

TÜRKİYE'DE ENFLASYON VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ UYGULAMASININ DEĞERLENDİRİLMESİ*

Hasan Sencer PEKER**

ÖZET

1990'ların başında ilk defa Yeni Zelanda tarafından uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesi rejimi, Yeni Zelanda ve daha sonra uygulandığı ülkelerdeki başarılı sonuçları sayesinde, birçok ülkede uygulanmıştır.

Türkiye'de ise enflasyon hedeflemesi 1990'ların sonlarına doğru tartışılmaya başlanmış ve 2001 yılı sonunda enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş hazırlıkları da bu tartışmaları hızlandırmıştır. Yapılan hazırlıkların ardından Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası 2002 yılından itibaren örtük enflasyon hedeflemesi uygulamış, Ocak 2006 tarihine kadar gerekli önkoşulları sağlamıştır.

Bu çalışmada, enflasyon hedeflemesi rejimini fiyat istikrarının sağlanması konusundaki etkili araç olarak gören Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının uygulamada bu güne kadarki eylemlerinin tartışılması amaçlanmıştır. İki aşamada yapılan bu araştırmanın birinci aşamasında teorik inceleme yapılmış ve diğer para politikaları ile karşılaştırılarak Türkiye'nin de içinde bulunduğu gelişmekte olan ülkeler grubundaki enflasyon hedeflemesi uygulamaları incelenmiştir. Daha sonra ise, gerçek rakamların üzerinde değerlendirmelerin yapıldığı vaka çalışmalarıdır.

Anahtar Kelimeler: Enflasyon Hedeflemesi, Fiyat İstikrarı, Para Politikası

* Bu makale, Prof. Dr. Serdar Altınok'un danışmanlığında hazırlanmış olan "Enflasyon Hedeflemesi ve Türkiye Değerlendirmesi" başlıklı yüksek lisans tez çalışmasından yararlanılarak üretilmiştir.

** Selçuk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Doktora Öğrencisi.

INFLATION IN TURKEY AND EVALUATION OF INFLATION TARGETING PRACTICE

ABSTRACT

The failures of the strategies of monetary targeting, interest rate and exchange rate targeting have forced many countries to seek a new monetary policy to deal with problem of inflation. The inflation targeting regime, put into practice in New Zealand in 1990, has been applied as monetary policy strategy in many countries.

In Turkey, inflation targeting policy has become a major issue in the late 1990s. Some arguments were raised with the commencement of preparations and arrangements in late 2001. However the Central Bank of the Turkish Republic initiated implicit inflation targeting in the beginning of 2003 and it attained the preconditions and started inflation targeting regime in 2006.

In this study, it is aimed to argue that if inflation targeting policy of Central Bank of the Turkish Republic, who considers the inflation targeting regime as the most influent instrument in obtaining and maintaining, price stability. In this study, which was carried out with two methods, first step, the inflation targeting experiments are examined in developing countries group –which Turkey belongs to- by comparing to other monetary policies. Second step, is a case study in which real numbers and rates are evaluated.

Keywords: Inflation targeting, Price Stability, Monetary Policy

GİRİŞ

1970'lerin sonunda, Bretton Woods sisteminin çöküşü ile birlikte dünya genelinde ortaya çıkan yüksek enflasyonunun, para otoritelerinin enflasyonist eğilime sahip olmasından kaynaklandığı ve uzun dönemde para politikasının en önemli amacının fiyat istikrarı olması gerektiği konusunda ekonomistler ve merkez bankacıları arasında bir uzlaşma gerçekleşmiştir. Üzerinde anlaşmaya varılan bu tespitten sonra, söz konusu eğilimi ortadan kaldırarak fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik çözüm önerilerinin geliştirilmesi hedeflenmiştir.

Belirli dönemlerde kullanılan ve hala birçok ülkede kullanılmakta olan parasal büyüklük, faiz oranı ve döviz kuru hedeflemelerinin başarısızlığı,

birçok ülkeyi enflasyon ile mücadelede yeni politika arayışlarına itmiştir. Bu çerçevede enflasyon hedeflemesi ilk kez Yeni Zelanda tarafından uygulanmış ve başarılı sonuçlar alınması ile birlikte, birçok gelişmiş ve gelişmekte olan ülke tarafından önce alternatif, daha sonra da temel para politikası olarak uygulanmaya başlamıştır.

Enflasyon hedeflemesi rejimi 1990 yılında yalnızca Yeni Zelanda ile başlamış ve Türkiye'nin 2006 yılı başında bu rejime geçmesi ile birlikte gelişmiş ve gelişmekte olan toplam 23 ülkede uygulanır hale gelmiştir.

1. Türkiye’de Enflasyon ve Enflasyon Hedeflemesi

Ekonomi literatürüne, 1960’ların sonlarında yapılan teorik ve deneysel çalışmalar ile gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin gösterdiği deneysel kanıtlar, üretim ve istihdamı yukarılara çekmeye yönelik para politikalarının, enflasyonun artmasına neden olacağını açık bir şekilde kanıtlamıştır.

Enflasyon hedeflemesi, 5 temel faktörü içine alan bir para politikasıdır. 1) Orta vadeli sayısal hedeflerin kamuoyuna açıklanması, 2) Diğer hedeflerin bileşiminden oluşan ve para politikasının öncelikli hedefinin fiyat istikrarı olduğunun kurumsal hedef olarak belirlenmesi, 3) Sadece para politikası değil, birçok değişkenin de bulunduğu bir strateji, 4) Planlar, amaçlar ve para otoritelerinin kararları noktasında, para politikasının şeffaflığı, 5) Enflasyon hedeflerinin elde edilebilmesi için, merkez bankasının hesap verebilirliği (Mishkin, 2000: 1-9).

Bu tür para politikalarının, istenen sonuca hizmet etmediğini gören ülkelerin bir kısmı 1990’lı yılların başından itibaren para politikalarına bir çerçeve olmak üzere enflasyon hedeflemesi uygulamasını başlatmışlardır. Enflasyon hedeflemesi, **“düşük ve istikrarlı bir enflasyona ulaşmayı ve bunu korumayı isteyen bir ülkede para politikasının temel hedefinin fiyat istikrarı olması gerektiği”** şeklinde bir önermeden doğmaktadır (Mishkin, 2000: 18).

