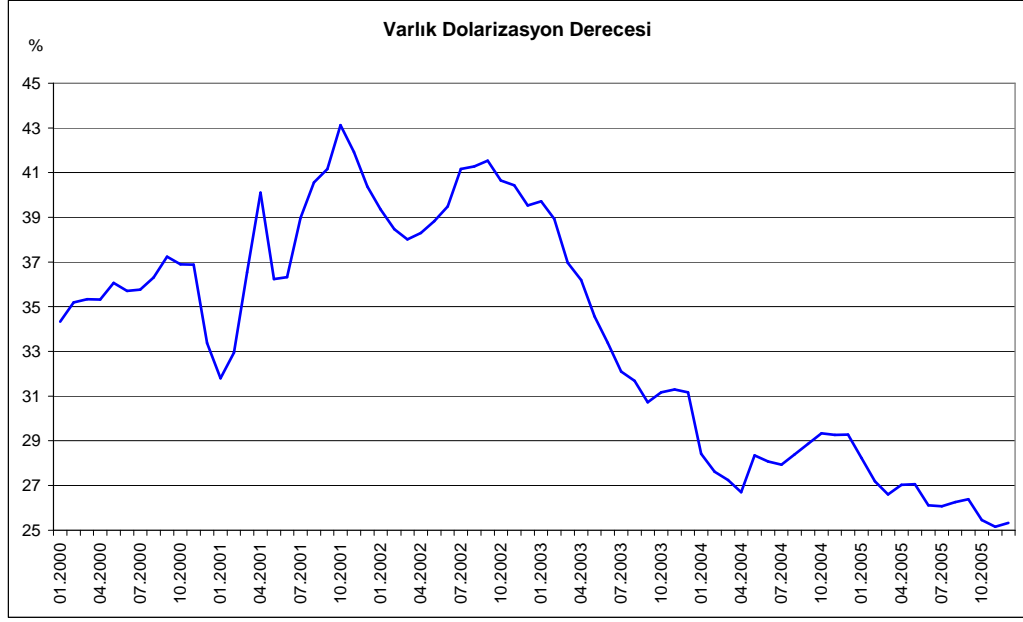
GSYİH'ye oranları, 2005 yılı sonunda %37.7, %13.4 ve %51.1 seviyelerine gerilemişlerdir (Tablo 2.1).

**TABLO 2.1. MERKEZİ YÖNETİM BÜTÇE DENGESİ VE BORÇ STOKU
(GSYİH'YE ORAN-%)**

	2001	2002	2003	2004	2005
Bütçe Giderleri	36.2	34.1	31.1	27.2	24.6
Faiz Harcamaları	17.1	14.8	12.9	10.1	7.0
Bütçe Dengesi	-11.9	-11.5	-8.8	-5.2	-1.1
Faiz Dışı Denge	5.2	3.3	4.0	4.9	6.0
İç Borç Stoku	50.9	42.8	42.7	40.2	37.7
Dış Borç Stoku	23.2	26.5	19.4	16.5	13.4
Toplam Borç Stoku	74.1	69.2	62.2	56.6	51.1

Kaynak: Hazine

Dolarizasyon seviyesinin yüksek olmaması da enflasyon hedeflemesi için gerekli ön koşullar arasında sayılmıştır. Yüksek enflasyon ortamının bir neticesi olarak ekonomik birimlerin Türk Lirasına olan güvenleri azalmış ve Türkiye'de 1990'lı yıllardan itibaren dolarizasyon oranı hep yüksek düzeyde seyretmiştir. 2001 krizinden sonra dolarizasyon seviyesi tarihi rekorunu kırmış, yabancı para cinsinden varlıkların toplam varlıklara oranı %43 seviyesine ulaşmıştır (Akıncı ve diğerleri, 2005). Bu durum örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı 2002–2005 döneminde büyük ölçüde değişmiş, dolarizasyon seviyesi her yıl azalarak 2005 sonunda %25 seviyesine inmiştir (Grafik 2.2). Yüksek enflasyon ortamında sürekli değer kaybederek bol sıfırlı hale gelen Türk Lirası bu dönemde yeniden itibarlı hale gelmiş, bu kazanımın somut bir göstergesi olarak 2005 yılında paradan altı sıfır atılmıştır.

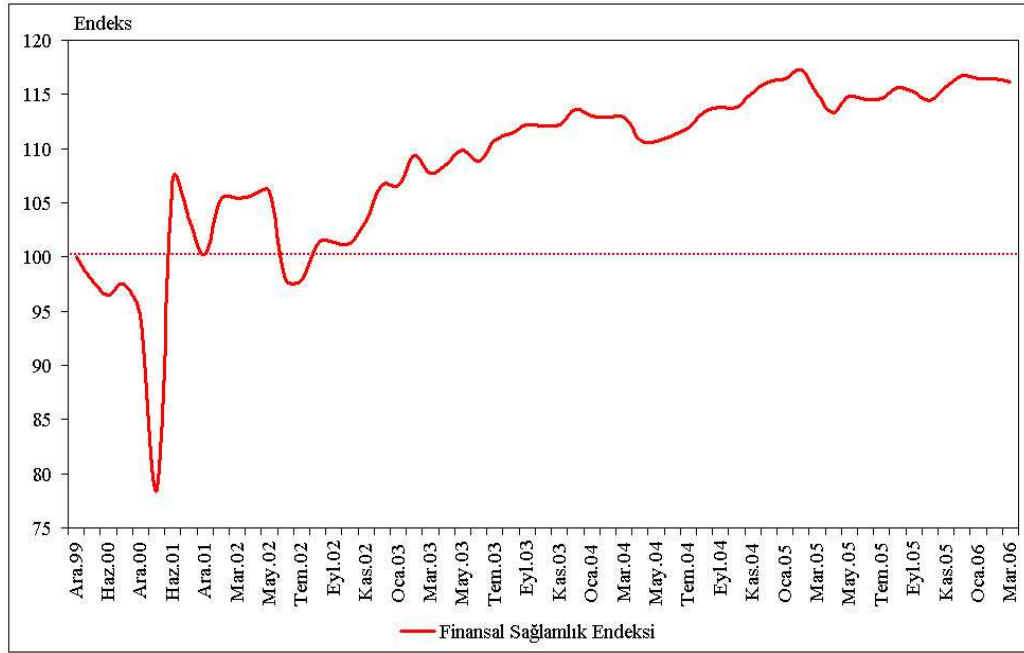


Grafik 2.2 : Varlık Dolarizasyon Derecesi (2000–2005)

Kaynak: Akıncı ve diğerleri (2005)

2002–2005 döneminde enflasyon hedeflemesi için gereken ön koşullar arasında yer alan bankacılık sektörünün sağlam bir yapıda olması ve finansal piyasaların güçlü ve gelişmiş olmaları konusunda da hem yasal düzenlemeler yönüyle, hem de uygulamalar yönüyle büyük gelişmeler yaşanmıştır. Başta Bankacılık Kanununun değiştirilmesi olmak üzere bankacılık sektörünün geliştirilmesi ve sağlıklı bir yapıya kavuşturulması için birçok yasal düzenlemeye gidilmiş, finansal piyasaların uluslararası finansal piyasalarla rekabet edebilecek standartlara kavuşabilmesi konusunda önemli adımlar atılmıştır. Bankacılık sektörünün risklerini ve kırılganlıklarını yansıtan ve sektörün sağlamlığı konusunda önemli bir gösterge olan “Finansal Sağlık Endeksi⁴”nin gelişimi incelendiğinde, başlangıçta 100 değerini alan endeksin, Kasım 2000 – Şubat 2001 kriz döneminde 80 seviyesinin altına düştüğü, 2002 sonlarından itibaren ise bir yükseliş trendi seyrederek 2005 sonunda 115 seviyesinin üzerine çıktığı görülmektedir (Grafik 2.3).

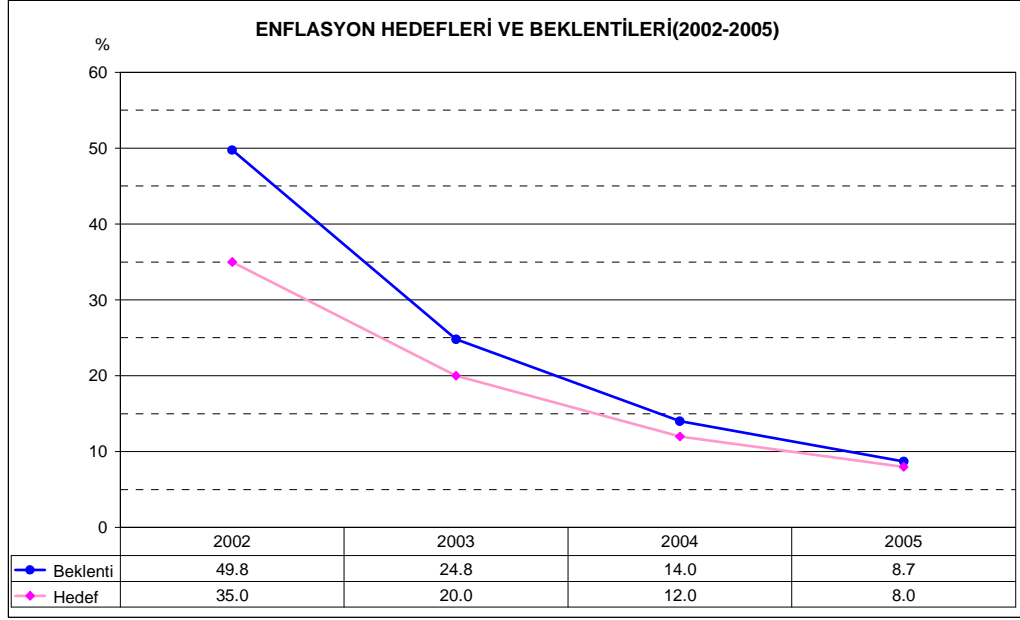
⁴Finansal Sağlık Endeksi; aktif kalitesi, likidite, kur riski, faiz riski, karlılık, sermaye yeterliliği gibi bankacılık sektörünün risklerini ve kırılganlıklarını yansıtan unsurlara ilişkin rasyolar kullanılarak hesaplanan ve sektörün sağlamlığının izlenebilmesine imkân tanıyan bir bileşik göstergedir.



Grafik 2.3 : Finansal Sağamlık Endeksi

Kaynak: TCMB, 2006b

Merkez bankasının güvenilir olması da enflasyon hedeflemesi için gerekli ön koşullar arasında sayılmıştır. Merkez bankasına olan güvenin bir göstergesi olarak enflasyon hedefleri ile enflasyon beklentileri arasındaki farka bakılabilir. Eğer bu fark azalıyorsa merkez bankasına olan güven artıyor, fark artıyorsa merkez bankasına olan güven azalıyor demektir. Grafik 2.4'ten görülebileceği üzere Türkiye için bu fark 2002 yılında %15'ler civarındayken, her yıl azalarak 2005 yılında %1'in altına inmiştir. Buna dayanarak bu dönemde Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası'na olan güvenin arttığı, ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini oluştururken geçmiş enflasyon oranına bakma yerine enflasyon hedeflerini dikkate almaya başladıkları rahatlıkla söylenebilir.



Grafik 2.4 : Enflasyon Beklentileri ve Hedefleri

Kaynak: TCMB

Merkez bankasının enflasyonu başarılı bir şekilde tahmin edebilmesi için geniş ve güvenilir bir bilgi seti ile güçlü tahmin modellerine sahip olması enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli olan temel koşulların sonucusudur. Bu konuda da 2005 yılına gelinceye dek önemli gelişmeler yaşanmıştır. Enflasyonun seviyesi ve oynaklığı gitgide azalmış, bu durum enflasyon tahminlerinin daha doğru yapılma olasılığını büyük ölçüde artırmıştır. 2001 Ağustos ayından itibaren Merkez Bankası gelecek dönem enflasyon tahminlerine ilişkin ayda iki kez Beklenti Anketi düzenlemeye başlamış, bu anketin sonuçları beklentilerin yönünün anlaşılması ve para politikası faiz kararlarının beklentiler üzerindeki etkilerinin anlaşılabilmesine imkân tanımıştır. Enflasyonu (TÜFE) ölçmek için kullanılan mal ve hizmet sepeti Türkiye İstatistik Kurumu tarafından Merkez Bankası yetkilileri ile yapılan ortak çalışma sonucu 2003 yılında değiştirilmiş ve günümüz tüketim alışkanlıklarını daha iyi yansıtan bir sepet kullanılmaya başlanmıştır. Tahmin modellerinin geliştirilmesi konusunda da ciddi ilerlemeler kaydedilmiş, Merkez Bankası Araştırma ve Para Politikası Genel Müdürlüğü buna olanak sağlayacak şekilde yeniden yapılandırılmıştır.

Görüldüğü üzere Türkiye'de 2002 yılı öncesinde enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için gerekli önkoşulların birçoğu

sağlanamamışken, 2002–2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi dönemi çok başarılı bir şekilde değerlendirilmiş ve 2006 yılına gelindiğinde önkoşulların önemli bir kısmı sağlanmış olarak açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmiştir.

2.5.2. Açık Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi (2006 ve sonrası)

Merkez Bankası “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 yılında Para ve Kur Politikası” başlıklı duyurusunda, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi için gerekli önkoşulların büyük oranda oluştuğunu ve 2006 yılında enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamasına geçileceğini açıkça ilan etmiş ve bu rejim ile birlikte, son yıllardaki “düşen enflasyon” sürecinden “fiyat istikrarı” sürecine doğru ilerleneceğini ifade etmiştir.

Bu bölümde önce Türkiye’de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin genel çerçevesi incelenecek, sonra da enflasyon hedeflemesi rejimi dönemi gelişmeleri ele alınacaktır.

2.5.2.1. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi

- Enflasyon Hedefinin Niteliği

Türkiye’de enflasyon hedefi “nokta hedef” olarak belirlenmektedir. Nokta hedefin avantajları kolay anlaşılabilir olmasının yanı sıra iletişim açısından avantajlı olması, bu nedenle de beklentileri etkileme gücünün daha yüksek olmasıdır.

Günlük yaşam maliyetini daha iyi ölçmesi ve toplumun daha geniş bir kesimi tarafından anlaşılabilmesi nedeniyle Tüketici Fiyat Endeksi üzerinden hesaplanan enflasyon oranı enflasyon hedefi olarak belirlenmektedir.

- Enflasyon Hedefinin Belirlenmesi

Enflasyon hedefleri 3 yıllık bir süre için belirlenmektedir, yani “hedef ufku” 3 yıldır.

Hükümetin uygulanan para politikası stratejisini desteklemesi ve ekonomik birimlerin açıklanan hedeflere duyduğu güvenin artırılması amacıyla rakamsal enflasyon hedefleri, Hükümet ve Merkez Bankası'nın ortak kararıyla belirlenmektedir.

- Belirsizlik Aralığı

Nokta hedefin tam olarak tutturulması hemen hemen imkânsız olduğundan nokta hedef belirleyen diğer ülkelerde olduğu gibi Türkiye’de de nokta hedef etrafında bir belirsizlik aralığı belirlenmektedir. Belirsizlik aralığı hedeften “aşırı sapma” olarak tanımlanacak olan sapmaların alt ve üst eşiklerini göstermektedir.

Petrol fiyatlarındaki gelişmeler, uluslararası likidite koşulları ile küresel risk algılamasındaki değişimler, dolaylı vergi ve kamu fiyat ayarlamaları, işlenmemiş gıda fiyatlarındaki öngörülemeyen hareketler gibi para politikasının kontrolü dışındaki unsurlar, enflasyonun zaman zaman hedeflerden önemli ölçüde sapmasına neden olabilmektedir (TCMB, 2005). Bu çerçevede belirsizlik aralığı her iki yönde 2 yüzdellik puan olarak oluşturulmaktadır, ancak önümüzdeki yıllarda fiyat istikrarına daha fazla yaklaşılması neticesinde belirsizlik aralığı daraltılabilecektir. Belirsizlik aralığının her iki yönde 2 puan olarak belirlenmesinden de anlaşılacağı üzere, hedeften aşağı ya da yukarı yönlü sapmalar aynı şekilde değerlendirilmektedir.

- Hesap Verme Sorumluluğu

Merkez Bankası'nın hesap verme sorumluluğu Merkez Bankası Kanunu'nun 42. maddesinde şu şekilde ifade edilmektedir: "Banka, belirlenen hedeflere ilan edilen srelerde ulaşılamaması ya da ulaşılamama olasılığının ortaya çıkması halinde, nedenlerini ve alınması gereken nlemleri Hkmete yazılı olarak bildirir ve kamuoyuna açıklar."

Bu erevede Merkez Bankası yıl sonu enflasyon gerçekleşmesinin, enflasyon hedefinden aşağı ya da yukarı yönlü 2 puanın üzerinde sapması durumunda hesap verme sorumluluğu gereğince Hükümet'e açık mektup yazmakla yükümlüdür. Ayrıca Merkez Bankası, bu sorumluluğu pekiştirme açısından yıl sonu enflasyon hedefi ile tutarlı enflasyon patikasından da üç aylık dönem sonları itibariyle aşırı sapma durumunda sapmaya yol açan nedenleri ve alınması gereken nlemleri Enflasyon Raporu aracılığı ile kamuoyuna açıklamakla yükümlüdür.

Açıklanan belirsizlik aralığı ve hedefle uyumlu patika açık enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk yıllarında, IMF ile yapılan program çerçevesinde üçer aylık gözden geçirmelerde kullanılan performans kriterlerine de baz oluşturmuştur. Bu çerçevede üç aylık dönemler itibarıyla hedefle uyumlu patikadan 2 puandan fazla sapılması durumunda bu durum program şartlılığının ihlal edilmesi anlamına gelmiş ve program esasları dâhilinde alınması gereken önlemlerin açıklanması zorunluluğu getirilmiştir. Ayrıca hedefle uyumlu patikanın bir puan ya da daha fazla altında kalınması veya üzerine çıkılması durumunda ise, IMF teknik elemanları ile görüşülmesi gerektiği ifade edilmiştir.

- Hedeflerin Değiştirilme Koşulları

Para politikasına olan güvenin sarsılmaması ve böylece enflasyon hedeflerinin beklentileri etkileme gücünün azalmaması için belirlenen hedeflerin değiştirilmemesi esastır. Enflasyon hedefleri ancak geniş çaplı doğal afet ve savaş gibi olağanüstü gelişmelere ya da para politikasının kontrolü dışındaki unsurlara bağlı olarak hedeflerden çok büyük ve uzun

sürelî sapmalar görüleceğinin belirlenmesi ve orta vadeli hedeflerin anlamsız kalması üzerine değiştirilebilir (TCMB, 2006a). Yeni hedefler yine Hükümet ve Merkez Bankası'nın ortak kararı ile belirlenir.

Ekonomi üzerinde oluşabilecek geçici şoklar enflasyon hedeflerini değil ancak enflasyon tahminlerini değiştirebilecektir. Bu durumda ekonomik birimlerin kısa vadede yenilenen enflasyon tahminlerini, orta vadede ise yine enflasyon hedeflerini referans olarak almaları gerekmektedir.

- Karar Alma Süreci

Enflasyon hedeflemesi rejiminin benimsendiği 2006 yılı başından 2010 yılı Mayıs ayına kadar Merkez Bankası'nın temel para politikası aracı Bankalararası Para Piyasası ve İstanbul Menkul Kıymetler borsası Repo-Ters Repo Pazarı'nda uygulanmakta olan gecelik faiz oranları olmuş, sonrasında ise para politikası referans faiz oranı olarak bir hafta vadeli repo ihale faiz oranı kullanılmaya başlanmıştır.

Faiz oranına ilişkin kararlar Para Politikası Kurulu⁵ tarafından, önceden kamuoyuna duyurulmuş bir takvim çerçevesinde yapılan aylık toplantılarda oylanarak alınmaktadır.

Kurul toplantıları iki aşamalı olarak gerçekleşmektedir. İlk aşamaya Merkez Bankası yetkilileri ile Hazine Müsteşarlığı yetkilileri de katılmakta, bu aşamada kurul üyelerine Merkez Bankası yetkilileri tarafından genel ekonomik gelişmeler ve enflasyon görünümüne ilişkin saptamalar sunulurken, Hazine Müsteşarlığı yetkilileri tarafından da borç yönetimi ve maliye politikasına ilişkin değerlendirmeler sunulmaktadır (TCMB, 2009a). İkinci aşamaya ise sadece Kurul üyeleri katılmakta, son değerlendirmelerin ardından karara ilişkin oylamaya geçilmektedir.