Enflasyon hedeflemesi, bir veya daha fazla dönem için enflasyon oranının sayısal ve resmi olarak hedeflenmesi, bu hedeflemenin açıklanmasını içeren, düşük ve istikrarlı fiyat artışlarının, para politikasının uzun dönemdeki temel amacı olduğunun açıklanmasını içeren bir yapıdır.

Para otoritelerinin planları ve amaçları hakkında kamuoyuyla iletişim için büyük gayret sarf edilmesi ve bunun, hedeflere ulaşılmada merkez bankasına güvenilirlik sağlaması, enflasyon hedeflemesinin diğer önemli özelliklerinden birisidir (Bofinger, 2000: 2).

1.1. Türkiye’de Enflasyonun Tarihi (1980-2010)

Türkiye, yüksek enflasyon ile ilk kez 1979-80 yılındaki ödemeler dengesi krizi ile tanışmıştır. % 100’e yakın olan bu oran, yıllık enflasyonun % 10’un altında seyrettiği 1960-70’lerin tecrübesine oldukça tersti. 1980’lerin başında etkili bir istikrar programı başlatılmış, sıkı finansal politikalar ve köklü reformlar sayesinde bir yıl içerisinde enflasyon düşürülmüştür. Ayrıca bu dönemde, ekonomi dışarıya açılmıştır. Enflasyonun düşürülmesine rağmen, 1980’lerin ortasında makroekonomik dengeler tekrar bozulmaya başlamış, sonrasında ise TÜFE, % 50’nin altına inmemiştir (Alper, Üçer, 1998: 9).

24 Ocak kararları ile esnek kur rejimine geçilmiş ve %50 oranında bir devalüasyon gerçekleştirilmiştir. Serbestlik ile ticaret bariyerleri de yavaş yavaş kaldırılmıştır (İnan, 2002: 3).

Kamu kesimi finansman ihtiyacının azaltılmasına bağlı olarak parasal genişleme kontrol altına alınmış fiyat artışlarında bir yavaşlama olmuştur. Daha sonrasında ise para politikalarının gevşetilmesi ile bu yavaşlama eğilimi tersine dönmüştür. Daha sonra ödemeler dengesindeki iyileştirme çalışmaları sebebiyle para politikası tekrar sıkılaştırılmış ve faiz oranları yükseltilmiştir. Bu çerçevede reeskont kredileri düşürülmüş, zorunlu karşılıklar üzerinde sıkı takip başlamıştır.

1985-1990 arasında yatırım yapılamaması ve iç talebin kısılması ile ülke durgunluk ile karşı karşıya kalmış fakat enflasyonda bir düşüş gözlemlenmemiştir. 1989 yılında Türk Lirası konvertibl hale gelmiş ve sermaye hareketlerine tam serbestlik verilmiştir. Bu sayede büyük oranda sermaye girişi yaşanmış ve döviz rezervleri artmıştır. Ancak bu sebeple merkez bankasının faiz ve kur üzerindeki etkinliği de azalmış ve devalüasyon tersine dönmüştür. Yeni düzenlemeler yapılmış ve merkez bankasının kontrolü, kısa vadeli kredilerle sınırlandırılmıştır (Usta, 2003: 44).

1990 yılındaki para programı temel olarak merkez bankasının küçültülmesini amaçlamıştır. Orta vadeli para programı açıklanmış ve uygulanmıştır. Emisyon yükseltilmeye çalışılmıştır. 1990 yılı para programının temel hedefleri, Merkez bankasının bilançosunun % 12-22 arası büyümesi, iç yükümlülüklerin % 15-25 büyümesi, iç varlıkların % 6-16 büyümesidir.

Bu dönemde uygulanan para programının özellikleri; 1) Merkez bankası bilançosunun yeniden düzenlenmesi ve şeffaflaştırılması, 2) Orta vadeli bir program oluşu ve orta vadede enflasyon ile mücadelede kolaylık sağlayacak esneklikte bir bilanço yapısının oluşturulması (Karataş, 2000: 138).

Önceki dönemin devamı olarak, bilanço büyüklükleri ile ilgili para programı hazırlanmış ve maliye politikalarının da desteğiyle Enflasyon oranı % 63'e gerilemiştir. Körfez savaşı sebebiyle para programına yoğunlaşılmanış ve öncelik fiyat istikrarından finans piyasalarındaki istikrara kaymıştır. 1992 yılında para programı açıklanmıştır ancak, bütçe açıklarının artması ve bu açıkların finansman kaynağının merkez bankasının kısa vadeli kaynakları olması, programın uygulanmasına engel olmuştur. Savaşın etkisi ile bütçe açıkları artmış ve faizler de yüksek seyretmiştir.

Böyle bir ortamda Merkez Bankası para programı uygulamak yerine TL ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı hedeflemiştir. Hem TL hem de döviz mevduatından büyük çekilmeler olmuştur. Bu mevduat çekilmeleri kurları ve faizleri yükseltmiş, rezervleri azaltmıştır. Yüksek faizler sayesinde ülkeye sıcak para girişi olmuş ve TL'de değerlenmeye yol açmıştır. Bu dalgalanmalar ile spekülâtif kazançların artması, ülkeyi güven bunalımının sebep olduğu bir krize itmiştir (Karataş, 2000: 138).

1990'lı yıllar, Türkiye ekonomisindeki istikrarın bozulduğu ve enflasyonun arttığı dönemdir. 1991 yılında büyüme hızı % 2'nin altında kalmış, 1990-1993 yılları arasında % 7 olarak gerçekleşmiştir. Bu belirsizliğin getirdiği risk sonucu yabancı sermaye çıkışları yaşanmış, Türk Lirasına olan güven sarsılmış, devalüasyon beklentisi dövize olan talebi arttırmıştır. Merkez bankası ise sahip olduğu rezervler ile bu talebi karşılayamamıştır. Döviz açığının büyümesi ile birlikte Türkiye yatırım

yapılabilir bir ülke olmaktan çıkmış, spekülâtif kazanç merkezi olarak görülmeye başlamıştır (Aydoğan; 2004: 95).

1995 yılındaki erken genel seçim, Gümrük Birliği üyeliği, politik istikrarsızlıklar ve IMF ile yapılan stand-by anlaşmasının bozulmasının yarattığı ekonomik ve siyasi belirsizlikler sebebiyle izleyen yılda sürdürülecek para politikasının temelleri finansal piyasalardaki istikrarın sağlanması ve sürdürülmesi üzerine kurulmuştur. (Kesriyeli, 1997: 28).