⁵Para Politikası Kurulu, Merkez Bankası Kanunu'nda 2001 yılında yapılan değişiklik sonucu kurulmuştur. Kurul TCMB Başkanı, 4 Başkan Yardımcısı, Banka Meclisince kendi üyeleri arasından seçilen bir üye ve Başkan'ın önerisi üzerine müşterek kararla atanan bir üye olmak üzere toplam 7 kişiden oluşmakta, TCMB Başkanı Kurul'a da başkanlık etmektedir.

Kurul faiz kararlarını alırken orta vadeli bir bakış açısıyla, gelecek dönemdeki enflasyon görünümüne odaklanmaktadır (Kara ve Orak, 2008).

Toplantıda alınan faiz kararı kısa gerekçesi ile birlikte aynı gün içerisinde bir basın duyurusu ile Banka'nın internet sayfasında ilan edilmekte, duyurunun İngilizce çevirisi ise yine aynı akşam internet sayfasına konulmaktadır. Para politikası Kurulu Toplantı Özeti ise 8 iş günü içerisinde İngilizce çevirisi ile birlikte Merkez Bankası internet sayfasına konmaktadır.

- İletişim Politikası

Enflasyon Raporu enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle beraber para politikasının temel iletişim aracı olmuştur. Bu rapor Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarında olmak üzere yılda dört defa yayımlanmaktadır.

Enflasyon Raporunda enflasyonun seyri ile genel makroekonomik ve finansal gelişmelerin kapsamlı olarak ele alınmasının yanı sıra Merkez Bankası'nın enflasyon tahminlerine de yer verilmektedir. Raporda ayrıca para politikasının gelecekteki seyrine ilişkin risk faktörleri ve bu risklerin gerçekleşmesi halinde Merkez Bankası'nın uygulayabileceği politika tepkileri ile bu tahminlere temel oluşturan faiz politikası varsayımı da niteliksel olarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

Burada üzerinde durulması gereken diğer bir husus ise Enflasyon Raporunda enflasyon gelişmeleri ele alınırken Özel Kapsamlı TÜFE Göstergeleri (ÖKTG)'ye atfedilen önemdir. TÜFE enflasyonu geniş kapsamlı bir sepeti dikkate aldığından para politikasının kontrolünde olmayan unsurlar tarafından etkilenebilmektedir. Bu nedenle para politikasının denetimi dışında kalan unsurları hariç tutarak hesaplanan ÖKTG, ana enflasyon eğiliminin daha iyi anlaşılabilmesi açısından Merkez Bankası'nın enflasyon analizinin ve iletişim politikasının bir parçası olarak kullanılmaktadır.

Enflasyon raporu, enflasyon hedeflemesinin en önemli unsurlarından olan iletişim politikasının önde gelen araçlarından biri olmasının yanı sıra hesap verebilirlik mekanizması açısından da büyük öneme sahiptir. Bu bağlamda rapor, enflasyonun hedeflerden sapması ya da gelecekte sapmasının öngörülmesi durumunda, sapmanın nedenleri ile enflasyonu hedeflere yakın tutmak için alınan ve alınması muhtemel önlemleri de içermektedir.

Para politikası toplantılarında konuşulan konuları ve yapılan analizleri içeren toplantı özetleri de önemli iletişim araçlarından bir tanesidir.

Merkez Bankası Başkanı tarafından uygulanan ve uygulanacak olan para politikası hakkında Bakanlar Kurulu'na ve Türkiye Büyük Millet Meclisi Plan ve Bütçe Komisyonu'na yılda ikişer defa yapılan sunumlar da hesap verebilirlik mekanizmasının bir parçası olmaları dışında iletişim politikasının da önemli araçlarından biridir.

2006 yılı Temmuz ayından bu yana enflasyon verilerinin açıklanmasını takip eden iki iş günü içinde yayımlanan ve aylık enflasyon verilerinin doğru anlaşılmasına katkıda bulunmayı amaçlayan "Aylık Fiyat Gelişmeleri" raporu da büyük öneme sahip iletişim araçlarından biridir.

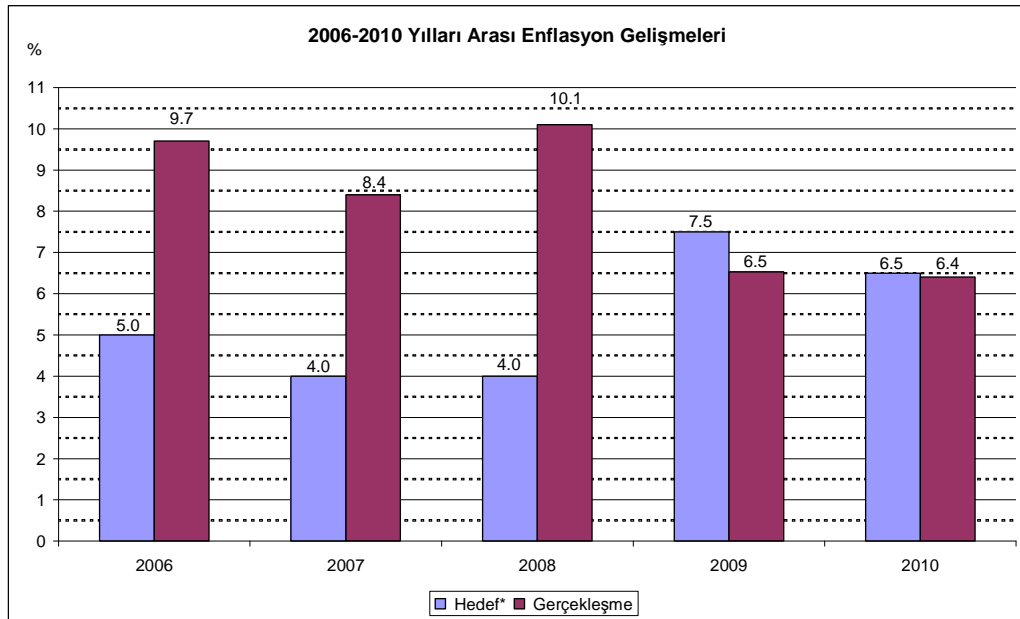
Diğer bir iletişim aracı ise, yılda iki kez yayımlanan ve enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşmasında büyük öneme sahip olan finansal sisteme ilişkin ayrıntılı analizleri içeren "Finansal İstikrar Raporu"dur.

İletişim politikasının önemli bir ayağını ise Merkez Bankası yetkililerinin zaman zaman çeşitli üniversiteler ve sivil toplum örgütlerinde yaptıkları ve para politikalarını ve ekonomideki gelişmeleri ele aldıkları sunum ve konuşmalar oluşturmaktadır.

Merkez Bankası'nın uyguladığı politikaları kamuoyuna anlatmakta kullandığı diğer iletişim araçları ise yapılan basın toplantıları, hazırlanan teknik raporlar, yayımlanan araştırma tebliğleri ve kitapçıklar, düzenlenen konferans ve çalıştaylar ile Banka'nın internet sitesidir.

2.5.2.2. Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Dönemi Gelişmeleri

Çalışmanın birinci bölümünde de bahsedildiği gibi Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejimine çok başarılı geçen bir örtük enflasyon hedeflemesi rejimi döneminin ardından geçilmiştir. 2002 yılı başında %70’lerin üzerine çıkmış olan TÜFE enflasyon oranı 2005 Aralık ayına gelindiğinde %7.7 düzeyine gerilemiş ve enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli olan koşulların çoğu 2002 yılında sağlanamamışken 2005 yılı sonunda koşulların büyük bir bölümü sağlanmıştır. Dolayısıyla iç dinamikler açısından baktığımızda enflasyon hedeflemesi rejimine çok doğru bir zamanlamayla geçildiği söylenebilir. Ancak, enflasyon hedeflemesine geçilen dönem uluslararası koşullar bakımından çok talihsiz bir döneme denk gelmiş, Türkiye ekonomisi bu rejime geçişin daha ilk aylarından itibaren bir dizi şokla karşılaşmıştır. Büyük ölçüde para politikasının denetimi dışındaki unsurlardan kaynaklanan ve uzun süre kalıcı olan bu şoklar rejimin ilk üç yılında enflasyon hedeflerinin ciddi bir biçimde aşılmasına sebebiyet vermiştir (Grafik 2.5).

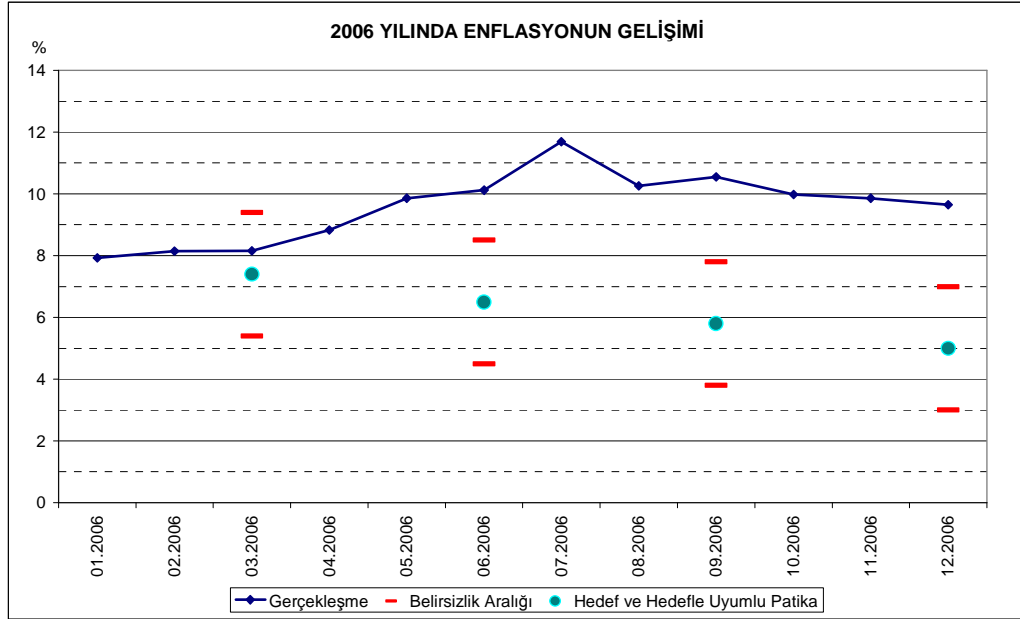


Grafik 2.5 : 2006–2010 Yılları Arası Enflasyon Hedef ve Gerçekleşmeleri

*2009 ve 2010 yılları için orijinal hedefler %4'er iken, Haziran 2008'de yapılan revizyonla hedefler sırasıyla %7.5 ve %6.5'a çekilmiştir.

Kaynak: TCMB

Enflasyon hedeflemesi rejiminin maruz kaldığı ilk ciddi şok, 2006 yılının Mayıs-Haziran döneminde küresel likidite koşullarının gelişmiş ülkeler lehine değişmesi ve bunun sonucunda Türkiye'nin dâhil olduğu gelişmekte olan birçok ülkeden sermaye çıkışlarının başlaması olmuştur. Bu dönemde YTL'nin yaklaşık %30 civarında değer kaybetmesi, enflasyonda artışa neden olan birincil unsur olmuştur. YTL'nin değer kaybına, o dönemde ortaya çıkan kuraklıktan ötürü gıda fiyatlarında görülen sert artışlar ve yaşanan finansal türbülansın yarattığı belirsizlik ortamı da eklenince enflasyon ciddi biçimde yükselmiş ve enflasyon beklentileri büyük ölçüde bozulmuştur (Grafik 2.6 ve 2.7).

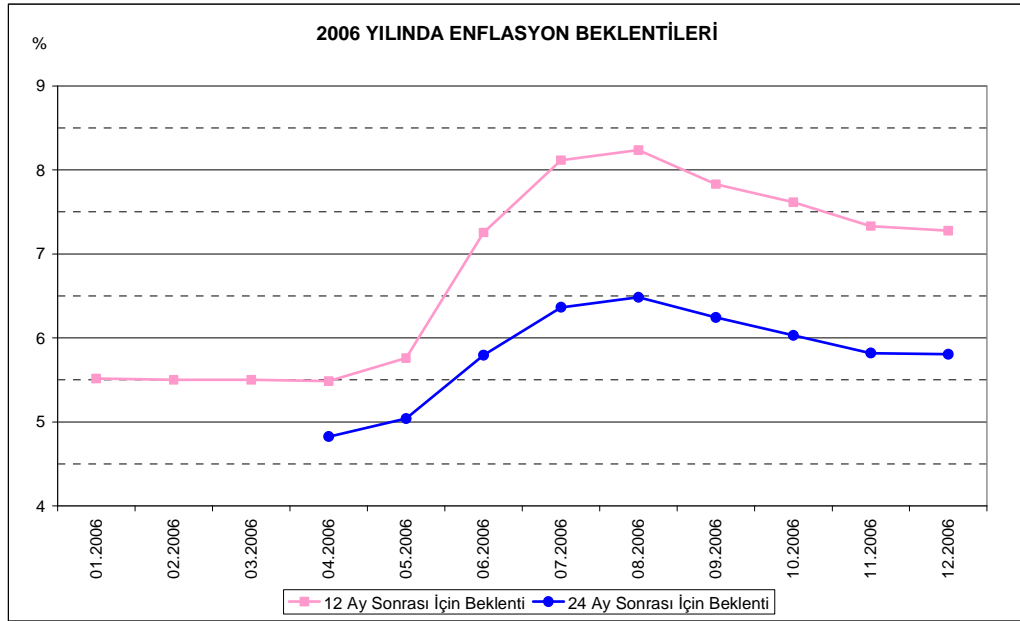


Grafik 2.6 : 2006 Yılında Enflasyonun Gelişimi

Kaynak: TCMB

Merkez Bankası orta vadede enflasyon eğiliminin hedeflerle uyumlu kalmasını sağlamak ve beklentilerdeki bozulmanın fiyatlamaya davranışları üzerinde kalıcı etkiler oluşturmasını engellemek amacıyla 2006 Haziran'ında belirgin bir parasal sıkılaştırmaya giderek politika faiz oranlarını önce 175, ardından da 225 baz puan artırmıştır. Merkez Bankası faiz artışı ile yetinmemiş, YTL ve döviz likiditesine ilişkin de çeşitli düzenlemeler yapmıştır. Merkez Bankası'nın aldığı bu önlemler kısa bir süre içerisinde etkisini

göstermiş, Eylül ayından itibaren enflasyon beklentileri yeniden gerilemeye başlamıştır.



Grafik 2.7 : 2006 Yılında Enflasyon Beklentilerinin Gelişimi

Kaynak: TCMB

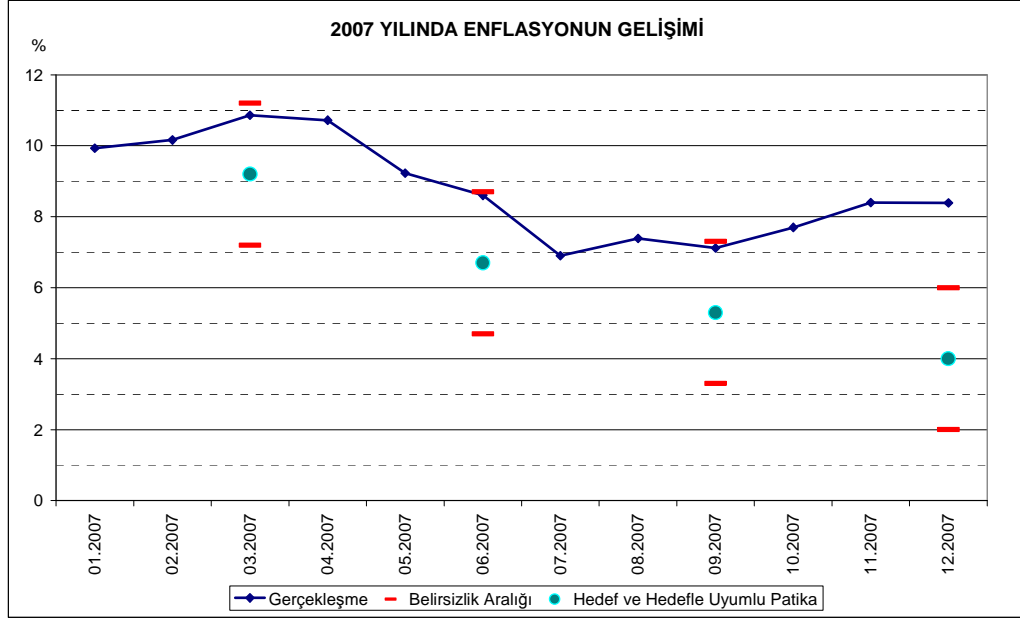
Sonuç olarak Nisan ayından itibaren hedefle uyumlu patikadan gittikçe uzaklaşan enflasyon oranı Temmuz ayında %12'lere yaklaşmış, sonrasında düşüğe geçmiş olmasına rağmen 2006 yılını %9.65 gibi %5'lik hedefin oldukça üzerinde bir seviyede tamamlamıştır. Beklentiler tarafında da benzer bir durum gözlenmiş Mayıs ayından itibaren bozulmaya başlayan 12 ay ve 24 ay sonrasının enflasyon beklentileri Ağustos ayında zirve yapmış, sonrasında ise alınan politika önlemlerinin tesiriyle düşerek yıl sonunu sırasıyla %7.3 ve % 5.8 seviyelerinde tamamlamışlardır. 2007 ve 2008 yılları için enflasyon hedefinin %4 olduğu göz önüne alındığında beklentilerin kontrol altına alınmış olmalarına rağmen yine de hedeflerden ne kadar uzak oldukları ortaya çıkacaktır.

2007 yılı analiz edildiğinde enflasyonun yüksek seyretmesine neden olan sebeplerin başında gıda fiyatlarındaki gelişmeler gelmektedir. 2007 yılında yaşanan kuraklık sonrası tarım ürünlerinin rekoltesinde yaşanan düşüşler arz yönlü bir şok oluşturmuş, dünyada artan gıda talebi ve tarımsal emtia fiyatlarındaki artışlar gibi uluslararası gelişmelerin de tesiriyle hem

işlenmemiş hem de işlenmiş gıda fiyatları olumsuz etkilenmiştir (TCMB, 2008b). Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerin harcama sepetlerinde gıdanın ağırlığının fazla olması nedeniyle, bu gelişmelerin enflasyon üzerindeki etkisi çok yüksek olmuş, yıl sonu itibariyle enflasyonun 3.4 puanı yalnızca gıda fiyatlarındaki artışlardan kaynaklanmıştır. 2007 yıl sonu enflasyon hedefinin %4 olduğu dikkate alınır, bu durumun doğurduğu olumsuz sonuçlar daha kolay tahmin edilebilecektir.

2007 yılında enflasyondaki düşüşü engelleyen diğer önemli bir unsur ise enerji ve yönetilen/yönlendirilen fiyat ayarlamaları olmuştur. 2007 yılında yalnızca ham petrol fiyatlarındaki %50 civarındaki artış, akaryakıt ürünlerinden alınan özel tüketim vergisindeki ayarlamalar ve kuraklık nedeniyle belediyelerin su fiyatlarına yaptığı artışlarla birleşince, yıl sonu enflasyonu üzerinde enerji grubundaki fiyat gelişmelerinin katkısı 1.6 puana ulaşmıştır.