1990'ların sonunda Türkiye, uzun süren enflasyon süreci ve borçların artmasına rağmen, kriz içinde değil ancak, krize eğilimli bir ekonomiye sahipti. Üstelik yaklaşan kriz de bankacılık sektöründen kaynaklanmaktaydı. Birçok yurtiçi borç enstrümanı bankacılık sektörüne aitti ve kısa dönem sermaye girişleri ile finansman sağlanmaktaydı.

Genel makroekonomik gelişmeler açısından ise, enflasyonun programa uyumu yavaş gerçekleşmiştir. Hedefin %25 olarak belirlenmesine rağmen, TÜFE %39 olarak gerçekleşmiştir (Ekinci, 2002: 100).

2000 yılında para politikasının hedefi enflasyon ile mücadele olarak belirlenmiştir. Yıllardır sürmekte olan yüksek oranlı kronik enflasyonun 3 yıl içerisinde tek haneli rakamlara indirilmesi öngörülmüştür. Yılısonu gerçekleştirmeleri, TEFE'den 12,7 puan, TÜFE'den ise 14 puan sapmıştır. Bununla birlikte, enflasyon son 14 yılın en düşük seviyesinde gerçekleşmiştir.

Kasım 2000 krizi sonrasında IMF'den sağlanan destek ile, sermaye girişlerinde bir canlanma görülmüştür ancak bankacılık sistemindeki yapısal kırılganlığın artması ile, zaten belirsizlikten dolayı tedirgin olan piyasalarda, siyasi kargaşanın da katkısıyla panik ortamı oluşmuş, sürdürülmekte olan döviz kuru politikasının güvenilirliğinin azalması ile, dalgalı kur politikasına geçilmiştir.

Merkez bankası 15 Mayıs 2000'de açıkladığı para programı çerçevesinde, nominal çapa büyüklüğünün nominal çapa olarak kullanılacağını belirtmiştir. Dalgalı kur rejimi ile Merkez bankası yalnızca kısa dönem spekülâtif hareketleri engellemek amacıyla döviz kuruna müdahale etmiştir. 5 Mayıs 2001'de ise, merkez bankası temel amacını fiyat istikrarı olarak belirlemiş ve para politikası kurulu oluşturulmuş, araç bağımsızlığı sağlanmıştır (TCMB, 2001).

2.1. Örtük Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

2001 yılı para politikası, enflasyon hedeflemesine geçiş planının bir parçasıdır ve önkoşulları sağlamaya yönelik bir programdır. 2001 sonunda beklentilerin olumluya doğru kayması, 2001 hedeflerinin tutturulması, Faiz dışı fazlanın %6,5 olarak gerçekleşmesinin öngörülmesi, IMF'den ek finansman sağlanması ve Türkiye'nin kredi notunun yükselmesi, olumlu havayı güçlendirmiştir. Bütün bu olumlu gelişmeler, kurlar üzerindeki baskıları hafifleterek döviz kurlarındaki hareketlilikleri istikrarlı hale getirmiş ancak 2002 ocak ayı enflasyonunun hedeflenenden yüksek çıkması kurlarda yukarı yönlü bir baskı oluşturmuştur (TCMB, 2002: 19).

Türkiye'de enflasyon hedeflemesi stratejisi ilk defa 9 Aralık 1999 yılında IMF'ye sunulan niyet mektubunda dile getirilmiştir. Bu niyet mektubunda 2000-2002 yıllarını kapsayan politikalar hakkında bilgi verilmiştir. Kur politikası ile ilgili olarak, ilk 18 ay içinde döviz kurunun çapa olarak seçileceği ve ikinci 18 ayda ise kurların genişleyen bir bant içinde dalgalanmaya bırakılacağı beyan edilmiştir (Karahana, 2005: 36). Ancak 2000 ve 2001 krizlerinin yarattığı olumsuzluklar sebebiyle bu programın bütün unsurları ile uygulanması zorlaşmıştır 18 Ocak 2002 tarihinde yeni bir niyet mektubu ile 2002-2004 yıllarına ait program IMF'ye sunulmuştur. Bu düzenleme ile 2002, 2003 ve 2004 yılları için enflasyon oranı sırasıyla % 35, % 20 ve % 12 olarak belirlenmiş ve para programı oluşturulmuştur. Bu oluşum, örtük enflasyon hedeflemesi olarak tanımlanmış ve açık enflasyon hedeflemesine geçileceğinin sinyalini vermiştir (TCMB, 2002: 5).

2000 ve 2001 krizlerinin ardından uygulamaya koyulan Güçlü Ekonomiye Geçiş programı, finans sektörünün kırılabilirliğinin azaltılması ve güçlendirilmesi, faiz oranları ve döviz kurlarının istikrara kavuşturulması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve sürdürülebilir büyümenin gerçekleştirilmesini amaçlamıştır. 2002 yılı sonunda TÜFE % 29,7, TEFE ise % 30 olarak gerçekleşmiştir. Böylece uygulanan programa, para otoritesi ve siyasi otorite arasındaki uyuma olan güven artmış ve enflasyon ile mücadelede önemli bir adım atılmıştır (TCMB, 2002: 17).

Krizlerin sebep olduğu ekonomik küçülmenin hemen ardından, yeniden büyüme sürecine girilmiş ve büyüme hızı %7,9'a ulaşmıştır. TÜFE ise yılsonunda % 29,7 ile hedeflerin altında gerçekleşmiştir. 2003 yılı

makroekonomik hedefleri ise enflasyon ile mücadele, borçların azaltılması ve büyümenin sürdürülmesi olarak belirlenmiştir. Yapısal reformların gerçekleştirilmesi, para politikasını ve maliye politikasının iyi ve sıkı bir şekilde uygulanması ile enflasyon ile mücadelede, hedeflenenden daha iyi sonuçlar elde edilmiştir. 2004 yılında, enflasyon oranı % 12 olarak hedeflenmiştir. Programın uygulanmasındaki başarının görülmesi ile fiyat istikrarı hedeflerinin tutturulacağına dair güven artmış, kapasite kullanımının artması ve fiyatları yukarıya çekecek bir baskının oluşmaması, Türk Lirası'nın değer kazanması, enflasyon ile mücadelede önemli katkılar sağlamıştır (TOBB, 2005: 60).