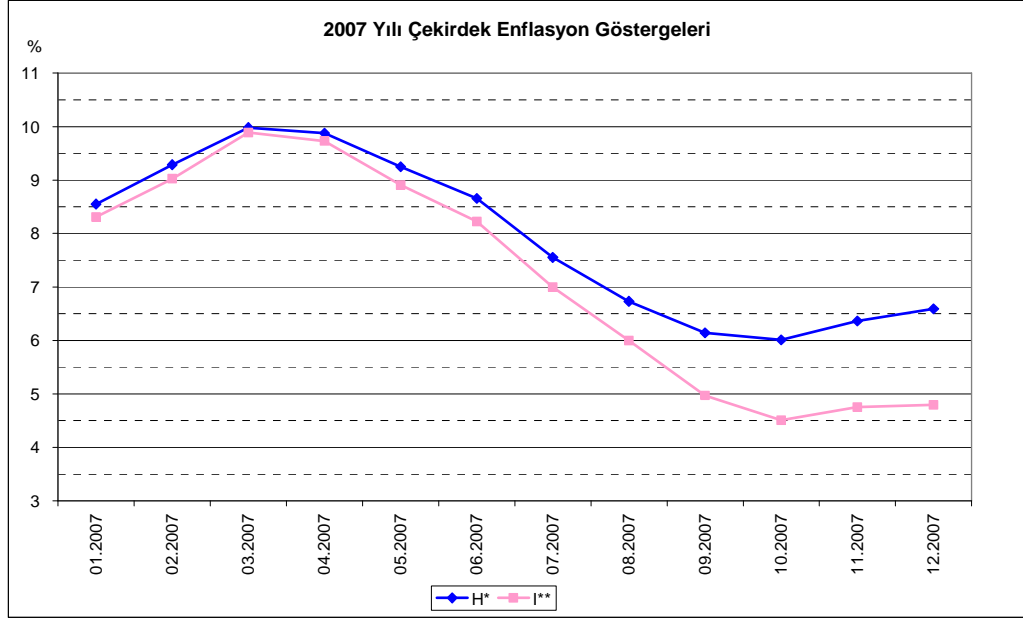
Enerji, gıda ve diğer emtia fiyatlarındaki yükselmeler yalnızca Türkiye’de değil tüm dünya genelinde enflasyon üzerinde baskı yaratmış, hatta 2007 geneline bakıldığında Türkiye’de enflasyon diğer ülkelere göre daha olumlu seyretmiştir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmekte olan ülkelerin ortalama enflasyonu 2006 yıl sonundaki %3.4 seviyesinden 2007 yılı sonunda %5.1 seviyesine çıkarken, Türkiye’de aynı dönemde enflasyon %9.7 seviyesinden %8.4 düzeyine gerilemiştir (Grafik 2.8). Yine de ilk üç çeyrek itibariyle belirsizlik aralığının içinde kalan enflasyonun yıl sonunda hedeften aşırı sapsmış olması Merkez Bankası’nın işini ciddi biçimde güçleştirmiştir.



Grafik 2.8 : 2007 Yılında Enflasyonun Gelişimi

Kaynak: TCMB

Özellikle 2007 yılında enflasyonu besleyen unsurların para politikası kontrolü dışındaki kalemlerden oluşması sonucunda Merkez Bankası iletişim politikasında enerji ve gıda fiyatlarını dışlayan temel (çekirdek) enflasyon göstergelerine sıkça atıfta bulunmaya başlamış, bu kalemlerdeki fiyat gelişmelerinin geçici olacağı varsayımı altında enflasyonun yeniden düşüş eğilimine gireceğini ve ekonomik birimlerin orta vadeye odaklanmaları gerektiğini vurgulamıştır. Gerçekten de bu göstergeler ele alındığında enflasyonun geçici arz şoklarından etkilenerek artmış olduğu, temel enflasyon göstergeleri üzerinde bir baskı olmadığı rahatlıkla söylenebilir. Gıda ve enerji fiyatları hariç tutularak hesaplanan “H” ve “I” enflasyon göstergelerinin gelişimi incelendiğinde her ikisinin 2007 yılının ilk aylarında arttığı daha sonra ise düşerek 2007 yılını sırasıyla %6.6 ve %4.8 seviyelerinde tamamladıkları görülmektedir (Grafik 2.9). Merkez Bankası temel enflasyon göstergelerinde görülen belirgin yavaşlama üzerine para politikasındaki sıkılaştırmayı kademeli olarak azaltmaya karar vermiş ve Eylül ayından yıl sonuna kadar toplam 175 baz puan faiz indirimine gitmiştir.



Grafik 2.9 : 2007 Yılında Çekirdek Enflasyon Göstergelerinin Gelişimi

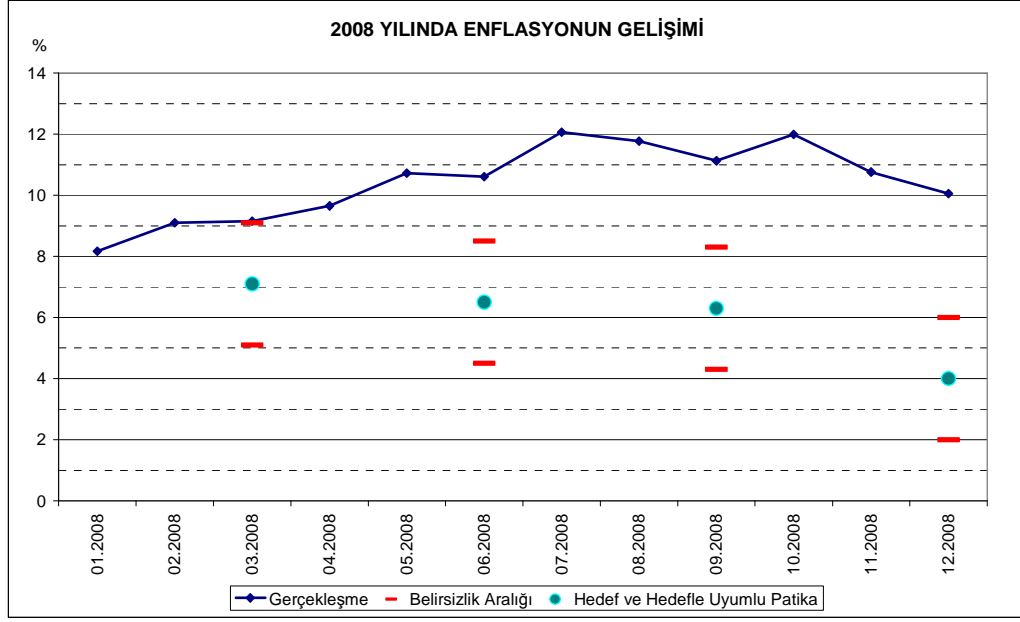
* H: Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, işlenmemiş gıda ürünleri ve altın hariç TÜFE

** I: Enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içecekler, tütün ürünleri ve altın hariç TÜFE

Kaynak: TCMB

2007 yılında olduğu gibi 2008 yılında da yurtiçi enflasyon gelişmeleri üzerinde küresel ekonomideki gelişmelerin daha çok etkili olduğu söylenebilir. Son çeyreğe kadar gıda ve enerji fiyatlarında tüm ekonomilerde sert artışlar görülmüş, son çeyrekte ise küresel finansal krizin derinleşmesi ve dünya genelinde görülen belirgin yavaşlama ile birlikte bu kalemlerin artış hızında ciddi gerilemeler gözlenmiştir. Son çeyrekteki yavaşlamaya rağmen bu kalemlerin yılın genelinde enflasyona yaptıkları doğrudan katkı yaklaşık 6.2 puan olmuştur (TCMB, 2009b).

Gıda ve enerji kalemleri kaynaklı arz şoklarının beklenenden daha kalıcı olması, zamanla beklentilerin bozulmasına ve bu kalemlerdeki yükselişin ekonominin genelindeki fiyatlara yansımaya başlamasına neden olmuştur. Bu gelişmeler altında enflasyon daha ilk çeyrekte itibaren hedefle uyumlu patikanın belirsizlik aralığının dışına çıkmış ve son aylardaki gerilemeye rağmen yılı %10.1 gibi çok yüksek bir seviyede tamamlamıştır (Grafik 2.10).



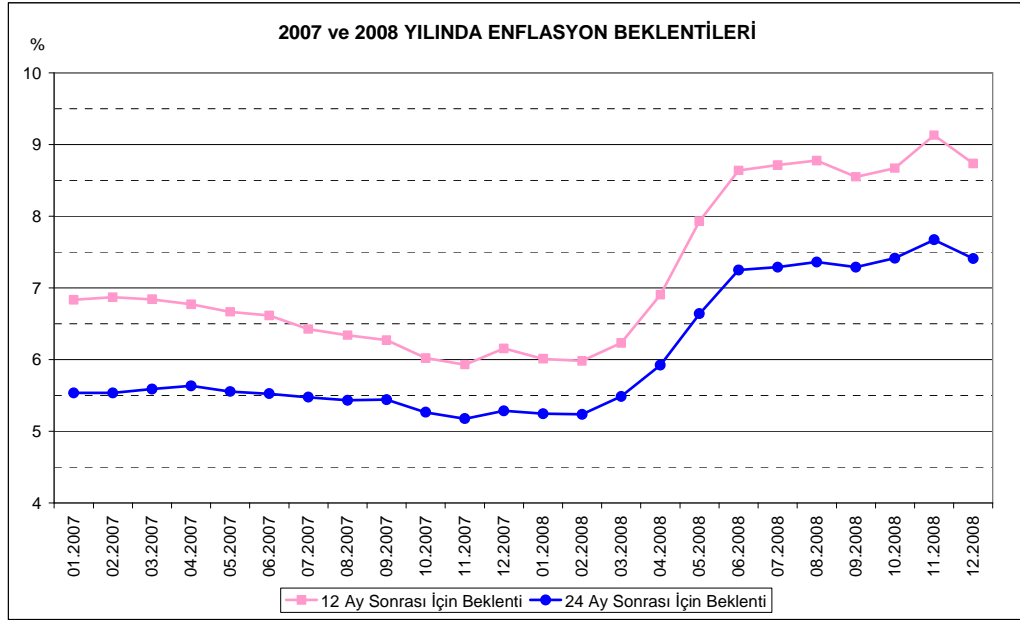
Grafik 2.10 : 2008 Yılında Enflasyonun Gelişimi

Kaynak: TCMB

Küresel piyasalarda yaşanan gelişmelere 2008 yılı başında ortaya çıkan yurtiçi siyasi belirsizlikler de eklenmiş, bunun neticesinde Türk Lirası enflasyon hedeflemesi döneminde ikinci kez çok ciddi bir değer kaybına uğramış ve yeniden enflasyonu besleyen önemli kalemlerden biri olmuştur. Tüm bu gelişmeler 2007 yılı boyunca kontrol altında tutulması başarılı enflasyon beklentilerinin 2008 yılı Mart ayından itibaren yükselmeye başlamasına ve Haziran ayı itibariyle 12 ay sonrası enflasyon beklentisinin %8.6'ya, 24 ay sonrası için ise %7.3'e çıkmasına neden olmuştur (Grafik 2.11).

Enflasyon hedeflerinin iki yıl üst üste belirgin olarak aşılması ve üçüncü yıl aşılacağına da hemen hemen kesinleşmiş olması ekonomik birimlerin hedeflere olan güvenini büyük ölçüde sarsmış, beklentiler şekillendirilirken enflasyon hedeflerinin referans olarak alınması terk edilmeye ve yine enflasyonun kalıcı ve yüksek olduğu dönemlerdeki gibi geçmiş dönem enflasyonu referans olarak alınmaya başlanmıştır. Merkez Bankası bu durumun devam etmesi halinde enflasyon hedeflemesi rejimine olan güvenin giderek sarsılacağını ve enflasyonla mücadelenin maliyetinin artacağını öngörerek, enflasyon hedeflerinin yeniden ekonomik birimler

tarafından referans alınmasını sağlamak ve uygulanan rejime güvenilirliği yeniden tesis etmek amacıyla 2009–2010 yılları için hedeflerin güncellenmesini Hükümet'e önermiştir. Hükümet de bu teklifi uygun bulmuş, 2009 ve 2010 yılları için %4 olan yıl sonu enflasyon hedefleri sırasıyla %7.5 ve %6.5'a revize edilmiş, ayrıca 2011 yılı içinde yeni hedeflerle uyumlu olarak %5.5 hedefi belirlenmiştir.



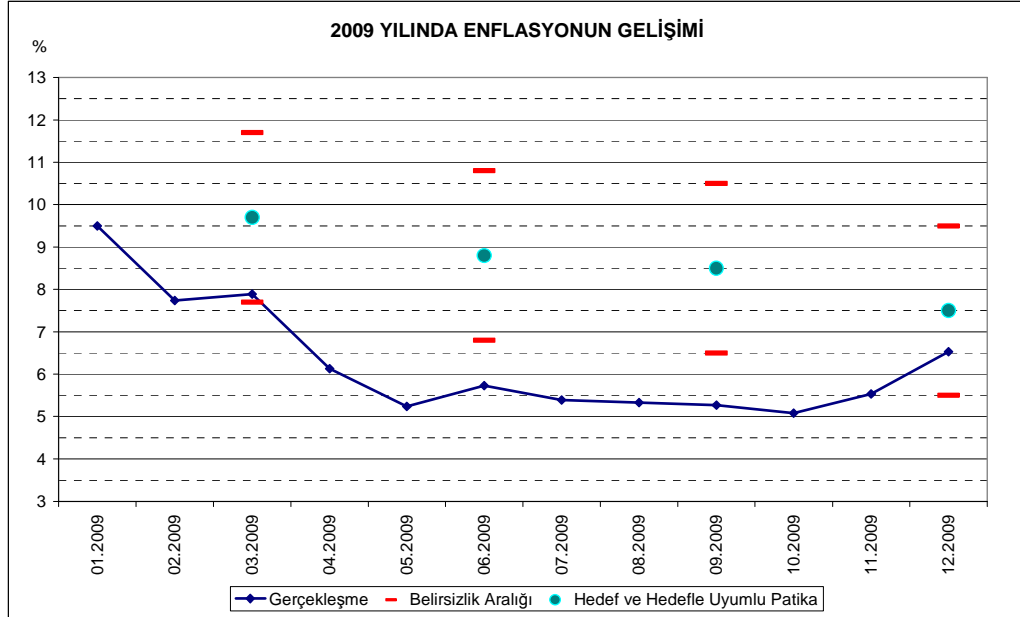
Grafik 2.11 : 2007 ve 2008 Yılında Enflasyon Beklentilerinin Gelişimi

Kaynak: TCMB

Merkez Bankası sadece bu önlemlerle de yetinmemiş hedef değişikliğinin daha gevşek bir para politikası izleneceği şeklinde yorumlanmasının beklentileri daha da bozma ihtimalini göz önüne alarak parasal sıkılaştırmaya gitmiş ve Haziran ve Temmuz aylarında 100 baz puan faiz artırımını yapmıştır. Bunun yanı sıra uygulanan para politikası stratejisinin etkinliğini artırabilmek amacıyla Enflasyon Raporunda sunulan enflasyon tahminlerinin süresini de üç yıla uzatmıştır. Alınan bu önlemler enflasyon beklentileri üzerinde etkili olmuş, temmuz ayından itibaren enflasyon beklentilerindeki bozulma durmuştur.

2009 yılına gelindiğinde de enflasyon üzerinde etkili olan unsurlar arasında uluslararası piyasalarda yaşanan gelişmeler önde olmaya devam etmiştir. Gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlayıp 2008 yılı son

çeyreğinden itibaren tüm dünyayı kapsayacak şekilde derinleşen küresel krizin yansımaları, üçüncü çeyrekte azalmaya başlamış olsa da 2009 yılı boyunca etkisini sürdürmüştür. 2008 yılı son çeyreğinden itibaren toplam talepteki sert daralma ve emtia fiyatlarında gözlenen düşüş bütün dünyada enflasyon oranlarının hızla gerilemesine yol açmıştır. Bu dönemde ülkemizde de benzer bir eğilim gözlenmiştir. Krizin etkilerinin görülmeye başladığı dönem olan Ekim 2008'den Haziran 2009'a kadar geçen dönemde, yıllık enflasyondaki gerileme işlenmiş gıda grubunda 19 puana yaklaşırken, enerji grubunda 25 puana ulaşmıştır (TCMB, 2009c). Gerek iç talep, gerekse dış talepte yılın üçüncü çeyreğinden itibaren ılımlı bir toparlanma eğilimine girilmiş, iktisadi faaliyeti desteklemek amacıyla uygulanan geçici vergi indirimlerinin sona ermesi ve işlenmemiş gıda fiyatlarının yakın tarihin en yüksek artışlarını sergilemesi ile de birlikte yılın son çeyreğinde enflasyon oranı bir miktar yükselmiştir. Bu çerçevede Ekim 2008'de %12 düzeyine ulaşmış olan enflasyon oranı, Haziran 2009'a gelindiğinde %5.7'ye gerilemiş, ardından ise kısmi bir yükselişle 2009 yılını %6.5 seviyesinde, dolayısıyla %7.5'lik yıl sonu hedefinin 100 baz puan altında tamamlamıştır (Grafik 2.12).

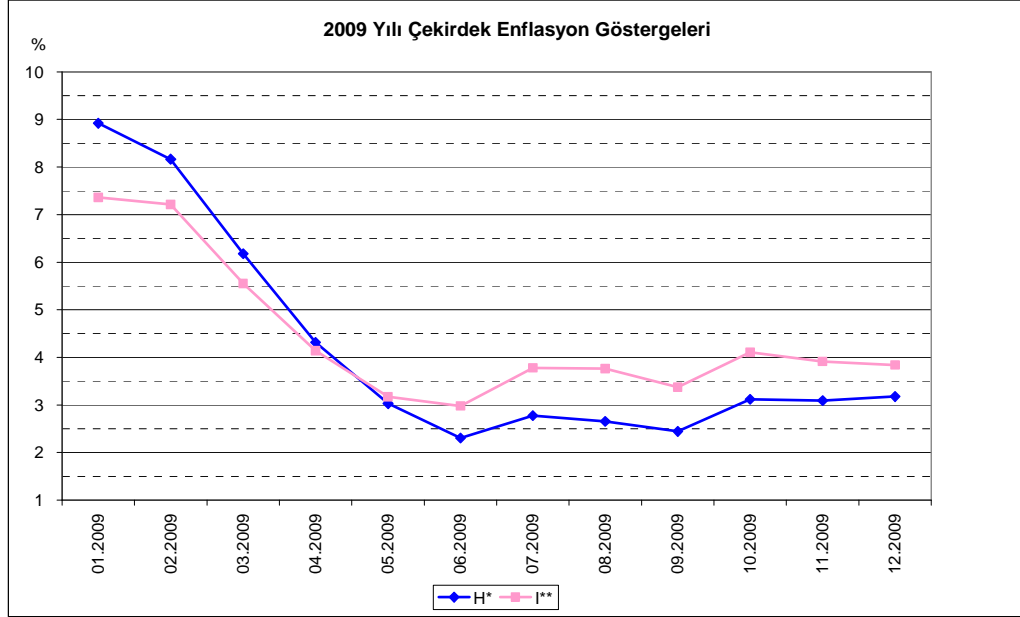


Grafik 2.12 : 2009 Yılında Enflasyonun Gelişimi

Kaynak: TCMB

Gıda ve enerji fiyatları hariç tutularak hesaplanan "H" ve "I" enflasyon göstergelerinin 2009 yılı gelişimi incelendiğinde ise her ikisinin de ilk altı ayda

keskin bir düşüş gösterdikleri, ardından ise nispi bir artışla 2009 yılını sırasıyla %3.2 ve %3.8 seviyelerinde tamamladıkları görülmektedir (Grafik 2.13).