Bu dönem, örtük enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılmış ve açık enflasyon hedeflemesine geçiş için gereken ön koşulların sağlanmasına yönelik çalışmalarla geçmiştir. 20 Aralık 2004 tarihinde açıklanan 2005 yılı para politikasında, 2006 yılından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçileceği ilan edilmiştir.

Yapısal reformlardaki gelişmeler, bütçenin üç yıllık planlanması, orta vadeli programın sürdürülmesi, para politikasının istikrarlı bir şekilde uygulanmaya devam edilmesi ve hedeflerin tutturulması, enflasyon beklentilerini olumlu etkilemiştir. Güven ortamının oluşması, belirsizliğin azalması ile vadeler uzamaya başlamış, faizler kademeli olarak düşmüş ve Yeni Türk Lirası gücünü korumuştur. Mali disiplinden taviz verilmemesi de Hazine'nin borç yükünü azaltmıştır. 2005 yılı sonunda TÜFE, %7,7 olarak gerçekleşmiş ve %8 hedefinin altında kalmıştır.

Enflasyon ile mücadelede, TCMB'nin ekonomik karar birimleri ile iletişiminin şeffaflık ile sağlanmasının önemi, 2002 yılı ve sonrası ile karşılaştırıldığında göz ardı edilemeyecek ilerlemelerin sağlandığı görülmektedir. TCMB'nin piyasa oyuncularının yönlendirici baskılarına taviz vermediği gözlenmiştir (Kansu, 2007: 10).

2.2. Açık Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

Yaşanan yüksek ve kronik enflasyon ve bunun getirdiği yapısal sorunlar ile mali kesimdeki dengesizlik ve disiplinsizlik, enflasyon hedeflemesi uygulamasını geciktirmiştir.

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2001 krizinden sonra, enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamaya karar vermiş ve bu rejimin uygulanmasına elverişli koşulları sağlayabilmek için 2002-2005 yılları arasında bir hazırlık-geçiş dönemi yaşamıştır. Enflasyon ile yapılan mücadelenin olumlu sonuçları ile adım adım enflasyon hedeflemesi rejiminin koşulları gerçekleştirilmiştir. 2006 yılında ise açık enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmaya başlanacağı ilan edilmiştir.

3. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi Rejimine Geçişin

Değerlendirilmesi

1990’ların başlarında uygulanmaya başlanan enflasyon ile mücadeleye yönelik başarısız para politikaları, Türkiye’yi yeni arayışlar içine sokmuştur. Bu sebeple merkez bankası 2001 yılında bağımsızlığa kavuşturulmuş, 2006 yılına kadar ise enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için hazırlık politikaları yürütmüştür.

2001’in sonunda, TCMB istikrar odaklı ve orta vadeli bir planın uygulanacağını açıklamıştı. Ekonominin yüksek büyüme hızı ve düşük enflasyonda sistematik bir şekilde dengeye getirileceğinin sinyalleri verilmişti. Ancak, Türkiye gibi uzun süre enflasyonla yaşayan ve bunun sonucu olarak da güvenilirliği ve saygınlığı düşük olan ülkelerde, bu tür geçişler yavaş olabilmektedir. Gözle görülür ilerlemeler kaydedilmiş olsa da, enflasyon oranının ve fiz oranının daha istikrarlı ekonomilerdeki seviyelerine gelmesi zaman alır (Airaudo, 2004: 22).

Tablo 1. Türkiye’nin Enflasyon Hedeflemesi Performansı

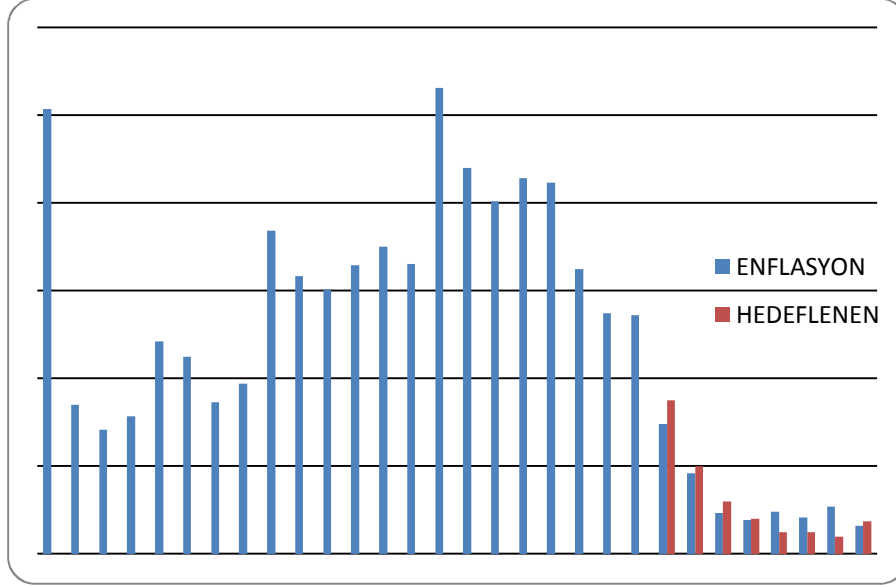
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Hedef (%)	35	20	12	8	5	4	4	7,5
Gerçekleşme (%)	29,7	18,4	9,3	7,7	9,6	8,4	10,06	6,5
Sapma	5,3	1,6	2,7	0,3	-4,6	-4,4	-6,06	1,0

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (<http://www.tcmb.gov.tr>)

2002 yılında enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçmiştir. Grafikten de görüleceği gibi, bu uygulama başarılı olmuş ve açık enflasyon hedeflemesi rejiminin şartlarının gerçekleşmesinin ardından 2006 yılında bu uygulamaya geçildiği ilan edilmiştir. Ancak uygulamaya geçildiğinde, Türkiye ekonomisi, dünya ekonomisinin yaşadığı şokların etkisini hissederek, enflasyonun düşüşünü engelleyen birtakım gelişmelere maruz kalmıştır. Bu gelişmeler, açık enflasyon hedeflemesi döneminin başarısız olmasına sebep olmuştur.

Türkiye'nin enflasyon hedeflemesi rejimindeki performansının doğru bir şekilde değerlendirilebilmesi için uygulama süresi henüz yeterli değildir. Çünkü enflasyon hedeflemesi birkaç yıllık değil, uzun vadeli bir stratejidir. Bu açıdan bakıldığında, sağlıklı değerlendirme için, yalnızca 2006 yılındaki açık enflasyon hedeflemesi değil, 2002 yılında başlatılan örtük enflasyon hedeflemesi de seriye dâhil edilmelidir.

TCMB, 2002'den başlayarak dört yıllık bir süre için, kısa vadeli faiz oranlarının para politikası aracı olarak kullanıldığı bir örtük enflasyon hedeflemesi rejimini uygulamış ve açık enflasyon hedeflemesi rejimi için hazırlık yapmıştır. Örtük enflasyon hedeflemesinin uygulandığı süre içerisinde, dalgalı kur rejimine uyumlu politikalar takip edilmiş ve açıklık enflasyon hedeflemesi rejimine geçilebilmesi için gerekli hazırlıklar yapılmış ve eksiklikler giderilmiştir. Bu hazırlık dönemi olarak tanımlanabilecek dönemde, enflasyon hedeflerine ulaşılmış, hatta daha da altına inilmiş, bu sayede de enflasyon beklentileri kontrol altına alınarak TCMB'nin yönlendirmesine girmiştir. Kamu borçları ile ilgili tartışmalar, geçmişteki gibi çok büyük bir problem olarak görülmemektedir. Yani mali disiplin enflasyon hedeflemesi rejimine uyumlu olacak şekilde sağlanmıştır. Finansal piyasalarda ve bankacılık sektöründe yapılan reformlar ile finansal kesim sıkı denetim altına alınmış, bu sayede güçlenip derinleşmiş, kırılabilirliği azalmıştır. Hazırlık dönemi diyebileceğimiz bu örtük enflasyon hedeflemesi süreci, enflasyonun düşürülüp kontrol altına alınmasında oldukça başarılı olmuştur.



Grafik 7. Türkiye'nin Enflasyon Hedeflemesi Performansı

Kaynak: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (<http://www.tcmb.gov.tr>) verilerinden derlenmiştir

Grafik 7'ye bakıldığında, Türkiye'de enflasyonun kronikleştiği dönem olan 1980'den 2008 yılına kadarki enflasyon oranları ve 2002'den itibaren de, enflasyon hedeflemesi rejimi uyarında belirlenen enflasyon hedefleri görülmektedir. Merkez bankası 2002-2005 döneminde kısa vadeli faiz oranlarını temel politika aracı olarak belirlemiş ve örtük enflasyon hedeflemesi

Örtük enflasyon hedeflemesi dönemindeki makro ekonomik göstergelere bakıldığında, enflasyon, işsizlik ve büyüme açısından oldukça başarılı bir dönem geçirildiği görülmektedir. Enflasyon oranı, enflasyon hedeflemesine geçildiği 2002 yılında % 29,7 iken, hedeflemenin uygulandığı süre içerisinde sürekli olarak nihayet 2005 yılında % 7,7'ye gerilemiştir. Burada dikkat edilmesi gereken nokta, büyüme oranının yıllık ortalama % 7,9 olarak gerçekleşmesi, işsizliğin artmaması ve enflasyon oranının azalmasıdır. Kontrollü bir politika ile düşürülen enflasyonun, işsizlik oranlarını ve büyüme hızını olumsuz yönde etkilemediği sonucuna varılabilir.

2002 yılında başlatılan örtük enflasyon hedeflemesinin başarılı performansının ardından, özellikle de hedeflerin tutturulması ile sağlanan güven duygusunun katkısıyla, kararlar daha şeffaf ve öngörülebilir bir şekilde alınmaya başlanmış ve 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçildiği ilan edilmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiği yıl, dünyada hızlı gelişmelerin ve dalgalanmaların yaşandığı bir süreç başlamıştır. Bu süreçteki dalgalanmalar tabii ki Türkiye'nin uygulamış olduğu politikaları ve sonuçlarını da etkilemiştir. Açık enflasyon hedeflemesinin uygulamaya koyulduğu tarihten itibaren iki yıllık dönem incelendiğinde, para politikasının kontrolü dışında gelişen enflasyonist baskılar meydana geldiği görülebilir. Oldukça uzun süren bu süreç, söz konusu dönem içerisinde enflasyon hedeflerinin aşılmasına sebep olmuştur.

Bu baskılara neden olan şoklara göz atacak olursak, ilk olarak 2006 Mayıs tarihinde, uluslar arası sermaye hareketlerinin gelişmekte olan ülkelere gelişmiş ülkelere doğru yöneldiğini, Türkiye'nin de dahil olduğu gelişmekte olan ülkeler grubundan sıcak para çıkışları olduğunu ve bunların para birimlerinde değer kayıplarına sebep olduğu söylenebilir. Bu dönemde Türkiye'nin yeni para birimi olan Yeni Türk Lirası'nda % 30'a yakın bir değer kaybı gerçekleşmiştir. Bu değer kaybının neden olduğu güvensizlik ve tarım ürünlerinin fiyatlarındaki artışlar, enflasyon beklentilerini yükseltmiş ve enflasyonist baskılara neden olmuştur. Bu durumun kronik olmaması için, para politikası sıkılaştırılmış ve döviz alım ihalelerinin kısa bir süre için durdurulması ve likidite düzenlemeleri gibi önlemler alınmıştır. Bu dönem içerisinde enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısını olumsuz yönde etkileyen en önemli faktörler, bütün dünyada artan petrol fiyatları ve buna bağlı olarak artan diğer emtia fiyatlarıdır. Bu gelişmeler küresel ölçekli olduğundan Brezilya dışındaki tüm ülkelerde enflasyon hedefleri aşılmıştır. Bu açıdan bakıldığında, hedeflerin aşılmasının sebebinin uygulanan yanlış politikalar ve yetersiz önlemler değil, kontrol dışı olan küresel olaylar olduğu anlaşılmaktadır. Ancak yine de, hedeflerin üç yıl üst üste aşılması, dengelerin kırılmasını arttırmış, enflasyon hedeflerinin güvenilirliğini azaltmıştır.

Küresel ekonomideki dalgalanmaların devam etmesi sebebiyle, Merkez Bankası oldukça temkinli politikalar uygulasa da, % 4'lük enflasyon

hedefine ulaşılması, daha uzun bir zaman alacaktır. Bunu öngören TCMB, beklentileri kontrol altına almak, gerilimi azaltmak ve güvenilirliği sağlama amacıyla, 2008 Haziran'da hükümete, orta vadeli hedeflerin revize edilmesini önermiştir. Bu öneri hükümetçe olumlu karşılanmış ve Enflasyon Hedefleri 2009 için % 7,5, 2010 için % 6,5 ve 2011 için % 5,5 olarak belirlemiştir.