Grafik 2.13 : 2009 Yılında Çekirdek Enflasyon Göstergelerinin Gelişimi

* H: Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, işlenmemiş gıda ürünleri ve altın hariç TÜFE

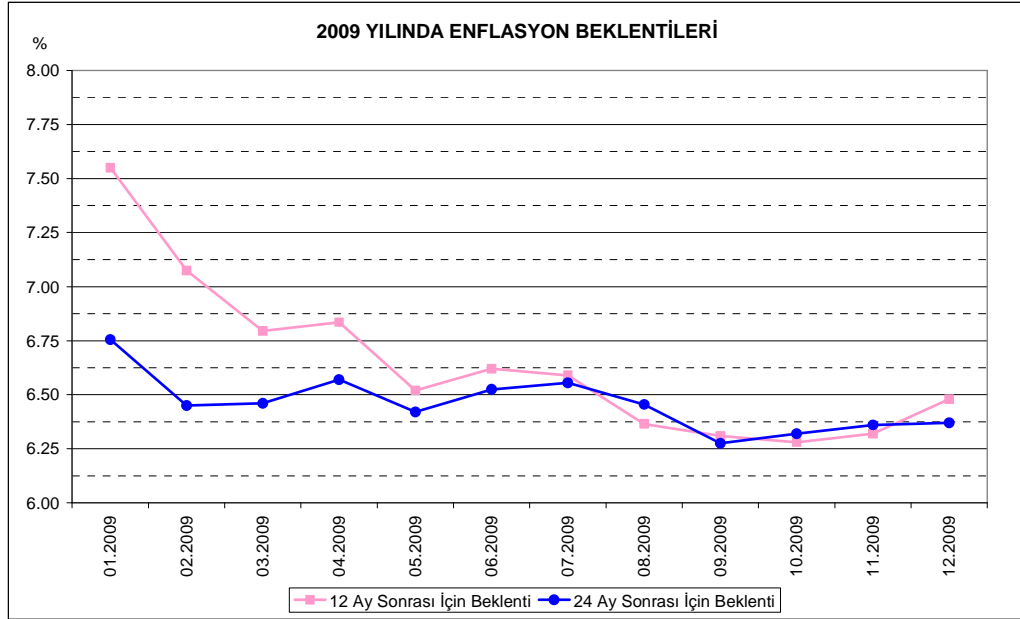
** I: Enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içecekler, tütün ürünleri ve altın hariç TÜFE

Kaynak: TCMB

Tüm bu gelişmeler karşısında Merkez Bankası çok aktif bir politika izlemiş, 2008 yılı son çeyreğinden itibaren enflasyonda hızlı bir düşüş olacağını öngörerek iktisadi faaliyet üzerinde oluşabilecek potansiyel tahribatı sınırlamaya odaklanmış, bu süreçte bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını süratli bir şekilde aşağı çekerken diğer yandan dengeleyici bir likidite politikası izleyerek kredi piyasasındaki tikanıklığı gidermeyi hedeflemiştir (TCMB, 2010a). Bu çerçevede Merkez Bankası, 2008 yılının Kasım ayından 2009 yılının Kasım ayına kadar politika faizini 1025 baz puanı indirmiştir.

2009 yılında enflasyon beklentilerinin gelişimi incelendiğinde, özellikle yılın ilk altı ayında enflasyonda görülen keskin düşüşe rağmen beklentilerde çok sınırlı bir gerileme olduğu, yılın son altı ayında ise beklentilerin neredeyse sabit kaldığı görülmektedir (Grafik 2.14). Yıl sonu itibarıyla 12 ay sonrası için beklentinin %6.5'e, 24 ay sonrası beklentinin ise

%6.4'e gelmiş olması göz önüne alındığında 2008 yılında büyük ölçüde hedeflerden uzaklaşmış olan beklentilerin yeniden hedeflerle uyumlu hale gelmiş olduğu söylenebilir. Buradan hareketle Merkez Bankası'nın bu dönemde göstermiş olduğu politika duruşunun piyasa tarafından da olumlu karşılandığı, büyük ölçekte yapılmış olan faiz indirimlerinin para politikasının gevşetilmesi şeklinde algılanmadığı ve Merkez Bankası'na olan güvenin yeniden tesis edildiği söylenebilir.



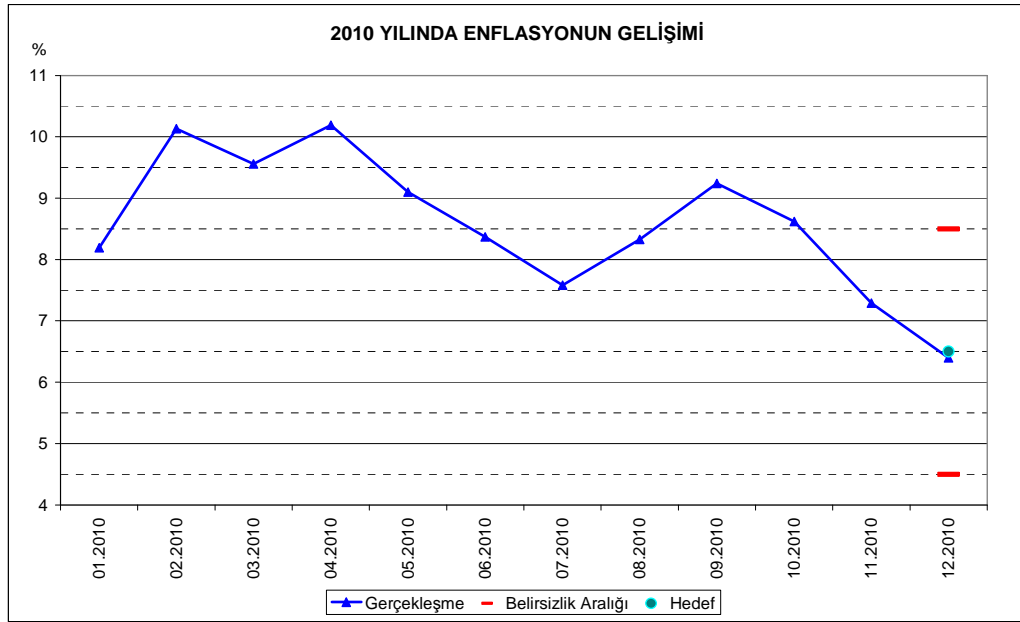
Grafik 2.14 : 2009 Yılında Enflasyon Beklentilerinin Gelişimi

Kaynak: TCMB

2010 yılında küresel ekonomi kademeli olarak toparlanmaya devam etmiş, gelişmiş ekonomilerde daha yavaş ve kırılğan bir görünüm arz eden bu süreç, gelişmekte olan ekonomilerde daha hızlı ve istikrarlı biçimde gerçekleşmiştir. Bu nedenle Türkiye de dâhil birçok gelişmekte olan ülkede üretim, kriz öncesi seviyelerinin üzerine çıkmıştır (TCMB, 2010b). Krizin etkilerinin hafiflemesini ve iktisadi faaliyetteki toparlanmayı dikkate alan Merkez Bankası "Çıkış Stratejisi"ni uygulamaya koymuş, piyasadaki likiditeyi kademeli olarak azaltırken zorunlu karşılık oranlarını da artırmıştır. Bu çerçevede gecelik borçlanma faiz oranlarını 2010 yılında 500 baz puan indirgen Merkez Bankası, ayrıca teknik faiz ayarlamasına gitmiş ve artık

politika faiz oranı olarak gecelik faiz oranının değil bir hafta vadeli repo ihale faiz oranının kullanılmasına karar vermiştir.

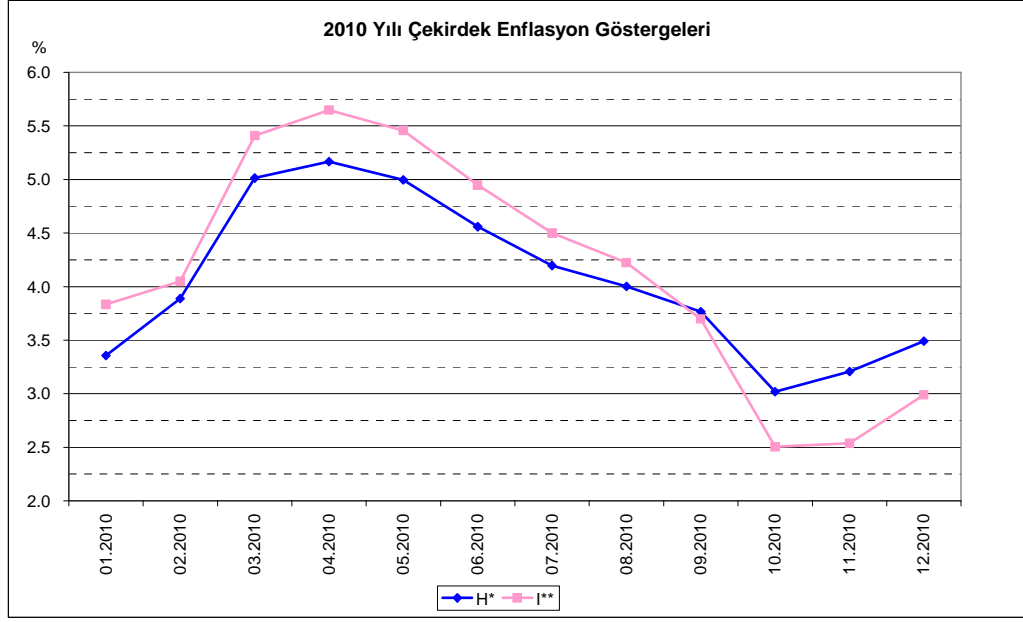
Ekonomideki canlanma ile birlikte yılın ilk aylarında yıllık %10 seviyesinin üzerine çıkan enflasyon oranı Para Politikası Çıkış Stratejisinin açıklandığı Nisan ayından itibaren düşmeye başlamış, yılın üçüncü çeyreğinde yeniden yükselmeye başlamasına rağmen, son çeyrekte ise tekrar düşüşe geçerek yılı hedefin 10 baz puan altında %6.4 seviyesinde tamamlamıştır (Grafik 2.15).



Grafik 2.15 : 2010 Yılında Enflasyonun Gelişimi

Kaynak: TCMB

Çekirdek enflasyon göstergelerinin 2010 yılındaki gelişimi incelendiğinde, ilk dört ayda yükselmiş olan bu göstergelerin Merkez Bankası'nın çıkış stratejisini uygulamaya başlamasıyla birlikte düşüş trendine girdiği, hatta "I" endeksi kullanılarak hesaplanan enflasyon oranının ekim ayında tarihinin en düşük seviyesi olan %2,5 seviyesine gerilediği görülmektedir (Grafik 2.16).



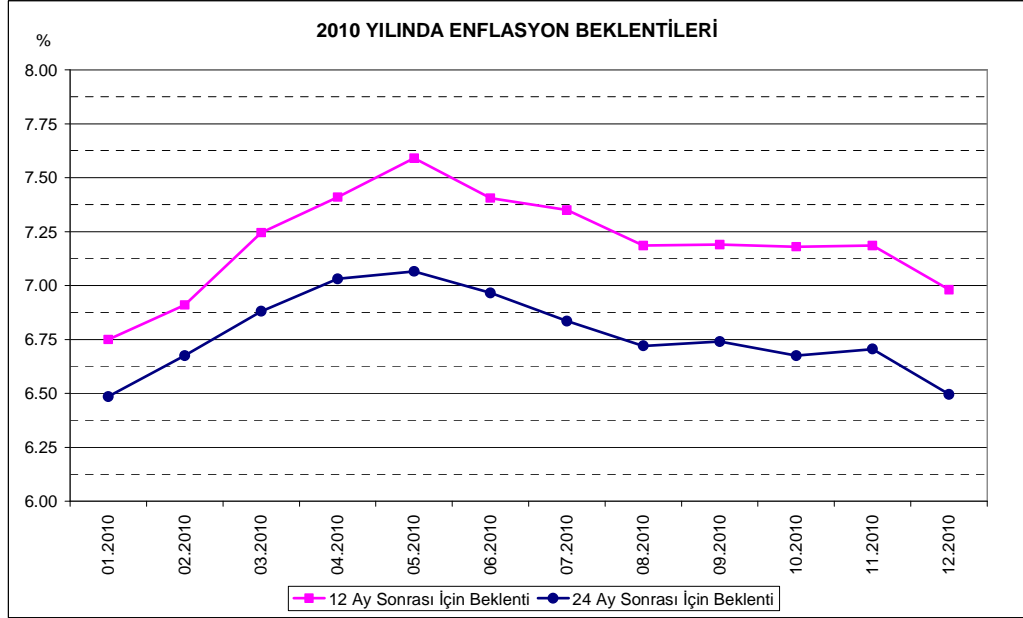
Grafik 2.16 : 2010 Yılında Çekirdek Enflasyon Göstergelerinin Gelişimi

* H: Enerji, alkollü içecekler, tütün ürünleri, işlenmemiş gıda ürünleri ve altın hariç TÜFE

** I: Enerji, gıda ve alkolsüz içecekler, alkollü içecekler, tütün ürünleri ve altın hariç TÜFE

Kaynak: TCMB

Enflasyon beklentilerinde de benzer bir eğilim gözlenmekte, 2010 yılının ilk aylarında artışa geçen beklentilerin Mayıs ayından itibaren düşmüş oldukları dikkati çekmektedir (Grafik 2.17).



Grafik 2.17 : 2010 Yılında Enflasyon Beklentilerinin Gelişimi

Kaynak: TCMB

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ENFLASYON HEDEFLEMESİ REJİMİNİN BAŞARISININ DEĞERLENDİRİLMESİ

Enflasyon hedeflemesi rejimi de diğer para politikası uygulamaları gibi ilk gündeme geldiği günden itibaren olumlu eleştiriler almasının yanı sıra olumsuz eleştirilere de maruz kalmış, bu politikanın uygulanabilirliği, etkinliği, başarısı gibi hususlar devamlı olarak sorgulanmıştır. Özellikle bir ülkenin bu rejimi benimsemesinden önce geçen süreçte, söz konusu ülke için bu politikanın uygulanabilir olup olmadığı, ülkenin bu politikayı uygulayabilmek için geçerli ön koşullara sahip olup olmadığı ve bu politikanın benimsenmesinin ülke ekonomisi için bir faydasının olup olmayacağı gibi hususlar tartışılmıştır. Bu politikanın uygulamaya konulmasının ardından ise politikanın ülke ekonomisinde beklenen sonuçları verip vermediği, yani başarılı olup olmadığı hususu, hem akademik yazında hem de piyasa ve kamu kurumlarının araştırmalarında konu edilmiştir. Diğer birçok konuda olduğu gibi bu konuda da araştırmalar öncelikle gelişmiş ülkeleri konu almış, gelişmekte olan ülkeler daha sonra incelenmeye başlanmıştır. Bu durumun bir nedeni de bu politikanın öncelikle bir gelişmiş ülke olan Yeni Zelanda tarafından benimsenmiş olması olabilir.

Uygulanan tüm ekonomi politikaları gibi bu politikanın da başarısının sağlıklı olarak değerlendirilebilmesi için uygulamaya geçilmesinin üzerinden yeterli sürenin geçmiş olması yani yeterli veri setine sahip olunması gerekir. Bu nedenle bu politika ilk olarak 1990'lı yıllarda yaygın olarak benimsenmeye başlanmış olmasına rağmen politikanın başarısını değerlendiren çalışmalar genel olarak 2000'li yıllarda ortaya konulmaya başlanmıştır.

Türkiye'de enflasyon hedeflemesi rejimi her ne kadar 2002–2005 yılları arasında “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak uygulanmaya başlanmış olsa da, resmi olarak enflasyon hedeflemesi rejiminin para politikası olarak

belirlendiği yıl 2006'dır. Bu gerekçeden ötürü Türkiye'de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı, bildiğimiz kadarıyla şu ana kadar sadece iki akademik çalışmaya konu olmuştur. Bunlardan birincisi olan Akyazı ve Ekinci (2008) çalışmasında gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye'de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin performansları karşılaştırılmıştır. İkinci çalışma ise enflasyon hedeflemesinin enflasyon performansı, faiz oranı, döviz kuru ve büyüme performansları üzerindeki etkisini analiz eden Eroğlu (2009) çalışmasıdır. Ancak bu çalışmada açık enflasyon hedeflemesi döneminde yeterli veri setinin oluşmadığı gerekçesiyle enflasyon hedeflemesi dönemi örtük enflasyon hedeflemesi dönemini de içerecek şekilde 2002 yılından başlatılmıştır. Bu tez çalışması ise, 2010 yılının sona ermesi ile beraber açık enflasyon hedeflemesinde beş yılın tamamlanmış olması göz önüne alınarak, bu rejimin başarısını değerlendirebilmek için yeterli veri setinin oluştuğu düşüncesi ile hazırlanmıştır. Bu çalışma metodolojik açıdan da söz konusu iki çalışmadan ayrılmaktadır.

Bu bölümde öncelikle enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısının değerlendirilmesi konusunda akademik yazında yer alan çalışmalar yöntemleri ve sonuçları itibariyle analiz edilecek, ardından ise tezin asıl konusunu oluşturan Türkiye örneğinde enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısının değerlendirilmesi hususuna geçilecektir.

3.1. Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Başarısının Değerlendirilmesi Konusundaki Literatür

Enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısının değerlendirilmesi konusunda genel olarak iki farklı yaklaşımın benimsendiği görülmektedir. Bu yaklaşımlardan birincisinde enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkeler ile enflasyon hedeflemesini benimsemeyen ülkelerin performansları karşılaştırılmakta ve bu karşılaştırmanın sonuçlarına dayanılarak enflasyon hedeflemesinin başarılı olup olmadığı değerlendirilmektedir. İkinci yaklaşımda ise enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen ülke veya ülkeler kendi içinde değerlendirilmekte rejimle hedeflenen amaçlara ulaşıp ulaşılmadığına bakılarak ya da rejim öncesi dönem ile rejim sonrası dönem

performansları karşılaştırılarak enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı değerlendirilmektedir.

Birinci yaklaşımı benimseyen çalışmalara örnek Corbo, Landerretche ve Schmidt-Hebbel (2002) çalışması gösterilebilir. Bu çalışmada enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerin performansı, bu rejimi benimseme potansiyeli olan ülkeler ve benimsemeyen ülkeler olmak üzere iki kontrol grubunun performansları ile karşılaştırılmıştır. Bu çalışmanın sonuçları şöyledir: Enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerin hedefleri tutturmada çok başarılı oldukları, ayrıca çıktı ödünleşme oranlarının da her iki kontrol grubunkinden de düşük olduğu bulunmuştur. Enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerde endüstriyel çıktının oynaklığının ise rejimin benimsenmesinden sonra düşerek rejimi benimsemeyenlerin seviyelerine yaklaştığı görülmüştür. Ayrıca yine rejimi benimseyen ülkelerin enflasyon tahmin hatalarının devamlı düşerek zaten düşük seviyelerde olan rejimi benimsemeyen endüstrileşmiş ülkelere yaklaştığı saptanmıştır. Başka bir saptama ise enflasyon hedeflemesini benimseyenlerin gitgide kredibilite kazandıkları, bunun sonucunda ise daha küçük faiz oranı değişiklikleri ile enflasyon hedeflerini tutturmalarının mümkün olduğudur.

Enflasyon hedeflemesinin enflasyon beklentilerinin şekillenmesindeki rolünü inceleyen Johnson (2002) çalışması da bu yaklaşımın örneklerindedir. Enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerde enflasyon beklentilerinin seviyesinde ciddi bir düşüş yaşandığı, enflasyon hedeflemesinin daha küçük tahmin hatalarıyla daha büyük düşüşlerin yaşanmasına imkân tanıdığı, ancak enflasyon hedeflemesine geçilmesinin ardından enflasyon tahminlerinin dağılımında ise ek bir düşüş yaşanmadığı çalışmanın bulguları arasındadır.

Levin, Natalucci ve Piger (2004) çalışması da bu kategoride değerlendirilebilecek olan çalışmalardandır. Bu çalışmada enflasyon hedeflemesini benimseyen 5 endüstrileşmiş ülke ile benimsemeyen 7 endüstrileşmiş ülke karşılaştırılmış; bu rejimi benimsemeyen ülkelerde enflasyon tahminleri ile geçmiş dönem enflasyonunun üç yıllık hareketli ortalaması arasında hayli yüksek bir korelasyon bulunmasına rağmen, rejimi benimseyen ülkelerde böyle bir ilişki bulunamamış, böylelikle enflasyon

hedeflemesinin uzun dönem enflasyon beklentilerinin oluşmasında önemli bir role sahip olduğu sonucuna varılmıştır. Ayrıca enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerde enflasyon katılığının daha düşük olduğu ortaya konmuştur.

Bu yaklaşımın diğer bir örneği ise Wu (2004) çalışmasıdır. Çalışmada enflasyon hedeflemesini benimseyen ve benimsemeyen toplam 22 Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ülkesinin enflasyon performansları ele alınmaktadır. Ortalama enflasyon seviyesinin rejimi benimseyen ülkelerde düşmüş olması ve bu durumun başlangıçtaki enflasyonun etkisinden arındırılarak yapılan analizde de korunuyor olması, dolayısıyla da bu düşüşün sadece ortalamaya dönüş sürecinden kaynaklanmaması, gerçek bir düşüşü göstermesi çalışmanın sonuçlarından biridir. Çalışmanın diğer bir sonucu ise rejimi benimseyen ülkelerdeki enflasyon düşüşünün, bu ülkelerde nominal faiz oranlarının artırılması yoluyla reel faiz oranlarında yaşanan artıştan kaynaklanıyor olduğu iddiasının gerçeği yansıtmadığının tespit edilmesidir.