2008'in sonuna geldiğimizde, küresel krizin finansal piyasalardaki etkisini göstermesi sonucu ortaya çıkan güven sorunu, sermaye hareketlerini olumsuz etkilemiş ve özellikle de ABD dolarına yönelik büyük bir talep meydana gelmiş, bunun sonucunda da gelişmekte olan ülkelerin para birimlerinde büyük değer kayıpları meydana gelmiştir.

Nakit paraya olan bu talep, emtia ve gıdaya olan talebi azaltmış ve bu ürünlerin fiyatlarını düşürmüştür. Bu düşüş ise enflasyona hedeflemesi rejimine olumlu katkıda bulunmuştur.

Bu bağlamda Türkiye'deki durumu değerlendirmeye çalışırsak, TCMB finansal piyasalardaki daralmayı durdurmak için son dönemlerde rekor sayılabilecek faiz indirimlerine gitmiştir. 2008 Aralık ayında, TCMB, gecelik faizleri % 18,75'ten % 17,50'ye, borçlanma faizlerini de % 16'dan % 15'e çekmiştir.

Türkiye, bütçe disiplini sağlayamaması, fiyat istikrarı problemini ciddiye almaması ve bu konuda belirgin hedefler koymaması ve bu hedeflere yönelik kararlı adımlar atmaması gibi sebeplerle gelişmekte olan ülkelerle karşılaştırıldığı zaman, ekonomisinde istikrarlı ve sürdürülebilir bir büyüme sağlayamamıştır ve bunun sonucunda, 1970'lerde başlayan ve 2000'li yıllarına başına kadar süren kronik enflasyonist süreç yaşamıştır. Ancak 2001 krizinin ardından problemlerin üzerine kararlılıkla gidilmesi ve bu yönde yapılan radikal değişiklikler ile hem enflasyon oranında oldukça belirgin bir düşüş sağlanmış, hem de yüksek büyüme oranlarına ulaşılmıştır.

Özellikle de TCMB'nin yapısının değiştirilmesi ile bankanın araç bağımsızlığı kazanması ve temel amacının fiyat istikrarının sağlanması olarak kanun ile belirlenmesi sayesinde TCMB, enflasyon ile mücadelede bütün zaman ve enerjisini harcayacak bir kurum haline gelmiştir. Bu yapısal değişiklikler ile 2002-2007 yılları arasındaki ortalama enflasyon oranı %

74,8'den % 13,9'a düşürülmüş, ortalama büyüme hızında ise oldukça yüksek bir oran olan % 6,8'e ulaşılmıştır.

Makroekonomik göstergelerde meydana gelen bu olumlu gelişmelerin olduğu dönemde, yüksek yatırım oranlarına ulaşılmış, kapasite kullanım oranına paralel olarak üretim miktarı artmış, yatırımlar ile tarım dışı istihdamda yükselmeler olmuş, ihracat hem miktar hem de değer olarak artmış, üstelik bu ihracat, yalnızca dünya piyasalarının artan talebi sebebiyle gerçekleşmemiş, Türkiye'nin ihracat açısından dünyadaki payı da artmıştır.

2007 yılına gelindiğinde ise, Türkiye için hem yurtdışında hem de yurtdışında önemli gelişmeler olmuştur. Yurtdışı hareketliliğin nedeni Meclis başkanlığı seçimi, Cumhurbaşkanlığı seçimi ve genel seçimler yaklaşık olarak aynı tarihlerde gerçekleştirilmiş, yeni hükümet kurulmuş, anayasa değişikliği referandumu yapılmıştır. Bu kadar iç siyasi gelişmelerin yanında, ABD'de konut finansmanı sistemindeki sorunların ortaya çıkması, bütün dünyanın ekonomik dengeleri üzerinde olumsuz etkiler yaratmıştır. Bu gelişmeler, gelişmiş ülkeleri bile derinden etkilerken, ekonomisi henüz yeni toparlanmaya başlayan Türkiye'yi de sarsmıştır. Buradan, özellikle de büyümenin sürdürülmesi noktasında daha fazla ilerleme sağlanması gerektiği sonucu çıkmaktadır. Enflasyondaki düşüşe rağmen, merkez bankası enflasyonla mücadele programını kararlılıkla sürdürmesi gerekmektedir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin şoklara karşı esnek politikalar uygulanmasına esneklik sağladığı söylenebilir. Orta vadeli enflasyon beklentilerine baktığımızda, ilginç bir şekilde, gerçekleşen enflasyon oranının hedeflenen enflasyon oranının –üstelik üst üste birkaç yıl- üzerinde kalmasına rağmen, beklenen enflasyonun gerçekleşen enflasyonda her zaman daha düşük olduğu görülmektedir. Uzun yıllar süren kronik yüksek enflasyonun ardından, her türlü olumsuzluktan oldukça fazla etkilenen ve duyarlı olan enflasyon beklentilerinin bu şekilde kontrol altında tutulabiliyor olması, enflasyon hedeflemesi rejiminin en önemli faydalarından birisidir.

3.1. 2008 Küresel Finansal Krizin Enflasyon Hedeflemesi Politikalarına Etkileri

2007 yılına kadar bütün dünya genelinde görülen finansal büyüme, talebe de yansımış, emtia ve gıda fiyatları artmış dünya piyasalarına enflasyonist bir baskı oluşmuştur. Özellikle OPEC ülkelerinin, petrolün fiyatının artmasıyla beraber gelirlerinin de artması, harcamalarına da yansımış ve dış taleplerini arttırmışlardır. Bütün gelişmiş ülkeler, bu dönemde son yılların en yüksek enflasyon oranları ile karşılaşmışlardır. Genel olarak, bu büyüme trendinin ve enflasyonist baskıların sonucu olarak, enflasyon oranı gelişmiş ülkelerde % 18,4 oranında, gelişmekte olan ülkelerde ise % 36 oranında artmıştır.

Bu finansal kriz, enflasyonla mücadele açısından en çok gelişmekte olan ülkeleri ve bankacılık sektörünün ekonomide büyük bir ağırlık oluşturduğu ülkeleri etkilemiştir. Bu ülkelerde enflasyon oranı hemen hemen % 100 artış göstermiştir (Acet, 2009: 208).