IMF (2005) çalışmasında da gelişmekte olan ülkeler için enflasyon hedeflemesinin performansı analiz edilmiş, bu amaçla enflasyon hedeflemesini benimseyen 13 gelişmekte olan ülke ile benimsemeyen 22 gelişmekte olan ülkenin performansları karşılaştırılmıştır. Bu karşılaştırma neticesinde enflasyon hedeflemesi uygulayanların uygulayanlara göre daha düşük enflasyon seviyesine, daha düşük enflasyon beklentilerine ve daha düşük enflasyon oynaklığına kavuşmuş oldukları tespit edilmiştir. Enflasyon hedeflemesinin çıktı üzerinde olumsuz bir etkiye sahip olmadığı ve faiz oranları, döviz kurları ve uluslar arası rezervlerin oynaklıkları üzerinde de daha olumlu sonuçlar verdiği de bu çalışmanın değerlendirmeleri arasındadır. Ayrıca merkez bankası ve hükümetin, para politikasının temel amacı olarak fiyat istikrarının önemi konusunda anlaşılıyor olmaları durumunda, enflasyon hedeflemesine başarıyla geçebilmek için kurumsal, teknik ve ekonomik önkoşulların tamamen sağlanmış olmasına da gerek olmadığı, başarıyı getirecek olanın rejimin benimsenmesinin ardından yapılacak kurumsal

değişiklikler konusunda otoritelerin iyi bir planlama yapmış olmaları ve bu konudaki taahhütlerine uymaları olduğu tespiti de yapılmıştır.

Vega ve Winkelried (2005) çalışmasında da enflasyon hedeflemesini benimseyen ve benimsemeyen ülkeler karşılaştırılmış, enflasyon hedeflemesinin enflasyonun seviyesinin ve oynaklığının düşürülmesine yardımcı olduğu, ayrıca enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelere enflasyon sürekliliğini düşürdüğü tespit edilmiştir.

Yine bu kategoride değerlendirilebilecek diğer bir çalışma ise Batini ve Laxton (2006) çalışmasıdır. Enflasyon hedeflemesini benimseyen 13 gelişmekte olan ülke ile bu rejimi benimsemeyen 22 gelişmekte olan ülkenin performanslarını karşılaştırdıkları çalışmalarında, rejimi benimseyen ülkelerin rejimi benimsedikten sonraki dönemde rejimi benimsemeyen ülkelere göre enflasyon seviyesini, enflasyon beklentilerini ve enflasyon oynaklığını daha çok düşürmüş olduklarını göstermişlerdir. Çalışmada ayrıca reel çıktı açığı oynaklığının, nominal döviz kuru oynaklığının, reel faiz oynaklığının da rejimi benimseyen ülkeler de daha düşük olduğu ortaya konulmuş, böylece enflasyona ilişkin başarının reel çıktı dengesinin veya diğer makro değişkenlerin aleyhine olmadığı sonucuna varılmıştır.

Mishkin ve Schmidt-Hebbel (2007) çalışması da bu kategoriye giren çalışmalardandır. Çalışmada enflasyon hedeflemesi uygulayan 21 ülke ile uygulamayan 13 ülkenin performansları karşılaştırılmıştır. Çalışmanın sonucunda enflasyon hedeflemesinin uzun vadede düşük enflasyona ulaşılmasına, petrol fiyatı ve döviz kuru şoklarından daha az etkilenilmesine, para politikası bağımsızlığının güçlenmesine, para politikasının etkinliğinin artmasına ve hedeflenen seviyede enflasyon gerçekleştirmelerinin elde edilmesine yardımcı olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca enflasyon hedeflemesinin faydalarının dezenflasyon sürecine giren ve istikrarlı enflasyon hedefleri belirleyebilen ülkeler için daha fazla olduğu da ortaya konmuştur. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin zaman serilerine bakılarak ulaşılan bu olumlu sonuçlara rağmen bu ülkelerin, enflasyon hedeflemesini benimsemeyen ve her biri endüstrileşmiş ülkeler olan kontrol grubuna göre genel olarak daha iyi bir para politikası performansı sergilemedikleri de

çalışmada belirtilmiştir. Ancak, enflasyon hedeflemesinin, bu rejimi uygulayan ülkelerin performansının kontrol grubunun performansına yaklaşmasına yardımcı olduğu ifade edilmiştir. Son olarak ise dışsal enflasyonist şokların kontrol altına alınmasında ve böylece enflasyon oynaklığının azaltılmasında enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin kontrol grubuna göre daha başarılı oldukları analizi yapılmıştır.

Broto (2008) çalışması da enflasyon hedeflemesini uygulayan 5 Latin Amerika ülkesi ile bu politikayı uygulamayan 3 Latin Amerika ülkesinin enflasyon seviyesi, enflasyon oynaklığı ve enflasyon oynaklığının sürekliliği bakımlarından performanslarını karşılaştırmıştır. Bu çalışmada da enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerin rejimi benimsedikten sonra belirtilen üç yönde de daha iyi bir performans sergiledikleri ortaya konmuştur. Ancak çalışmanın sonucunun bir nedensellik içermediği, yani iyi performansın nedeninin tamamen enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinden kaynaklandığı şeklinde bir önermenin yapılamayacağı da ifade edilmiştir.

Enflasyon hedeflemesinin mali disiplin üzerindeki etkisini inceleyen Tapsoba (2009) çalışması da bu kategoride yer alır. Enflasyon hedeflemesini benimseyen ve benimsemeyen toplam 58 ülkenin analize dâhil edildiği bu çalışmaya göre, tüm ülkeler göz önüne alındığında mali disiplinin sağlanmasında, enflasyon hedeflemesinin diğer rejimlere bir üstünlüğü bulunmamaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkeler için enflasyon hedeflemesinin mali disiplinin sağlanmasında daha fazla olumlu etkisi olduğu, bu etkinin bu rejimi esnek olarak uygulayan ülkelerde daha kuvvetli olarak görüldüğü de çalışmada ortaya konmuştur. Ayrıca enflasyon hedeflemesinin mali disiplin üzerindeki etkisinin heterojen olduğu; bu etkinin merkez bankasının bağımsızlık derecesine, finansal derinleşme düzeyine, ne kadar süredir bu rejimin benimsendiğine göre değişkenlik arz ettiği de çalışmanın sonuçları arasında yer almaktadır.

Enflasyon hedeflemesini benimseyen ve benimsemeyen ülkelerin kriz zamanlarındaki performanslarını karşılaştıran Filho (2010) çalışması da bu kategoride yer almaktadır. Çalışmada enflasyon hedeflemesini

benimseyen ülkelerin para politikalarının krizlerle başa çıkmak için daha uygun olduğu sonucuna varılmıştır.

Ball ve Sheridan (2003) çalışması ise yine bu kategoride yer alan ama sonuçları itibariyle diğer çalışmalardan ayrılan bir çalışmadır. Çalışmada enflasyon hedeflemesinin enflasyon, çıktı ve faiz oranları üzerindeki etkisi incelenmiştir. 90'lı yılların başlarından itibaren hem rejimi benimseyen ülkelerde hem de benimsemeyenlerde birçok yönden performans artışı olduğu, rejimi benimseyenlerde bazı konularda -mesela ortalama enflasyonun daha çok düşmesi- daha büyük ilerleme yaşandığı ancak, bunun 90'lı yıllar öncesinde bu ülkelerin performanslarının rejimi benimsemeyen ülkelerin performanslarından daha kötü olmasından kaynaklandığı, yani aslında bunun sadece bir ortalamaya dönüş süreci olduğu çalışmanın saptamaları arasında yer almaktadır.

Bu kategoride yer alan ve sonuçları itibariyle enflasyon hedeflemesinin lehinde olmayan diğer bir çalışma da Angeriz ve Arestis (2005a) çalışmasıdır. Bu çalışmada enflasyon hedeflemesini benimseyen 10 OECD ülkesi ile enflasyon hedeflemesini benimsemeyen Amerika ve Avrupa Birliği'nin performansları karşılaştırılmıştır. Sonuç olarak enflasyon hedeflemesi ile düşük enflasyonun el ele gittiği, ancak enflasyon hedeflemesine zaten enflasyonun düşme trendine girmesinin ardından geçildiği için, bunun önemli bir göstere olmadığı, esas olarak enflasyon hedeflemesi dönemindeki farklılığın düşen enflasyon seviyesinin korunması olduğu ortaya konmuştur. Ancak ardından enflasyon hedeflemesini benimsemeyen ülkelerin de düşük enflasyona ulaşma ve sürdürme konusunda başarılı oldukları ortaya konarak, düşük enflasyonu sürdürmek için bu enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemeye gerek olmadığı sonucuna varılmıştır. Angeriz ve Arestis (2005b) bu konudaki ikinci çalışmalarında bu kez enflasyon hedeflemesini benimseyen 14 gelişmekte olan ülke ile yine Amerika ve Avrupa Birliği'nin performanslarını karşılaştırmışlar ve ilk çalışmalarındaki sonuçların aynalarına ulaşmışlardır. Yani enflasyon hedeflemesini benimseyen gelişmekte olan ülkelerde de enflasyon konusundaki ilerleme tespit edilmiş, ama benzer performansın bu

rejimi benimsemeyen ülkeler tarafından da gösterilmiş olduğu ileri sürülerek enflasyon hedeflemesine gerek olmadığı sonucuna varılmıştır.

Bu yaklaşımı benimseyen ancak sonuçları itibarıyla bu konudaki çalışmaların genelinden ayrılan diğer bir çalışma da Willard (2006) çalışmasıdır. Çalışmada enflasyon hedeflemesinin 1990'larda gelişmekte olan ülkelerde yaşanan enflasyon düşüşünde etkisi olduğuna dair sadece zayıf bir kanıtın olduğu, ancak enflasyon hedeflemesinin bazı faydalarının olduğu, bunun da enflasyonun maliyetleri ve bu maliyetlerin düşürülmesi gerektiği konusuna odaklanılmasına neden olduğu ortaya konmuştur.

Birinci yaklaşımı benimseyen Lin ve Ye (2007) çalışması da enflasyon hedeflemesi aleyhine sonuçlar içermektedir. Çalışmada enflasyon hedeflemesinin bu rejimi benimseyen 7 endüstrileşmiş ülkenin enflasyon seviyesinde veya enflasyon değişkenliğinde önemli bir etkiye sahip olmadığı sonucuna varılmıştır.

İkinci yaklaşıma örnek olarak Schmidt-Hebbel ve Tapia (2002) çalışması verilebilir. Bu çalışmada Şili'nin enflasyon hedeflemesine geçilmesinden sonra daha istikrarlı bir enflasyona kavuştuğu, enflasyon hedeflemesinin; enflasyonu ve enflasyon beklentilerini düşürmesinin yanı sıra döviz kuru şoklarının ve çekirdek enflasyon dışı şokların enflasyonist etkilerini azaltarak parasal kredibilitiyi artırdığı, bu rejimle birlikte döviz kurunun enflasyona geçiş etkisinin azaldığı ortaya konmuştur.

Fraga, Goldfajn ve Minella (2003) çalışması da bu kategoride değerlendirilebilir. Bu çalışmada enflasyon hedeflemesini benimseyen hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerin rejim öncesi ve sonrası dönemdeki enflasyon, faiz oranı, çıktı ve döviz kuru oynaklıkları karşılaştırılmış ve her iki grubun rejimin benimsenmesinden sonra daha iyi bir performans sergiledikleri, ancak gelişmiş ülkelerin performansının gelişmekte olan ülkelere göre daha iyi olduğu ortaya konmuştur.

İkinci yaklaşıma örnek olarak Johnson (2003) çalışması da gösterilebilir. Çalışmada enflasyon hedeflerinin beklenen enflasyonun seviyesi üzerindeki etkisi sorgulanmış, örnek olarak alınan 5 endüstrileşmiş

ülkenin 4'ünde hedeflerin enflasyon beklentilerinde düşüşe neden olduğu sonucuna varılmıştır.

Brezilya'da uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin ilk 3 yıldaki başarısını değerlendiren Minella vd. (2003) çalışması da bu yaklaşım içerisinde yer almaktadır. Bu dönemde, enflasyon hedeflemesinin beklentilerin şekillenmesinde önemli bir rol oynadığı, merkez bankasının enflasyon beklentilerine daha güçlü cevap verdiği, enflasyon sürekliliğinin düştüğü çalışmanın saptamaları arasında yer alan konulardır.

Sabban, Rozada ve Powell (2003) çalışması da bu kategorinin örneklerindedir. Enflasyon hedeflemesinin, reel ve nominal şokların yapıları üzerindeki etkilerinin; yani ikincil etkilerinin incelendiği çalışmada enflasyon hedeflemesini benimseyen 9 ülkenin 7 tanesinde ödünleşme oranı negatif çıkmıştır, yani enflasyon hedeflemesinin lehine çıkmıştır.

Kontonikas (2004) çalışması da bu yaklaşımın örneklerindedir. Çalışmada İngiltere'nin enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemesinin ardından gösterdiği enflasyon performansı analiz edilmiş ve enflasyonun bu dönemde büyük ölçüde daha az katılık gösterdiği ve daha az değişken olduğu tespit edilmiştir. Hatta bu dönemdeki düşük ortalama enflasyonun etkisi de göz önüne alınarak, enflasyon hedeflemesinin enflasyonun uzun dönem belirsizliği üzerindeki negatif etkisinin varlığı ortaya konmuştur.

Petursson (2004) çalışması da bu kategoride yer alır. Çalışmada enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerin; enflasyonun seviyesini ve oynaklığını düşürdükleri, enflasyonun düşük seviyesini daha rahat korudukları ve bu kazanımları düşük büyüme oranı veya yüksek iş çevrimleri değişkenliği maliyeti ile de yapmadıkları tespit edilmiştir.

Bu yaklaşıma bir örnek de Kim ve Park (2006) çalışmasıdır. Bu çalışmada enflasyon hedeflemesinin benimsenmesinin ardından Kore'de enflasyon seviyesinin ve oynaklığının düşmüş olduğu, bu düşüşün enflasyonist şokların azalmasından kaynaklanmadığı, enflasyon beklentilerinin enflasyonist şoklara daha az duyarlı hale geldiği ortaya

konmuş, dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin Kore'de fiyat istikrarının sürdürülmesinde etkili olduğu sonucuna varılmıştır.

Brezilya'da uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin performansını analiz eden Barbosa-Filho (2007) çalışması da bu kategoride değerlendirilebilir. Çalışmada; enflasyon hedeflemesinin 1999 ve 2002 krizlerinin ardından döviz kurunun değer kazanmasının da yardımı ile enflasyonu düşürmede başarılı olduğu, bu rejimde ekonomik büyümenin döviz kurunun hedeflendiği rejime göre daha yavaş olduğu ancak ekonomik büyümenin oynaklığının da daha düşük olduğu, enflasyon hedeflemesinin ekonomideki reel faiz oranlarını düşürdüğü saptamaları yapılmıştır.

Gelişmekte olan ülkelerde ve Türkiye'de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin performanslarının karşılaştırıldığı Akyazı ve Ekinci (2008) çalışması da bu yaklaşımı benimseyen çalışmalardandır. Çalışmada enflasyon hedeflemesi rejiminin gelişmekte olan ülkelerde enflasyonu düşürmede başarılı olduğu, enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı dönemde Türkiye'deki enflasyon değişkenliğinin gelişmekte olan ülkeler ortalamasının altında olduğu, ancak bunun yüksek bir enflasyon oranında sağlanmış olduğu ortaya konmuştur. Ayrıca enflasyon hedeflemesi sonrasında Türkiye'de ve diğer gelişmekte olan ülkelerde üretim değişkenliğinin de düşmüş olduğu çalışmanın bulguları arasındadır.

Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejimi'nin performansını analiz eden Eroğlu (2009) çalışması da bu kategoride yer alır. Çalışmanın sonuçları şöyle özetlenebilir: Enflasyon hedeflemesi uygulaması Türkiye'de enflasyon performansı, faiz oranı ve zayıf da olsa döviz kuru üzerinde olumlu etki yapmaktadır, ancak uygulamanın büyüme performansını olumlu etkilediği Türkiye için söylenememektedir.

Sonuç olarak bu çalışmaların sonuçları şöyle özetlenebilir. Çalışmaların genelinde enflasyon hedeflemesinin enflasyonun seviyesi, enflasyonun oynaklığı, enflasyon belirsizliği ve enflasyon beklentileri üzerinde olumlu bir etkiye sahip olduğu ortaya konmuştur. En azından enflasyon hedeflemesi rejimi sonrası dönemle enflasyon hedeflemesi öncesi dönem

karşılaştırıldığında tüm bu göstergeler açısından gelişme yaşandığı söylenmiştir. Ancak bazı çalışmalarda bu performans artışlarının enflasyon hedeflemesinden kaynaklanmadığı, konjonktürel olarak enflasyon hedeflemesinden bağımsız bir şekilde tüm dünyada bu göstergeler açısından bir performans artışı yaşandığı savunulmuştur. Enflasyon hedeflemesinin büyüme, faiz oranları ve döviz kuru üzerinde ise olumlu bir etkiye sahip olduğu tezi ise bazı çalışmalarda desteklenirken bazılarında desteklenmemektedir. Genel olarak bakıldığında her ne kadar çalışmaların çoğunda yer alan performans analizlerinde enflasyon hedeflemesi rejimi lehine bir durum ortaya çıkmış olsa da, bu durumun tamamen enflasyon hedeflemesi rejiminden kaynaklandığını söylemek mümkün olmamıştır. Bir ülkede değişen tek unsurun enflasyon hedeflemesine geçiş olmaması, maliye politikaları, iç ve dış konjonktür gibi birçok unsurun da değişmekte olması gibi nedenlerle, sadece enflasyon hedeflemesinin bu gelişmeleri sağladığını söylemek genel olarak benimsenen bir yaklaşım olmamıştır.

3.2. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Başarısının Değerlendirilmesi

3.2.1. Temel Göstergeler

Enflasyon hedeflemesinin başarılı olup olmadığını değerlendirmek adına ilk akla gelen yöntem enflasyon hedeflerinin tutturulup tutturulmadığına bakmaktır. Başarının tek kıstası hedeflerin tutturulması olsaydı Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin başarıyla uygulandığını söylemek mümkün olmazdı. Tablo 3.1’den görüleceği üzere enflasyon hedeflemesinin açık olarak resmi para politikası rejimi olarak benimsendiği 2006 yılından itibaren üç yıl üst üste hedefler tutturulamamış, yıl sonu enflasyon gerçekleştirmeleri üç yıl boyunca belirlenen üst sınırın dışında kalmıştır. Enflasyon gerçekleştirmelerinin alt ve üst sınırların içinde kaldığı, yani hedeflerin tutturulduğu yıllar sadece 2009 ve 2010 yılları olmuştur.

TABLO 3.1. ENFLASYON HEDEFLERİ VE GERÇEKLEŞMELERİ (%)

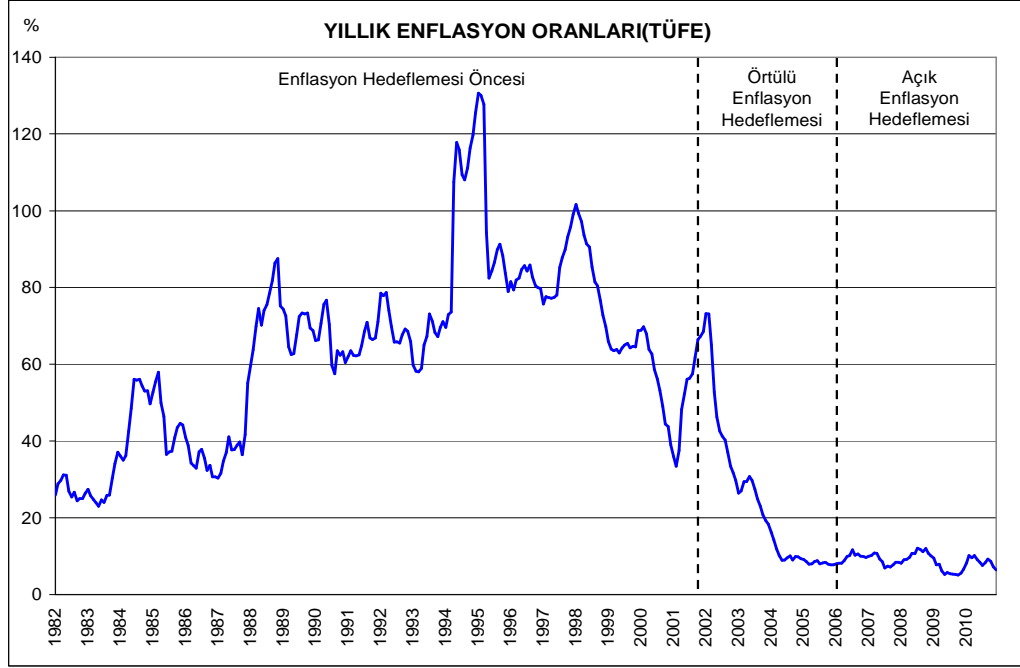
YIL	2006	2007	2008	2009	2010
GERÇEKLEŞME	9.7	8.4	10.1	6.5	6.4
ÜST SINIR	7.0	6.0	6.0	9.5	8.5
HEDEF	5.0	4.0	4.0	7.5	6.5
ALT SINIR	3.0	2.0	2.0	5.5	4.5

Kaynak: TCMB

Her ne kadar para politikasına olan güvenin tesisi adına hedeflerin tutturulamamış olması olumsuz bir durum olarak ortaya çıksa da, enflasyon hedeflemesi rejiminin başarılı olup olmadığına ilişkin olarak genel kabul gören görüş hedeflerin tutturulamamış olmasının rejimin başarısız olduğunu söylemek için yeterli olmadığıdır. Çalışmanın ikinci bölümünde bahsedildiği üzere enflasyonu belirleyen unsurlar arasında para politikasının kontrolü dışında olan birçok unsur bulunmaktadır. Bu nedenle hedeflerin tutturulamamasından daha önemli olan enflasyonun kontrolden çıkıp çıkmadığı ve para politikasının etkinliğini kaybedip kaybetmediğidir. Özellikle Türkiye gibi uzun dönem yüksek ve kronik enflasyonla yaşamış bir ülkede enflasyonun çok kısa bir zaman diliminde kontrol altına alınmasının ve fiyat istikrarına ulaşılmasının çok kolay olmadığı açıktır. Bu gerekçelerle enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısını değerlendirirken alternatif rejimlerin uygulandığı dönemlerle enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı dönemi enflasyon dinamikleri açısından karşılaştırmak literatürde yaygın olarak kullanılan bir yöntem olmuştur⁶.

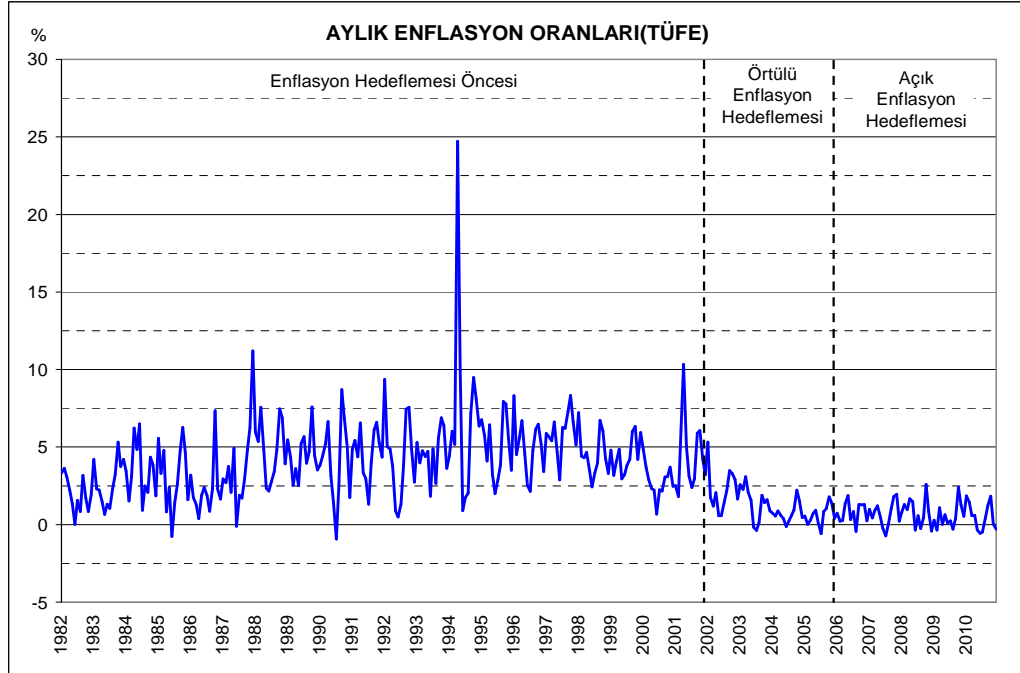
Grafik 3.1 ve Grafik 3.2'ye bakıldığında enflasyon hedeflemesi öncesi dönem olarak alınan 1982–2001 yılları arasında enflasyonun hem seviyesinin hem de oynaklığının çok yüksek olduğu görülmektedir. Söz konusu grafiklere bakarak örtülü enflasyon hedeflemesi dönemi olarak anılan 2002–2005 yılları arasında enflasyonun düşme trendine girdiğini, enflasyon hedeflemesi rejiminin açık olarak resmi para politikası stratejisi olarak uygulandığı 2006–2010 yılları arasında ise enflasyonun düşmüş olan seviyesini koruduğunu ve oynaklığının azaldığını söylemek mümkündür.

⁶ Bu yaklaşımı benimseyen çalışmalara örnek olarak Kim ve Park (2006), Kontonikas (2004) ve Eroğlu (2009) çalışmaları verilebilir.



Grafik 3.1 : Aylar İtibarıyla Yıllık Enflasyonun Gelişimi

Kaynak: TCMB

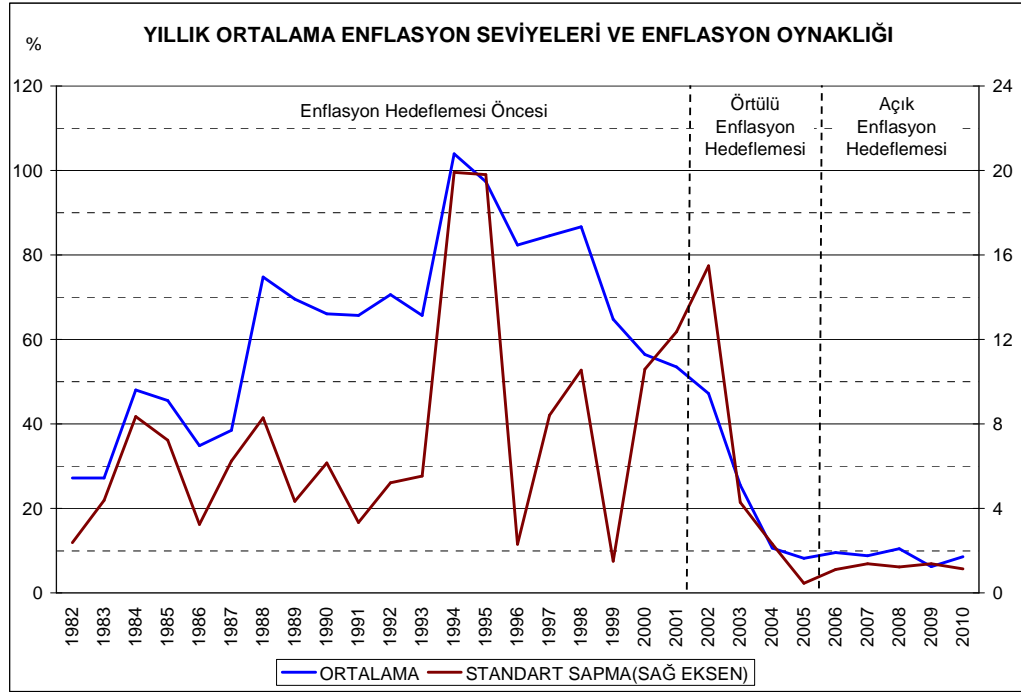


Grafik 3.2 : Aylık Enflasyonun Gelişimi

Kaynak: TCMB

Grafik 3.3 enflasyon seviyesi ve oynaklığının enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrasında nasıl bir seyir izlediğinin daha rahat görülebilmesine imkân tanımaktadır. Yıllık ortalama enflasyon oranlarının ve her yıl için ayrı

ayrı hesaplanan standart sapmaların gösterildiği Grafik 3.3'e bakıldığında enflasyonun dalgalı ve yüksek olarak seyrettiği enflasyon hedeflemesi öncesi dönemde enflasyon oynaklığının da dalgalı ve yüksek olarak seyrettiği, örtülü enflasyon döneminde enflasyonun seviyesinin ve oynaklığının düştüğü, açık enflasyon hedeflemesi döneminde ise enflasyonun seviyesinin ve oynaklığının düşük seviyelerini koruduğu rahatlıkla görülebilmektedir.



Grafik 3.3 : Yıllık Ortalama Enflasyon Seviyeleri ve Enflasyon Oynaklığı

Kaynak: TCMB

Dönemler itibariyle ortalama enflasyon seviyeleri ve oynaklıklarının özetlendiği Tablo 3.2'ye bakıldığında 1982–2001 döneminde %63.2 olan ortalama yıllık enflasyonun, 2002–2005 döneminde %22.9'a, 2006–2010 döneminde ise %8.7'ye; 1982–2001 döneminde %23.1 olan enflasyon oynaklığının ise, 2002–2005 döneminde %17.5'e, 2006–2010 döneminde ise %1.9'a gerilediği görülmektedir.

TABLO 3.2. DÖNEMLER İTİBARIYLA ORTALAMA ENFLASYON SEVİYELERİ VE OYNAKLIKLARI

DÖNEM	YILLIK ENFLASYON		AYLIK ENFLASYON	
	ORTALAMA (%)	STANDART SAPMA	ORTALAMA (%)	STANDART SAPMA
1982-2001	63.2	23.1	4.2	2.5
2002-2005	22.9	17.5	1.2	1.1
2006-2010	8.7	1.9	0.7	0.8

Kaynak: TCMB

Sonuç olarak hangi gösterim metodu seçilirse seçilsin enflasyon seviyesi ve oynaklığının enflasyon hedeflemesi döneminde düşmüş oldukları gayet açıktır. Ne var ki, enflasyona gelen daha zayıf ve daha seyrek şoklar da enflasyon seviyesinin ve oynaklığının azalmasına neden olmuş olabilir. Dolayısıyla, düşük enflasyon seviyesinin ve düşük enflasyon oynaklığının enflasyon hedeflemesinin başarısından kaynaklandığını söyleyebilmek için daha derin bir analiz yapılması gerekmektedir. Bu nedenle ilk olarak, enflasyon oynaklığının açıklanmasında enflasyonist şokların ve bu şokların yayılma etkisinin göreceli rollerini analiz edebilmek için bir enflasyon modeli tahmin edilecektir. Eğer enflasyonist şokların enflasyon hedeflemesi döneminde önceki döneme göre daha zayıf olduğu sonucuna varılırsa, enflasyon oynaklığının azalmasının enflasyon hedeflemesinden kaynaklandığını söylemek mümkün olmayacaktır (Kim ve Park, 2006). İkinci olarak ise enflasyon beklentileri analiz edilecek, enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon beklentilerinin, gerçekleşen enflasyona hassasiyetinde bir değişiklik olup olmadığına bakılacaktır. Eğer gerçekleşen enflasyon oranlarının enflasyon beklentilerini etkileme gücü azalmışsa enflasyon hedeflemesi döneminde para politikasına olan güvenin artmış olduğu, enflasyon beklentilerinin şekillenmesinde gerçekleşen enflasyonun rolünün azaldığı ve enflasyon hedeflerinin rolünün arttığı sonucuna ulaşmak mümkün olacaktır.

3.2.2. Veri

Bu çalışmada Türkiye İstatistik Kurumu (TÜİK) tarafından yayınlanan TÜFE ile hesaplanan aylık ve yıllık enflasyon oranları kullanılmıştır.

Enflasyon hedeflemesi dönemi olarak enflasyon hedeflemesinin resmi olarak para politikası rejimi olarak ilan edildiği 2006 yılı ve sonrası alınmıştır. Örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulandığı 2002–2005 döneminin bu analizde enflasyon hedeflemesi dönemi içerisinde kabul edilmemesinin nedeni, bu dönemde enflasyon hedeflerinin sadece bir gösterge olarak kabul edilmesi, Merkez Bankası'nın bu hedeflerin tutturulması adına bir taahhüdünün olmaması, dolayısıyla hedeflerin

tutturulamaması durumunda da hesap verme yükümlülüğünün olmamasıdır. Ayrıca çalışmanın ikinci kısmında açıklandığı üzere Türkiye’de 2002 yılında enflasyon hedeflemesi rejiminin doğrudan benimsenmeyip bir ara rejim olarak örtük enflasyon hedeflemesi rejiminin benimsenmiş olmasının nedeni, söz konusu dönemde enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli olan önkoşulların büyük ölçüde sağlanamamış olmasıdır. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısını net olarak analiz edebilmek için gereklilikleri, araçları, hedefleri ve sorumlulukları itibarıyla rejimin tam olarak uygulanmaya başlandığı 2006 yılı enflasyon hedeflemesinin başlangıç yılı olarak kabul edilmiştir.

Enflasyon hedeflemesi öncesi dönem olarak ise 1982–2005 yılları arası kabul edilmiştir. Bu dönemin başlangıç yılı olarak 1982 yılının alınmış olmasının en önemli nedeni 24 Ocak Kararları’nın ve 32 Sayılı Karar’ın uygulamaya konulmasıyla 1980 yılından itibaren Türkiye’nin açık piyasa ekonomisi haline gelmiş olmasıdır. Verinin 1980 değil de 1982’den başlatılmasının nedeni tamamen tekniktir. TÜİK 1978–1979 yıllarında 40 kentsel yerleşim yerini kapsayan yeni bir Hanehalkı Gelir ve Tüketim Harcamaları Anketi uygulamaya başlamış ve bu yılları baz alarak oluşturduğu yeni tüketici fiyatları endeksini ise 1982 yılında yayımlamaya başlamıştır. Bu nedenle de çalışmada kullanılan enflasyon verisi 1982 yılından başlamaktadır. TÜFE endeksinin baz yılı ve kapsamı 1980 sonrası dönemde de TÜİK tarafından 1987 yılında, 1994 yılında ve 2003 yılında olmak üzere üç kez değiştirilmiştir. Enflasyon serisini devamlılığı olan bir seri haline getirebilmek amacıyla bu endeks verileri, yeni endeksle hesaplanan aylık değişimlerin eski endekse eklenmesi yoluyla zincir haline getirilmektedir. Çalışmada bu yolla oluşturulmuş olan enflasyon endeks serisi kullanılmıştır.

Çalışmada enflasyon beklentileri olarak ise Merkez Bankası tarafından 2001 yılı Ağustos ayından bu yana yürütülmekte olan Beklenti Anketi verileri kullanılmıştır. Dolayısıyla enflasyon beklentileri analiz edilirken, enflasyon hedeflemesi öncesi dönem olarak 2001 Ağustos – 2005 Aralık arası dönem ele alınmıştır. Enflasyon hedeflemesi dönemi olarak ise yine 2006 yılı sonrası alınmıştır.

3.2.3. Enflasyon Sürekliliği ve Enflasyon Şokları

Enflasyon hedeflemesi eğer başarılı ise enflasyon sürekliliğini azaltmalı ve enflasyonist şokların yayılma etkisini zayıflatmalıdır. Enflasyon hedeflerine ulaşmak için daha istekli olunmasının ve enflasyon oranlarının hedef etrafında dengeye gelmesi için enflasyonist şoklara para politikası araçları ile cevap verilmesinin, enflasyon sürekliliğini azaltması ve enflasyonist şokların yayılma etkisini zayıflatması beklenir. Ayrıca para politikası otoritesinin enflasyon hedeflerine ulaşmak adına uyguladığı operasyonların kredibilitesi ölçüsünde, ekonomik ajanların enflasyon beklentilerini değiştirmemek suretiyle enflasyonist şoklara daha az hassas olması beklenir (Levin ve diğerleri, 2004).

Bu bölümde önce enflasyon sürekliliğinin enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası dönemdeki durumu analiz edilecek, ardından ise enflasyon oynaklığının oluşmasında enflasyonist şokların ve bu şokların yayılma etkisinin göreceli rolleri değerlendirilecektir. Bu analiz sayesinde enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon oynaklığının düşük olmasında, para politikasının ve enflasyonist şokların göreceli rollerini açıklamak mümkün olacaktır.

Tablo 3.3'te TÜFE endeksi kullanılarak hesaplanan aylık ve yıllık enflasyon oranlarının otokolerasyonları verilmiştir. Yıllık enflasyon oranlarına baktığımızda tüm gecikmelerdeki otokolerasyon seviyelerinin enflasyon hedeflemesi döneminde daha düşük olduğu görülmektedir. Aylık enflasyon verilerine bakıldığında aynı analizin geçerli olduğu, enflasyon hedeflemesi döneminde otokolerasyon seviyelerinin düşmüş olduğu görülmektedir. Sonuç olarak bu analize bakarak enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon sürekliliğinin azalmış olduğunu söylemek mümkündür.

TABLO 3.3. OTOKOLERASYONLAR

GECİKMELER	Yıllık Enflasyon Oranları (aylık veri)				Aylık Enflasyon Oranları (aylık veri)			
	1	3	6	12	1	3	6	12
1982-2005	0.98	0.91	0.82	0.62	0.54	0.18	0.33	0.39
2006-2010	0.88	0.54	0.03	-0.44	0.25	-0.22	0.18	0.37

Bu analizin sonuçlarını teyit etmek amacıyla literatürde daha yaygın olan bir yöntemle daha enflasyon sürekliliği tahmin edilmiştir. Bu yöntemde enflasyon sürekliliği (3.1) numaralı denklemle gösterilen AR(k) modeli ile tahmin edilmektedir.⁷

$$\pi_t = \mu + \sum_{j=1}^k \alpha_j \pi_{t-j} + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

(3.1) numaralı denklemde yer alan π_t , t zamanındaki enflasyon oranını, μ sabit terimi, α 'lar açıklayıcı değişkenlerin katsayılarını, ε_t ardışık bağımsız kalıntı terimini göstermektedir. Tahmin edilen α katsayılarının toplamı enflasyon sürekliliğini vermektedir. Model hem aylık enflasyon verileri hem de yıllık enflasyon verileri ile tahmin edilmiştir. Aylık enflasyon verileri ile tahmin edilen denklemde optimal gecikme uzunluğu (k) hem Akaike Bilgi Kriteri (AIC) hem de Schwarz Bilgi Kriteri'ne (SIC) göre 12 olarak tespit edilmiştir. Yıllık enflasyon verileri ile tahmin edilen denklemde ise optimal gecikme uzunluğu (k) AIC'ye göre 4, SIC'ye göre 2 olarak tespit edilmiştir. Sonuç olarak enflasyon sürekliliği aylık enflasyon verileri ile AR(12) modeli ile, yıllık enflasyon verileri ile ise AR(2) ve AR(4) modelleri ile tahmin edilmiştir. Tahmin edilen modellerin katsayıları Ek 1'de, enflasyon süreklilikleri ise Tablo 3.4'te yer almaktadır.

TABLO 3.4. ENFLASYON SÜREKLİLİĞİ TAHMİNLERİ

		1982-2005	2006-2010
AYLIK ENFLASYON	AR(12)	0.88	-0.34
	AR(2)	0.98	0.87
YILLIK ENFLASYON	AR(4)	0.99	0.81

Tablo 3.4'te yer alan sonuçlar, yukarıda sadece otokolerasyonlar kullanılarak yapılan analizin sonuçlarını teyit etmektedir. Hem aylık enflasyon verileri hem de yıllık enflasyon verileri ile tahmin edilen modellerin sonuçlarına göre, enflasyon sürekliliğinin enflasyon hedeflemesi döneminde düşmüş olduğu tespit edilmiştir.

⁷ Levin, Natalucci ve Piger (2004) çalışmasında da bu yöntem kullanılmıştır.