2008 yılında ise ABD’de dev finans kuruluşlarına el konulmuş, serbest piyasa ekonomisinin kalbinde gerçekleşen bu olay, finansal krizin tetiklenmesine sebep olmuştur. Daha sonra finans şirketlerinin iflas açıklamaları ile başlayan hisse senetlerindeki kayıplar, devletlerin bu şirketlere mali yardımlarda bulunmalarını gerektirmiş ve dünya genelinde kredi darlığı ve yüksek finansman maliyeti ortaya çıkmıştır (TCMB, 2008: 9).

Dünyada finansal sınırların olmaması, bu olumsuz gelişmelerin bulunduğu ülke ile sınırlı kalmasını engellemiş ve global ölçekli bir finansal kriz başlamıştır. ABD’de yaşanan iflaslar ve devlet destekleri Avrupa’ya da yayılmıştır. Kredi piyasalarının daralması sürmüş ve düşük işletme sermayesi ile çalışan gelişmekte olan ülkelerdeki şirketler, kendilerini krizden koruyamamışlardır. Özellikle de uluslar arası para birimine sahip gelişmiş ülkelerdeki likidite talebinin artması, gelişmekte olan ülkelere devalüasyon olarak yansımıştır. Döviz kuru ve enflasyon oranı arasındaki pozitif ilişki de dikkate alındığında, petrol ve gıda fiyatlarının yükselecek olmasının enflasyonist etkileri ortaya çıkacak ve hedefler revize edilecektir.

SONUÇ

Dünyada sermaye hareketlerinin ve serbestliğinin artması ve finansal duvarların ortadan kalkması sonucunda, para otoriteleri ve kullandıkları politikalar oldukça değişken ve istikrarsız bir ortamda kalmışlardır. Böyle bir ortamda, merkez bankalarının rolleri daha belirginleştirilmesi gereği ortaya çıkmış ve para politikasının nihai amacı, fiyat istikrarının sağlanması ve enflasyon oranının optimum seviyede tutulması olmuştur. Bu nihai amaca ulaşılması sürecinde toplumun psikolojik olarak bu hedefe odaklanmasının gerekliliği anlaşılmış ve güvenilirliğin vazgeçilmez bir koşul olduğu ortaya çıkmıştır.

Enflasyonun istenen seviyede tutulmak istenmesi, parasal büyüklük hedeflemesi, nominal faiz oranı hedeflemesi ve döviz kuru hedeflemesi gibi stratejilerin denenmesine yol açmış, başarısız sonuçlar ise yeni arayışlara sebep olmuştur. Bu yeni arayış süreci sonunda, enflasyon hedeflemesi rejimi ilk kez Yeni Zelanda tarafından uygulanmış ve başarılı sonucun ardından gelişmiş ülkelerce de benimsenmiş ve başarılı örneklerin artmasıyla, birçok ülke tarafından benimsenmiştir. Enflasyon hedeflemesi, önceden hedef olarak belirlenmiş bir enflasyon oranına, belirli bir süre sonunda, uygun para politikası araçlarının uygun şekillerde kullanılarak ulaşılması uygulamasıdır.

Enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşabilmesi için, merkez bankasının bağımsız olması, mali baskınlığın olmaması, güçlü ve derin bir finansal piyasanın bulunması ve diğer parasal değişkenlere ilişkin katı taahhütlerin bulunmaması, yani öncelikli hedefin fiyat istikrarı olması, bu rejime geçilmeden önce sağlanması gereken önkoşullardır.

Enflasyon hedeflemesinin önkoşullarının sağlanmış olması, rejimin başarısı için gerek şarttır fakat yeter şart değildir. Bunların yanında, rejimin uygulamaya koyulmasından sonra sürecin mümkün olduğunca başarıya odaklı olması için bazı unsurlar gereklidir. Enflasyon hedeflemesinin işleyişi açısından bileşenleri, Orta vadeli bir hedefin belirlenip ilan edilmesi, fiyat istikrarının temel amaç olduğunun taahhüdü, araçların kullanılmasında her türlü değişkenin veri olarak kullanılması, merkez bankasının iletişim kanallarını düzenli kullanarak şeffaf bir politika izlemesi ve etkin bir ekonometrik modelin kullanılmasıdır.

Enflasyon hedeflemesi rejiminin Türkiye'deki uygulamasına baktığımızda, hedeflerin 2006 için % 5, 2007 ve 2008 için % 4 olarak belirlendiğini görmekteyiz. Gelişmiş ülkeler için bu oranların % 1 ile % 3 arasında bir değer olarak belirlenmesi gerekliliğine rağmen, Türkiye'nin gelişmekte olan bir ülke olması ve ekonomik ve siyasi yapısının farklı olması sebebiyle TCMB tarafından belirlenen oranlar, bu aralıktan farklıdır. Kaldı ki, gelişmekte olan ülkeler arasında bile, her ülkenin kendine has özellikleri olduğundan, aynı ekonomik gelişmişlik düzeyine sahip ülkelerde bile hedefleme süresi ve sayısal hedef, farklılık gösterebilir.

Türkiye, açık enflasyon hedeflemesine geçtiğinden itibaren, başarılı enflasyon hedeflemesi performansı sergileyememiştir. Bunun nedeni, örtük enflasyon hedeflemesi dönemindeki başarılı sonuçların etkisi vardır. Ancak, Türkiye'nin uzun yıllar süren kronik enflasyonunun ardından, bu kadar düşük bir hedef belirlenmemesi daha iyi olabilirdi. Türkiye'nin, kendi ekonomik, siyasi, sosyal yapısına daha uygun bir metot kullanılarak hedef saptanması daha doğru bir seçimdir. Bunlar dikkate alınarak, TCMB tarafından hükümete açık mektup ile yeni hedefler belirlenmesi önerilmiş, bu öneri hükümetçe mantıklı bulunmuş ve 2009 için % 7,5, 2010 için % 6,5 ve 2011 için % 5,5 oranları, yeni sayısal enflasyon hedefleri olarak belirlenmiştir.