Enflasyonist şokların ve bu şokların yayılma etkisinin enflasyon oynaklığı üzerindeki göreceli rollerini tespit edebilmek amacıyla aşağıda yer alan tek değişkenli otoregresif modeller tahmin edilmiştir:

$$\pi_t = \mu + \beta_1\pi_{t-1} + \beta_2\pi_{t-6} + \beta_3\pi_{t-9} + \beta_4\pi_{t-12} + \varepsilon_t \quad (3.2)$$

$$\Delta\pi_t = \theta + \alpha_1\Delta\pi_{t-1} + \alpha_2\Delta\pi_{t-12} + u_t \quad (3.3)$$

(3.2) numaralı denklemde yer alan π_t , t zamanındaki aylık enflasyon oranını, μ sabit terimi, β 'lar açıklayıcı değişkenlerin katsayılarını, ε_t kalıntı terimini göstermektedir. (3.3) numaralı denklemde yer alan $\Delta\pi_t$, t zamanındaki yıllık enflasyon oranının birinci farkını, θ sabit terimi, α 'lar açıklayıcı değişkenlerin katsayılarını, u_t kalıntı terimini göstermektedir. Yıllık enflasyonun birinci farkının alınmasının nedeni, yıllık enflasyon serisinin birim kök içermesi, yani durağan olmamasıdır.⁸ Seriyi durağan hale getirmek amacıyla birinci farkı alınmıştır. Denklemlerde yer alan bağımlı değişkenlerin hangi gecikmelerinin açıklayıcı değişken olarak yer alacağı adimsal en küçük kareler yöntemi ile tespit edilmiştir. Tüm açıklayıcı değişkenlerin %1 seviyesinde anlamlı olduğu tespit edilmiştir.⁹ Denklemlerde yer alan ε_t ve u_t enflasyona gelen şokları temsil etmektedir. Denklemlerde yer alan enflasyonun toplam varyansı, enflasyonist şoklardan kaynaklanan kısım ε_t / u_t ve şokların yayılmasından kaynaklanan kısım olarak ayrıştırılabilir.

TABLO 3.5. ENFLASYON ŞOKLARINDAN KAYNAKLANAN ENFLASYON OYNAKLIKLARI

Aylık enflasyon oranları (aylık veri)				
	OYNAKLIK	ŞOKLAR	YAYILMA	ORAN
1982-2005	2.59	2.05	1.58	0.63
2006-2010	0.79	0.67	0.42	0.72
Yıllık enflasyon oranları (1.farkları) (aylık veri)				
	OYNAKLIK	ŞOKLAR	YAYILMA	ORAN
1982-2005	4.45	3.65	2.54	0.67
2006-2010	0.87	0.70	0.51	0.65

⁸ ADF yöntemi ile yapılan birim kök testi sonuçları Ek 2'de yer almaktadır.

⁹ Model sonuçları Ek 3'de yer almaktadır.

Tablo 3.5'te enflasyon serisinin standart sapması (oynaklık), enflasyonist şokların standart sapması (şoklar), enflasyonun enflasyonist şokların yayılmasından kaynaklanan standart sapması (yayılma) ve enflasyonist şokların varyansının enflasyonun toplam varyansına oranı (oran) yer almaktadır. Aylık enflasyon verisiyle elde edilen sonuçlara bakıldığında enflasyon hedeflemesi döneminde hem enflasyonist şokların hem de şokların yayılma etkisinin azalmış olduğu, ancak enflasyonist şokların varyansının enflasyonun varyansına oranının enflasyon hedeflemesi döneminde artmış olmasından hareketle yayılma etkisindeki azalmanın şoklardaki azalmadan daha fazla olduğu söylenebilir. Yıllık enflasyon verisiyle elde edilen sonuçlara bakıldığında ise yine enflasyon hedeflemesi döneminde hem enflasyonist şokların hem de şokların yayılma etkisinin azalmış olduğu, ancak az bir farkla şoklardaki azalmanın yayılma etkisindeki azalmadan daha fazla olduğu görülmektedir. Bu sonuçlara bakarak enflasyonun oynaklığındaki azalmanın büyük ölçüde enflasyonist şoklardaki azalmadan kaynaklanmadığı söylenebilir. Bu sonuçlar; enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonun oynaklığında görülen azalmanın sadece enflasyonist şoklardaki azalmadan kaynaklandığı tezinin doğru olmadığını, enflasyon hedeflemesinin enflasyon oynaklığındaki azalmaya katkı yaptığını göstermektedir.

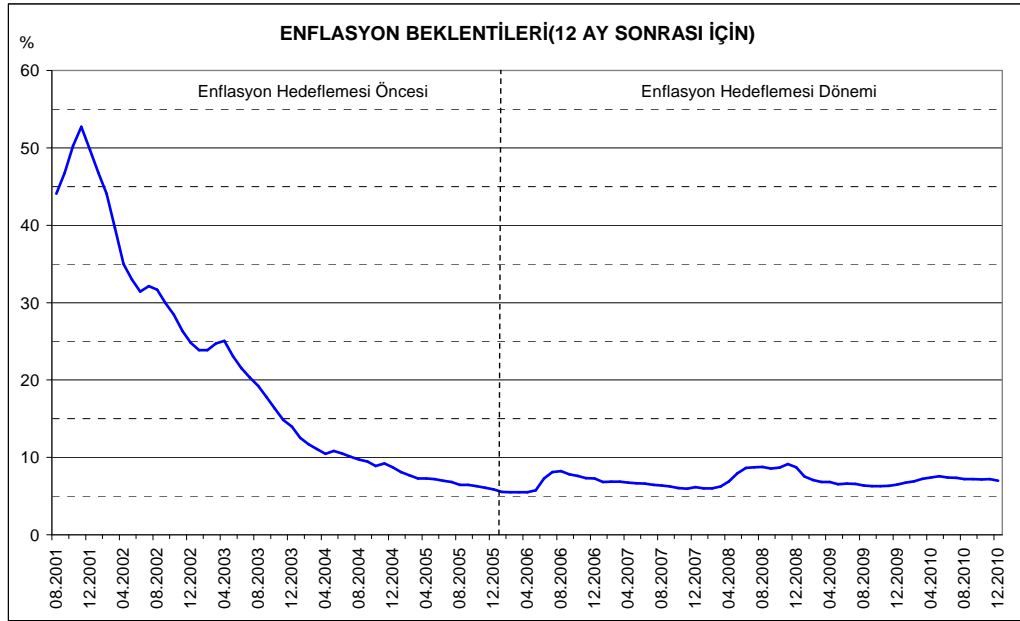
Söz konusu sonuçların güvenilirliğini teyit etmek amacıyla; enflasyon hedeflemesi öncesi dönemin başlangıç tarihi olarak 1982 yılı yerine 1990, 2000 ve 2002 yılları alınarak aynı analiz tekrar edilmiştir. Yapılan bu çalışma neticesinde 1982 yılı baz alınarak yapılan analiz sonuçlarının 1990, 2000 yada 2002 yılının baz alınmasıyla da değişmediği görülmüştür. Bu analizlerin neticeleri Ek 4'te yer almaktadır.

3.2.4. Enflasyon Beklentileri

Çalışmanın ikinci bölümünde açıklandığı üzere enflasyon hedeflemesi rejiminde beklentilerin iyi yönetilmesi ve etkin bir iletişim politikası izlenmesi temel unsurlardandır. Ekonomik birimler fiyatlama kararlarını alırken gelecek dönem enflasyon beklentilerini göz önüne alırlar. Özellikle Türkiye gibi enflasyonun uzun süre yüksek seviyelerde kaldığı ülkelerde enflasyon beklentilerinin belirlenmesinde enflasyon

gerçekleşmelerinin payı büyüktür. Böylece enflasyon gerçekleşmeleri gelecek dönem enflasyonunu besleyen bir unsur haline gelir ve bu durum da enflasyon ataleti yaratır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde ise ekonomik birimlere referans alabilecekleri başka bir enflasyon oranı yani enflasyon hedefi sunulur. Hedeflerin dikkate alınması ve hedefin tutturulabileceğine dair güvenin oluşması ölçüsünde enflasyon beklentileri ile enflasyon gerçekleşmeleri arasındaki ilişki zayıflar ve böylece de enflasyonun kendi kendini besleme süreci kırılmış olur. Dolayısıyla enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyona hassasiyeti azaldığı ölçüde enflasyon hedeflemesi başarılı olmuş denebilir.

Bu bölümde öncelikle enflasyon hedeflemesi öncesi dönemde ve enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon beklentilerinin gelişimi ele alınacak ardından ise beklentilerin enflasyon gerçekleşmelerine hassasiyeti analiz edilecektir.



Grafik 3.4 : Enflasyon Beklentilerinin Gelişimi

Kaynak: TCMB

Grafik 3.4'ten görülebileceği üzere enflasyon hedeflemesi döneminde, enflasyon beklentilerinin hem seviyesinde hem de oynaklığında ciddi bir düşüş yaşanmıştır. Hedefleme öncesi dönemde ortalama %20.7 olan enflasyon beklentisi, enflasyon hedeflemesi döneminde %7 seviyesine

düşmüştür. Benzer şekilde hedefleme öncesi dönemde 14.1 olan beklentilerdeki oynaklık seviyesi, enflasyon hedeflemesi döneminde 0.9'a gerilemiştir (Tablo 3.6).

TABLO 3.6. ENFLASYON BEKLENTİLERİ

DÖNEM	12 AY SONRASI İÇİN BEKLENTİ	
	ORTALAMA (%)	STANDART SAPMA
2001-2005	20.7	14.0
2006-2010	7.0	0.9

Kaynak: TCMB

Enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleştirmelerine hassasiyetinin azalıp azalmadığını değerlendirebilmek için aşağıdaki model tahmin edilmiştir:

$$\Delta\pi_{t,t+q}^e = \lambda + \beta\Delta\pi_{t-k,t} + \varepsilon_t \quad (3.4)$$

(3.4) numaralı denklemde yer alan $\Delta\pi_{t-k,t}$ t-k zamanından t zamanına kadarki enflasyon oranının birinci farkını, $\Delta\pi_{t,t+q}^e$ t zamanında belirlenen ve t zamanından t+q zamanına kadarki enflasyon beklentisinin birinci farkını, λ sabit terimi, ε_t kalıntı terimini göstermektedir. β katsayısı enflasyon beklentilerindeki değişimin enflasyon gerçekleştirmelerindeki değişimlere olan hassasiyetini göstermektedir. Modelde beklenti dönemi q olarak 2 ve 12, gerçekleşen enflasyon dönemi k olarak ise 3,12 ve 24 alınmıştır. Böylece 2 ve 12 ay sonrası için enflasyon beklentilerinin, 3,12 ve 24 aylık enflasyon gerçekleştirmelerine hassasiyeti enflasyon hedeflemesi öncesi dönem ile enflasyon hedeflemesi dönemi için tahmin edilmiştir.

TABLO 3.7. ENFLASYON BEKLENTİLERİNDEKİ DEĞİŞİMLERİN ENFLASYON GERÇEKLEŞMELERİNDEKİ DEĞİŞİMLERE HASSASİYETİ

	q=2			q=12		
	k=3	k=12	k=24	k=3	k=12	k=24
2001-2005	0.04 (1.07)	0.04* (1.85)	0.03* (1.84)	0.50*** (4.93)	0.34*** (5.92)	0.08 (1.21)
2006-2010	-0.06*** (-2.79)	0.01 (0.34)	0.02 (0.48)	0.02 (0.59)	0.14** (2.47)	0.07 (1.12)

Tablo 3.7'de β katsayısının tahmin edilen değerleri rapor edilmiştir. Parantez içerisinde yer alan değerler t istatistikleridir. '*', '**' ve '***' sırasıyla tahmin edilen değerlerin %10, %5 ve %1 seviyelerinde anlamlı olduklarını göstermektedir. Enflasyon hedeflemesi dönemi için tahmin edilen β

değerlerinin enflasyon hedeflemesi öncesi için tahmin edilen β değerlerinden düşük olduğu rahatlıkla görülmektedir. Ayrıca, genel olarak enflasyon hedeflemesi öncesi dönem için tahmin edilen β katsayılarının anlamlılık seviyelerinin, enflasyon hedeflemesi döneminde düşmüş oldukları da dikkati çekmektedir. Örnek olarak; enflasyon hedeflemesi öncesi dönemde değeri 0.34, anlamlılık seviyesi %1 olan ve 12 aylık beklentinin 12 aylık enflasyon gerçekleşmesine hassasiyetini ifade eden β katsayısı, enflasyon hedeflemesi döneminde 0.14'e düşmüş ve anlamlılık seviyesi de %5'e gerilemiştir. Bu bulgular enflasyon hedeflemesi döneminde, enflasyon beklentilerinin enflasyon gerçekleştirmelerine hassasiyetinin azaldığını ifade etmektedir.

3.2.5. Analiz Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Yapılan ampirik çalışmaların sonuçları şu şekilde özetlenebilir. Enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon seviyesi ve oynaklığının yanı sıra, enflasyon sürekliliği de azalmıştır. Bu göstergelerdeki azalışın büyük ölçüde enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonist şokların azalmış olmasından kaynaklandığını söylemek mümkün değildir. Enflasyon hedeflemesi döneminde hem enflasyonist şoklar hem de bu şokların yayılma etkisi azalmış ancak şokların yayılma etkisindeki azalış göreceli olarak daha çok olmuştur. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesinin enflasyon performansına olumlu katkı yaptığını söylemek mümkündür. Bu katkının en önemli unsurlarından birini tespit etmek amacıyla enflasyon beklentilerinin gelişimi incelenmiştir. Bu inceleme sonucunda enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon beklentilerinin seviyesinin ve oynaklığının yanı sıra, beklentilerin enflasyon gerçekleştirmelerine hassasiyetinin de azaldığı görülmüştür. Bu nedenle enflasyon hedeflemesi döneminde para politikasına olan güvenin arttığını, ekonomik birimlerin beklentilerini oluştururken enflasyon gerçekleştirmeleri yerine enflasyon hedeflerini baz almaya başladıklarını söylemek mümkündür.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

SONUÇ VE ÖNERİLER

1990'ların başında ilk olarak uygulanmaya başlanılan enflasyon hedeflemesi rejimi, kısa bir süre zarfında birçok ülke merkez bankası tarafından benimsenen bir para politikası uygulaması haline gelmiştir. 2000'li yılların başından itibaren ise yeterli veri setinin oluşması ile enflasyon hedeflemesinin başarısı, akademik çalışmalarda ve başta merkez bankaları olmak üzere ilgili kuruluşların çalışma tebliğlerinde analiz edilmeye başlanmıştır.

Bu çalışma Türkiye'de 2006 yılından beri uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısını analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır. Çalışmanın ilk bölümünde Türkiye'de enflasyonun tarihsel gelişimi ortaya konmuş, böylelikle Türkiye için enflasyonun önemi ve enflasyon hedeflemesinden önce enflasyonla mücadele de yaşanan zorluklar ortaya konulmaya çalışılmıştır. Bu bölümde ifade edildiği üzere Türkiye 2000'li yıllar öncesinde uzun yıllar boyunca yüksek ve kronik enflasyonla yaşamak zorunda kalmış, enflasyonun ülke ekonomisine maliyeti her geçen gün artmıştır. Bu durumun başlıca nedenleri, gevşek mali politikalar sonucu ortaya çıkan kamu açıklarının Merkez Bankası kaynakları ile finanse edilmesi, fiyat istikrarının temel amaç olarak benimsenmeyerek gündelik politikalara terk edilmesi ve Merkez Bankası'nın bağımsızlığının gerçekleştirilmemiş olması şeklinde özetlenebilir. Bunların neticesinde, ülke ekonomisi iç ve dış kaynaklı enflasyonist şoklara aşırı hassaslaşmış ve enflasyon beklentiler kanalı ile kendi kendini besleyen bir unsur haline gelmiştir. Bu şartlar altında yaşanan 2000 Kasım ve 2001 Şubat finansal krizleri sonrası Merkez Bankası Kanunu değiştirilerek fiyat istikrarı Merkez Bankası'nın temel amacı haline getirilmiş, ayrıca uygun şartlar oluşur olmaz enflasyon hedeflemesine geçilmesi hedeflenmiştir. 2002–2005 yılları

enflasyon hedeflemesine geçiş için hazırlık dönemi olarak ifade edilen örtük enflasyon hedeflemesi dönemi olarak adlandırılmaktadır. Bu dönemde enflasyon dünya ekonomisindeki konjonktürün de yardımı ile hızlı bir düşüş trendine girmiş ve enflasyon dört yıl üst üste hedeflenenin altında gerçekleşmiştir. 2006 ve sonrası Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin resmi para politikası rejimi olarak uygulandığı, değişen koşullara rağmen enflasyonun düşük seviyelerini koruduğu ve enflasyon beklentilerinin enflasyon hedeflerine yaklaştığı yıllar olmuştur.

Çalışmanın ikinci bölümünde öncelikle, para politikasının fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak kurumsallaştığı modern bir strateji olarak tanımlanan enflasyon hedeflemesi rejiminin unsurları, avantajları ve dezavantajları, önkoşulları ve operasyonel çerçevesi üzerinde durulmuştur. Ardından ise örtük enflasyon hedeflemesi dönemi ve açık enflasyon hedeflemesi dönemi ayrımı yapılarak enflasyon hedeflemesinin Türkiye uygulamasına bakılmıştır. Türkiye’de örtük enflasyon hedeflemesi döneminin başlangıcı olan 2002 yılı başında enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli olan önkoşulların neredeyse hiçbiri sağlanamamışken, bu dönemin sonu olan 2005 Aralık itibarıyla ise önkoşullara ilişkin büyük bir ilerleme sağlanmıştır. Örneğin, önkoşullar arasında sayılmasa da enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli görülen başlangıç enflasyonunun çok yüksek ve oynak olmaması şartı 2002 başında sağlanamamışken, 2005 sonu itibarıyla büyük ölçüde sağlanmıştır. Yine bu dönem başında sağlanamayan mali disiplinin oluşması ve mali baskının olmaması önkoşulu konusunda da, borç stoğu ve bütçe açığının GSYİH’e oranlarının düşmesi neticesinde dönem sonu itibarıyla büyük bir ilerleme kaydedilmiştir. Yüksek olan dolarizasyon seviyesinin düşmesi, bankacılık sektörünün daha sağlam bir yapıya kavuşması ve finansal piyasaların güçlenmesi de bu dönemin gelişmeleri arasındadır. Bu dönemde ayrıca Merkez Bankası’na olan güven de artmış, güvenin göstergesi olan enflasyon hedefleri ile enflasyon beklentileri arasındaki fark azalmıştır. Kısacası enflasyon hedeflemesine geçilen 2006 yılı öncesinde önkoşullar açısından büyük bir ilerleme kaydedilmiştir. Enflasyon hedeflemesinin ilk 3 yılında büyük ölçüde global ekonomik konjonktürden ve Merkez Bankası’nın kontrolü dışındaki unsurlardan kaynaklanan nedenlerle

enflasyon hedefleri tutturulamamış ve hatta 2008 yılı Haziran ayında gelecek dönem enflasyon hedefleri revize edilmek zorunda kalınmıştır. Ama Merkez Bankası'nın özellikle son yıllarda kazandığı kredibilite ve enflasyon hedeflemesinin başarıyla uygulanması neticesinde bu dönemde dahi enflasyon beklentileri kontrolden çıkmamış, Merkez Bankası enflasyon oranlarının yeniden enflasyon hedefleri ile uyumlu hale geleceğine kamuoyunu inandırmıştır. Enflasyon hedeflemesi rejiminin sağladığı esneklik sayesinde, gelişmiş ülkelerin finansal piyasalarında başlayıp 2008 yılı sonundan itibaren derinleşen küresel krizde Merkez Bankası pro-aktif bir tutum sergilemiş ve böylece enflasyon oranları kontrolden çıkmadığı gibi krizin ülke ekonomisine maliyeti de diğer ülkelerle karşılaştırıldığında çok düşük düzeyde kalmıştır. Böylelikle 2009 ve 2010 yıllarında enflasyon oranları tutturulmuş ve enflasyon beklentileri hedeflerle uyumlu seyrini sürdürmüştür.