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, enflasyon hedefinin hangi kurumlarca belirlenip ilan edileceği de, topluma bir uzlaşma mesajı vermesi açısından önemlidir. Siyasi otoritenin ve para otoritesinin ortak belirlediği hedef, temel görevi fiyat istikrarı olan para otoritesinin hükümetçe uygulanan politikalarla da desteklendiğini gösterecektir. Bu doğrultuda, 2001 yılında TCMB Kanunu'nda değişiklik yapılmış ve enflasyon hedefinin hükümet ve TCMB tarafından belirleneceği kanunlaştırılmıştır. Bu hedefin kamuoyuna duyurulması ise, ikinci aşamadır ve her iki kurumun temsilcilerinin katıldığı bir basın toplantısı ile duyurulmalıdır. Çünkü hedefin ortak bir şekilde ilan edilmesi, her iki kurumun da hedefe bağlı kalacağını bir göstergesidir.

Enflasyon hedeflemesi uygulamasında, Türkiye henüz yolun başında olduğundan, başarılı veya başarısız olması konusunda karar vermek için erken. Ancak, ardı ardına gelen krizler sonrasında uygulanan para ve maliye politikaları ile birlikte, kurumsal reformların kararlılıkla sürdürülmesi sayesinde enflasyon oranında önemli iyileşmeler yaşanmış ve yüksek

büyüme hızlarına ulaşılmıştır. Enflasyonun düşürüldüğü bu dönemde, belirsizliğin azalması ve faizlerin düşmesiyle yatırımlar hızlanmış, kapasite kullanım oranının artması ile birlikte üretim miktarı artmış, ihracat hem tutar hem de miktar olarak artmış ve Türkiye'nin dünya'daki pazar payı artmıştır. Bütün bu gelişmeler, ekonomik büyümeyi sağlamıştır.

2007 yılına gelindiğinde, hem Türkiye'deki seçimlerin yarattığı belirsizlik, hem de ABD'de başlayan konut finansmanındaki sıkıntılar ile artan emtia fiyatları, enflasyonun bütün dünyada yükseliş eğilimine girmesine sebep olmuştur. Bu küresel etki sebebiyle, Brezilya hariç, enflasyon hedeflemesi uygulayan bütün ülkelerin enflasyon gerçekleştirmeleri, hedefin üzerinde kalmıştır.

Türkiye'de örtük enflasyon hedeflemesi rejimi sürecinde elde edilen başarı, çeşitli sebeplerle, özellikle de dış şoklar sebebiyle, açık enflasyon hedeflemesi sürecinde tekrar edilememiştir. Yine de, bu olumsuz gelişmelere karşın, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve ekonominin kırılganlığının azaltılması, Türkiye'ye dış şoklara karşı esnek davranma şansı vermiştir.

İçinde bulunduğumuz an için, Türkiye'de uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin başarısı konusunda kesin bir karar vermek doğru değildir. Enflasyon hedeflerinin 2006, 2007 ve 2008 yıllarında tutturulamamış olmasına rağmen, beklentiler sürekli gerçekleştirmelerin altına kalmıştır. Bu da, merkez bankasının enflasyon hedeflemesi politikaları sayesinde, bütün olumsuzluklara rağmen, iktisadi karar birimlerinin enflasyona dair beklentileri kontrol altına aldığını ve yönlendirebildiğini göstermektedir. Bu açıdan uygulamada başarılı, ancak çeşitli sebeplerle nihai hedefe ulaşmada başarısız olduğu söylenebilir. 2009 yılında ise hammadde fiyatlarının düşmesi ile birlikte enflasyon hedefinin altında bir orana ulaşılmıştır. Kesin sonuca varabilmek için, küresel krizin tamamen atlatılması, dünya ve Türkiye ekonomisi istikrara kavuştuktan sonraki uygulamalara ve hedeflere ulaşmadaki performans değerlendirilmelidir.

KAYNAKÇA

Acet, Hakan (2009). “Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Rejimi: Teori, Politika Ve Türkiye Üzerine Bir Değerlendirme”, Selçuk Üniversitesi, Konya.

- Airaudo, Marco (2004). **“Can Turkey Move to Explicit Inflation Targeting? Some Lessons from a Simple Model of Policy Design with Imperfect Credibility”**, Lab on European Economics, Rome.
- Alper, C. Emre, Murat Üçer (1998). **“Some Observations on Turkish Inflation: A ‘Random Walk’ Down the Past Decade”**, Stabilization in an emerging Market: Case of Turkey Conference, Bogazici University, January 23.
- Aydoğan, Esenay (2004). **“1980’den Günümüze Türkiye’de Enflasyon Serüveni”**, Celal Bayar Üniversitesi, Yönetim ve Ekonomi Dergisi, Cilt 11, Sayı 1, Manisa.
- Bofinger, Peter (2000). **“Inflation Targeting: Much Ado About Nothing”**, Universität Würzburg and CEPR, Şubat.
- Ekinci, Nazım Kadri (2002). **“Anatomy of Recent Crisis in Turkey”** Journal of Economic Cooperation 23.
- İnan, E. Alpan (2002). **“Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye”** Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu Yayınları, Ankara.
- Kansu, Aydan. (2007). **“Para Politikasında Şeffaflık ve Enflasyonist Beklentilerin Yönlendirilmesi”**, Doğu Üniversitesi Dergisi, 8(1).
- Karataş, Muhammed (2000). **“1990 Sonrası Türkiye’de Uygulanan Para Programları”**, Balıkesir Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi Cilt 3 Sayı:4 Balıkesir.
- Kesriyeli, Mehtap (1997). **“1980’li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri”** Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Yayınları, Ankara, Araştırma Genel Müdürlüğü, No. 97/4, Ankara.
- Mishkin, Frederic S. (2000). **“Inflation Targeting in Emerging Market Countries”** NBER Working Paper Series. No. 7618.
- Mishkin, Frederic (2000). **“Issues in Inflation Targeting”**, Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy Conference, Ottawa, Canada.
- TCMB, (2008). **“Enflasyon Hedeflemesi Rejimi”**.
- TCMB, (2002). **“Fiyat İstikrarı”**, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>
- TCMB, (2001). **“Yıllık Rapor 2001”**, (Çevrimiçi) <http://www.tcmb.gov.tr>.

TOBB, (2005). **“2004 Yılı Ekonomik Raporu”**: 60. Genel Kurul, Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Ankara.

Usta, Bülent, (2003). **“Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelerde Uygulanabilirliđi ve Türkiye Örneđi”**, Ankara, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Uzmanlık Tezleri.