Çalışmanın üçüncü bölümünde önce enflasyon hedeflemesinin başarısının değerlendirilmesi konusundaki literatür tanıtılmış, ardından Türkiye'de uygulanmakta olan enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı analiz edilmiştir. Enflasyon hedeflemesinin başarısını değerlendiren çalışmaların genel olarak iki ana yaklaşımı benimsediği; bu yaklaşımlardan birincisinde, enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkeler ile benimsemeyen ülkelerin çeşitli ekonomik göstergeler açısından performansı karşılaştırılırken, ikincisinde ise enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerin kendi aralarında karşılaştırıldığı ya da bu ülke veya ülkelerin enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası dönemlerinin performans karşılaştırılmasının yapıldığı görülmektedir. Bu çalışmada söz konusu yaklaşımlardan ikincisi benimsenmiş, Türkiye'de enflasyon hedeflemesi öncesi ve sonrası dönemler enflasyon performansları açısından karşılaştırılmıştır. Çalışmada, enflasyon hedeflemesi dönemi olarak 2006–2010 yılları arası, enflasyon hedeflemesi öncesi dönem olarak ise 1982–2005 yılları arası kabul edilmiştir. Öncelikle ham veri kullanılarak yapılan analizlerde enflasyon seviyesi ve oynaklığının enflasyon hedeflemesi döneminde düştüğü görülmüştür. Ardından bu durumun enflasyon hedeflemesinin başarısından mı, yoksa sadece o dönemde enflasyonist şokların azalmış olmasından mı kaynaklandığı zaman

serisi modelleri kullanılarak analiz edilmiştir. Burada Levin, Natalucci ve Piger (2004) ve Kim ve Park (2006) çalışmalarındakilere benzer yöntemler izlenmiş, önce enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon sürekliliğinin değişip değişmediği, ardından ise enflasyon oynaklığının düşmesinde enflasyonist şokların ve bu şokların yayılma etkisinin göreceli rolleri analiz edilmiştir. Bu analizler neticesinde enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon seviyesi ve oynaklığının yanı sıra enflasyon sürekliliğinin de azaldığı görülmüştür. Ardından bu göstergelerdeki azalışın büyük ölçüde enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyonist şokların azalmış olmasından kaynaklanmadığı, söz konusu dönemde hem enflasyonist şokların hem de bu şokların yayılma etkisinin azalmış olduğu, ama yayılma etkisindeki azalışın şoklardaki azalmadan daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Son olarak enflasyon beklentilerinin gelişimi incelenmiş, enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon beklentilerinin enflasyon oranlarındaki değişimlere hassasiyetinin azaldığı, yani ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerini oluştururken geçmiş dönem enflasyonunu baz almak yerine enflasyon hedeflerini referans almaya başladıkları tespiti yapılmıştır.

Sonuç olarak tüm bu bulgular, Türkiye’de enflasyon hedeflemesinin enflasyon seviyesi ve oynaklığının düşmesine katkıda bulunduğunu, enflasyon hedeflemesi döneminde enflasyon hedeflerinin beklentiler üzerindeki etkisinin arttığını ve enflasyon ataletinin büyük ölçüde kırıldığını göstermektedir. Bu nedenle Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesinin 2010 yılı sonuna kadarki performansının başarılı olduğunu söylemek mümkündür. Ancak burada unutulmaması gereken bir nokta, enflasyon hedeflemesinin enflasyon performansına olumlu katkıda bulunarak başarılı olmasının, enflasyon performansındaki iyileşmenin tamamen enflasyon hedeflemesine geçilmesinden kaynaklandığını göstermediğidir. Enflasyon performansının gelişmesi ve nihayetinde fiyat istikrarına ulaşılması ancak para politikası ve maliye politikalarının uyumu ile mümkündür. Burada enflasyon hedeflemesinin katkısı, hedeflerin hükümet ve Merkez Bankası’nın ortak kararı ile belirlenmesi sayesinde hükümetin de maliye politikaları ile bu politikayı desteklemesini, Merkez Bankası’nı fiyat istikrarı temel amacına odaklanmaya ve şeffaflık ile hesap verebilirlik konularında gelişmeye

zorlayarak Merkez Bankası'nın kredibilitesinin artmasını, kamuoyuna enflasyon beklentilerini oluştururken enflasyon gerçekleşmeleri yerine baz alabilecekleri yeni bir gösterge (enflasyon hedefleri) vererek beklentiler kanalı ile enflasyon ataletinin kırılmasını sağlamak şeklinde özetlenebilir.

KAYNAKÇA

- Akıncı, Ö., Özer, Y. B. ve Usta, B. (2006). “Dolarizasyon Endeksleri: Türkiye’deki Dolarizasyon Sürecine İlişkin Göstergeler”. Erişim: Ocak 2011, TCMB Çalışma Tebliği, 05/17.
<http://www.tcmb.gov.tr/research/discus/WP0517.pdf>
- Akyazı, H. ve Ekinci, A. (2008). Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Performansı: Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye Karşılaştırması. *İ.İ.B.F. Dergisi*, XXIV, 1.
- Angeriz, A. ve Arestis, P. (2005a). “Assessing Inflation Targeting Through Intervention Analysis”. Erişim: Ocak 2011, Oxford Ekonomi Çalışma Tebliği. Oxford Üniversitesi.
<http://oep.oxfordjournals.org/content/60/2/293.full.pdf+html>
- Angeriz, A., Arestis, P.(2005b). “An Emprical Investigation of Inflation Targeting in Emerging Economies”. Erişim: Ocak 2011, Cambridge Centre for Economic and Public Policy Çalışma Tebliği. Cambridge Üniversitesi.
<http://www.landecon.cam.ac.uk/research/reuag/ccepp/publications/WP11-05.pdf>
- Ball, L. ve Sheridan, N. (2003). “Does Inflation Targeting Matter?” Erişim: Ocak 2011, NBER Çalışma Tebliği, 9577.
<http://www.nber.org/chapters/c9561.pdf>
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2002). Bankacılık Sistemi Yeniden Yapılandırma Programı. Sunum. Ankara
- Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. (2003). Bankacılık Sistemi Yeniden Yapılandırma Programı Gelişme Raporu IIV. Ankara.
- Barbosa-Filho, N. H. (2007). Inflation Targeting in Brazil: 1999-2006. *International Review of Applied Economics*, 22/2, 187-200.
- Batini, N. ve Laxton, D. (2006). “Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets”. Erişim: Ocak 2011, Şili Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No:406.
<http://www.bcentral.cl/eng/studies/working-papers/pdf/dtbc406.pdf>
- Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F. ve Adam, P. (1999) Inflation Targeting. New York. Princeton University Press. Vol.1

- Broto, C. (2008). "Inflation Targeting in Latin America: Emprical Analysis Using GARCH Models". Erişim: Ocak 2011, Banco de Espana. alışma Tebliği, No:0826.
<http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeries/DocumentosTrabajo/08/Fic/dt0826e.pdf>
- Corbo, V., Landarretche, O., ve Schmidt-Hebbel, K. (2002). Does Inflation Targeting Make a Difference, in Inflation Targeting : Design, Performance, Challenges. (Editörler: N. Loayza ve R. Soto). şili Merkez Bankası. 221-269
- Debelle, G. (1997). "Inflation Targeting in Practice". Erişim: Ocak 2011, IMF alışma Tebliği, No:97/35.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9735.pdf>
- Doğruel, F. ve Doğruel, A. S. (2005). Türkiye'de Enflasyonun Tarihi. Ankara. Tarih Vakfı.
- Erhart, S. ve Vasquez-Paz, J. L. (2007). Optimal Monetary Policy Committee Size: Theory and Cross Country Evidence. *Workshop on Monetary Policy Committees*, Norges Bank, Oslo.
- Eroğlu, İ. (2009). Enflasyon Hedeflemesi Rejimi ve Türkiye'deki Uygulamanın Performans Analizi. Doktora Tezi. İstanbul: Marmara Üniversitesi.
- Filho, I. C. (2010). "Inflation Targeting and the Crisis: An Emprical Assessment". Erişim: Ocak 2011, IMF alışma Tebliği, No:10/45.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1045.pdf>
- Fraga, A., Goldfajn, I. ve Minella, A. (2003). "Inflation Targeting in Emerging Market Economies". Erişim: Ocak 2011, NBER alışma Tebliği, No:10019. <http://www.nber.org/chapters/c11446.pdf>
- Hazine Müsteşarlığı. (2009). Hazine İstatistik Yıllığı. Erişim: Aralık 2010.
www.hazine.gov.tr
- International Monetary Fund (2005). Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets. World Economic Outlook, September 2005, Chapter:IV
- Johnson, D. R. (2002). The Effect of Inflation Targeting on the Behavior of Expected Inflation: Evidence from an 11 Country Panel. *Journal of Monetary Economics*, No:49, 1521-1538.
- Johnson, D. R. (2003). The Effect of Inflation Targets on the Level of Expected Inflation in Five Countries. *The Review of Economics and Statistics*, No:85/4, 1076-1081.

- Jonsson, G. (1999). "The Relative Merits and Implications of Inflation Targeting for South Africa". Erişim: Ocak 2011, IMF alışma Tebliği, No: 99/7, Washington D.C.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp99116.pdf>
- Kamu Hesapları Bülteni. (2006). Erişim: Kasım 2010. T.C. Maliye Bakanlığı Muhasebat Genel Müdürlüğü. www.muhasibat.gov.tr
- Kara, A. H. ve Orak, M. (2008). Enflasyon Hedeflemesi. (Editör: E. Kumcu). Krizler, Para ve İktisatçılar. İstanbul: Remzi Yayınevi.
- Khan, M. S. (2003). "Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy". Erişim: Ocak 2011, IMF alışma Tebliği, No:03/56, Washington, D.C.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp0356.pdf>
- Kim, S. ve Park, Y. C. (2006). "Inflation Targeting in Korea: A Model of Success?". Erişim: Ocak 2011, BIS Policy Papers, No: 31. 140-164.
<http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap31l.pdf>
- Knight, M. D. (2007). Inflation Targeting in Emerging Market Economies. *High Level Regional Seminar on Inflation Targeting by IMF and Bank Al-Maghrib*, Rabat, Morocco.
- Kontonikas, A. (2004). Inflation and Inflation Uncertainty in the United Kingdom, Evidence from GARCH Modelling. *Economic Modelling*, No:21. 525-543.
- Levin, A. T., Natalucci F. M. ve Piger J. M. (2004). "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting". Erişim: Ocak 2011, Federal Reserve Bank of St Louis Review, Volume:86, No:4. 51-80.
<http://research.stlouisfed.org/publications/review/04/07/LevinNatalucciPiger.pdf>
- Lin, S. ve Ye, H. (2007). Does Inflation Targeting Make a Difference in Developing Countries? Evaluating the Treatment Effect of Inflation Targeting in Seven Industrial Countries. *Journal of Monetary Economics*, No:54, 2521-2533.
- Minella, A., Freitas, P. S., Goldfajn, I. ve Muinhos M. K. (2003). Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility. *Journal of International Money and Finance*, No:22. 1015-1040.
- Mishkin, F. S. (2000). "Inflation Targeting in Emerging Market Countries". Erişim: Ocak 2011, NBER alışma Tebliği, No: 7618.
http://www.nber.org/papers/w7618.pdf?new_window=1

- Mishkin, F. S. (2001). Inflation Targeting. Erişim: Ocak 2011, An Encyclopedia of Macroeconomics.
www.budgetspeechcompetition.co.za/download_files/PG%20Article%203.pdf
- Mishkin, F. S. ve Schmidt-Hebbel, K. (2007). "Does Inflation Targeting Make a Difference". Erişim: Ocak 2011, NBER Çalışma Tebliği, No:12876.
http://www.nber.org/papers/w12876.pdf?new_window=1
- Odhiambo, N. (2011). Twenty Years of Inflation Targeting: What Can African Countries Learn From This Policy?. *Journal of Africagrowth Agenda*, Jan/Mar 2011,11-13.
- Petursson, T. G. (2004). "The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance". Erişim: Ocak 2011, İzlanda Bankası Çalışma Tebliği, No:23. <http://xn--selabanki-c6a.is/uploads/files/WP-23.pdf>
- Sabban, V. C., Rozada, M. G. ve Powell A. (2003). "A New Test for the Success of Inflation Targeting". Erişim: Ocak 2011, Universidad Torcuato Di Tella Business School Working Papers, No:2003/4.
<http://cdi.mecon.gov.ar/biblio/doc/utdt/cif/wp2003-04.pdf>
- Schaechter, A., Stone, M. R. ve Zelmer, M. (2000). "Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries". Erişim: Ocak 2011, IMF Occasional Papers, 202.
<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=3870.0>
- Schmidt-Hebbel, K. ve Tapia, M. (2002). Inflation Targeting in Chile. *The North American Journal of Economics and Finance*, No:13. 125-146.
- Tabsova, R. (2009). Does Inflation Targeting Improve Fiscal Discipline?. Erişim: Ocak 2011,
<http://iibf.ieu.edu.tr/stuconference/wp-content/uploads/does-inflation-targeting-improve-fiscal-discipline1.pdf>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (1999). 2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2001a). Para Politikası Raporu. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2001b). Plan ve Bütçe Komisyonu Merkez Bankası Sunuşu. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2001c). Türkiye'nin Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı. Ankara.

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2002a). Enflasyon Sürecinin Temel Özellikleri, Ocak Ayı Enflasyonu ve İleriye Yönelik Bekleyişler. Basın Duyurusu, Sayı: 2002-7.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2002b). Fiyat İstikrarı. Ankara. <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/konusma.php>
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2005). Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2006a). Enflasyon Hedeflemesi Rejimi. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2006b). Finansal İstikrar Raporu Haziran 2006, Sayı:2. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2008a). 2009 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2008b). Enflasyon Raporu 2008-I. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2009a). 2010 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2009b). Enflasyon Raporu 2009-I. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2009c). Enflasyon Raporu 2009-III. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2009d). Enflasyon Raporu 2009-IV. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2009e). Finansal İstikrar Raporu Mayıs 2009, Sayı:8. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2010a). Enflasyon Raporu 2010-I. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. (2010b). 2011 Yılında Para ve Kur Politikası. Ankara.
- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Elektronik Veri Dağıtım Sistemi. Erişim: Ocak 2011. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası. <http://evds.tcmb.gov.tr/cbt.html>

- Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Kanunu. Kanun No: 1211
<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/banka/kanun.html>
- Türkiye İstatistik Kurumu. (2009). İstatistik Göstergeler 1923-2008. Erişim:
Ocak 2011, <http://www.tuik.gov.tr>
- Vega, M. ve Winkelried, D. (2005). Inflation Targeting and Inflation Behaviour: A Successful Story?. *International Journal of Central Banking*, No:1/3, 153-175.
- Willard, L. B. (2006). "Does Inflation Targeting Matter". Erişim: Ocak 2011, CEPS Çalışma Tebliği, No:120.
<http://www.princeton.edu/ceps/workingpapers/120willard.pdf>
- Wu, T. (2004). "Does Inflation Targeting Reduce Inflation. An Analysis for the OECD Industrial Countries". Erişim: Ocak 2011, Brezilya Merkez Bankası Çalışma Tebliği, No:83.
<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps83.pdf>

EKLER

a) AYLIK ENFLASYON

AR(12)	1982-2005	2006-2010
π_{t-1}	0.4598	0.1480
π_{t-2}	-0.0630	-0.0914
π_{t-3}	-0.0219	-0.0579
π_{t-4}	-0.0687	-0.1396
π_{t-5}	0.1212	-0.0112
π_{t-6}	0.0660	0.0527
π_{t-7}	0.0680	-0.1895
π_{t-8}	-0.0947	-0.0090
π_{t-9}	0.1997	-0.2040
π_{t-10}	-0.0819	-0.2143
π_{t-11}	0.1337	0.0987
π_{t-12}	0.1583	0.2772
Enflasyon Sürekliliği	0.8764	-0.3404

b) YILLIK ENFLASYON

AR(2)	1982-2005	2006-2010
π_{t-1}	1.3877	1.1023
π_{t-2}	-0.4047	-0.2287
Enflasyon Sürekliliği	0.9830	0.8736

AR(4)	1982-2005	2006-2010
π_{t-1}	1.4056	0.9930
π_{t-2}	-0.4310	0.1662
π_{t-3}	-0.1142	-0.2283
π_{t-4}	0.1267	-0.1215
Enflasyon Sürekliliği	0.9871	0.8093

a) Aylık Enflasyon Oranı (1982-2005)

Null Hypothesis: MENF8205 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=15)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.1096	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.452991	
5% level	-2.871402	
10% level	-2.572097	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

c) Yıllık Enflasyon Oranı (1982-2005)

Null Hypothesis: ENF8205 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 12 (Automatic - based on SIC, maxlag=15)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.765979	0.8265
Test critical values: 1% level	-3.453997	
5% level	-2.871845	
10% level	-2.572334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

e) Yıllık Enflasyon Oranının Birinci Farkı (1982-2005)

Null Hypothesis: D(ENF8205) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 11 (Automatic - based on SIC, maxlag=15)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-7.498976	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.453997	
5% level	-2.871845	
10% level	-2.572334	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

b) Aylık Enflasyon Oranı (2006-2010)

Null Hypothesis: MENF0610 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-5.729155	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.546099	
5% level	-2.91173	
10% level	-2.593551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

d) Yıllık Enflasyon Oranı (2006-2010)

Null Hypothesis: ENF0610 has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.718119	0.0772
Test critical values: 1% level	-3.550396	
5% level	-2.913549	
10% level	-2.594521	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

f) Yıllık Enflasyon Oranının Birinci Farkı (2006-2010)

Null Hypothesis: D(ENF0610) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=10)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.297567	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.548208	
5% level	-2.912631	
10% level	-2.594027	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

a) Model 3.2

Bağımlı Değişken: π_t (Aylık Enflasyon)		
Değişken	Katsayı	Olasılık
μ	0.2083	0.3029
π_{t-1}	0.4109	0.0000
π_{t-6}	0.1508	0.0011
π_{t-9}	0.1306	0.0027
π_{t-12}	0.2356	0.0000
R-squared	0.4997	
Adjusted R-squared	0.4937	
F-statistic	82.6666	
Akaike info criterion	4.1312	
Schwarz criterion	4.1880	

b) Model 3.3

Bağımlı Değişken: $d\pi_t$ (Yıllık Enflasyonun Birinci Farkı)		
Değişken	Katsayı	Olasılık
μ	-0.0692	0.7041
$d\pi_{t-1}$	0.3356	0.0000
$d\pi_{t-12}$	-0.4430	0.0000
R-squared	0.3491	
Adjusted R-squared	0.3451	
F-statistic	89.0184	
Akaike info criterion	5.2544	
Schwarz criterion	5.2885	

a) Enflasyon Hedeflemesi Öncesi Dönem (1990-2005)

Aylık enflasyon oranları (aylık veri)				
	OYNAKLIK	ŞOKLAR	YAYILMA	ORAN
1990-2005	2.80	2.12	1.83	0.57
2006-2010	0.79	0.69	0.38	0.76
Yıllık enflasyon oranları (1.farkları) (aylık veri)				
	OYNAKLIK	ŞOKLAR	YAYILMA	ORAN
1990-2005	4.78	3.82	2.87	0.64
2006-2010	0.87	0.70	0.51	0.65

b) Enflasyon Hedeflemesi Öncesi Dönem (2000-2005)

Aylık enflasyon oranları (aylık veri)				
	OYNAKLIK	ŞOKLAR	YAYILMA	ORAN
2000-2005	1.85	1.24	1.37	0.45
2006-2010	0.79	0.69	0.38	0.77
Yıllık enflasyon oranları (1.farkları) (aylık veri)				
	OYNAKLIK	ŞOKLAR	YAYILMA	ORAN
2000-2005	3.09	2.01	2.36	0.42
2006-2010	0.87	0.70	0.51	0.65

c) Enflasyon Hedeflemesi Öncesi Dönem (2002-2005)

Aylık enflasyon oranları (aylık veri)				
	OYNAKLIK	ŞOKLAR	YAYILMA	ORAN
2002-2005	1.14	0.81	0.81	0.50
2006-2010	0.79	0.69	0.38	0.77
Yıllık enflasyon oranları (1.farkları) (aylık veri)				
	OYNAKLIK	ŞOKLAR	YAYILMA	ORAN
2002-2005	2.60	1.56	2.07	0.36
2006-2010	0.87	0.85	0.16	0.97

