

ENFLASYON HEDEFLEMESİ AÇISINDAN PETROL VE KUR ŞOKU

Cem Mehmet BAYDUR*

Özet

Bir ekonomide cari çıktı ile doğal çıktı birbirine eşit olmadığı sürece enflasyon hedefi sıfır olamaz. Enflasyon hedefi için asgari oran ekonomideki çarpıklık (distortion) derecesi tarafından belirlenmektedir. Ekonomideki çarpıklık kısaca, fiyat mekanizmasının etkinliğini azaltan her türlü olay ve düzenleme olarak tanımlanabilir. Çarpıklıklarla beraber şoklar da enflasyon hedeflemesi analizine dâhil edildiğinde merkez bankası enflasyon oranı ve çıktı istikrarı arasında seçim yapmak zorunda kalacaktır. Eğer şoklar kalıcı ise ciddi ölçüde ekonomik çarpıklıklara sebep olmaktadır. Bu koşullarda merkez bankası enflasyon hedefini revize etmek zorundadır. Makalenin amacı Türkiye ekonomisi için kur ve petrol şoklarının enflasyonu nasıl etkileyeceğini göstermek ve Türkiye'deki enflasyon hedeflemesini ne yönde değiştireceğini belirlemektir. Çalışmanın ekonometrik bulguları kur şoklarının enflasyon hedeflemesine uzun dönemde olumlu katkı yapacağına işaret etmektedir. Petrol şokları ise Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının hedeflerini gözden geçirmesine neden olacaktır.

Abstract

Inflation targeting cannot be zero unless current output is not equal to potential output. The minimum rate for inflation targeting is determined by the economic distortion rate. Economic distortions can shortly be defined as all the events and regulations that reduce the efficiency of price mechanism. When the shocks are included with the distortions into the analysis of inflation targeting, the central bank is compelled to make a choice between inflation and stability of the outcome. If the shocks are permanent, the they will cause serious distortions in an economy. Under these circumstances, central bank has to revise its inflation targeting. The main purpose of this study is to analyze how oil and exchange rate shocks affect inflation and how these shocks affect the inflation targeting in the Turkish economy. The econometric evidence of this study reveals that exchange rate shocks affect inflation targeting in a positive way in the long run, whereas oil shocks would lead Central Bank of Turkish Republic to revise its inflation targeting in the long run.

* Doç. Dr. Cem Mehmet Baydur, Muğla Üniversitesi, İ.İ.B.F., İktisat Bölümü, Kötekli Köyü, Muğla.

Tel: 0252 211 13 95 E-Mail: cbaydur@mu.edu.tr.

Anahtar Kelimeler: Enflasyon Hedeflemesi, Şoklar, Çıktı Açığı

Keywords: Inflation targeting, Shocks, Outcome Gap.

I. Giriş

Türkiye’de 2006 yılının ilk çeyreğinde petrol fiyatlarında yaşanan yükselmeler ve 2006 Mayıs ayından itibaren de döviz kurunda meydana gelen ciddi dalgalanmalar kamuoyunda Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının (TCMB) enflasyon hedefini revize edip etmeyeceği konusunda tartışmalara neden olmuştur. TCMB’nin enflasyon hedeflemesi politikasını dizayn ederken veri olarak aldığı petrol fiyatları son zamanlarda önemli ölçüde artmıştır (TCMB,2006-I, 2006-II). Bunun yanında kurda yaşanan gelişmeler de petrol fiyatlarında benzer sonuçlar ortaya çıkarmıştır. Teoride bu tür ani ve beklenmedik fiyat değişmelerine şok denilmektedir (Blanchard & Fischer, 2000). Dolayısıyla önemli bir girdi olan petrolün fiyatındaki ve yabancı paraların YTL (TL) cinsinden değerlerindeki artış, hem birincil kanallardan (girdi fiyatları) hem de ikincil kanallardan (beklentiler) enflasyonu yükseltmiştir. TCMB enflasyon hedefini 2006 yılı için revize etmiş ve beklentilerdeki bozulmayı engellemek için faizleri yükseltmiştir. Bunun yanında orta vadede enflasyon hedeflerini koruduğunu kamuoyuna duyurmuştur (TCMB,2006-III).

Merkezbankasının, belli bir dönem için, enflasyon oranında sayısal bir değer hedefleyerek kamuoyuna açıklaması ve bütün para politikası hedeflerini belirlemiş olduğu enflasyon oranı doğrultusunda tasarlamasına enflasyon hedeflemesi denilmektedir. Tanımlamadan da anlaşılacağı üzere enflasyon hedeflemesi dinamik ve esnek bir süreçtir (Carare, Stone, 2003). Enflasyon hedeflemesi genellikle üçer yıllık programlarla uygulanmaktadır (Miskin, 1998; Süslü, 2005). Merkez bankası enflasyon hedefi hariç hiç bir taahhüde girmemekte, bütün para politikası araçlarını enflasyon hedefi doğrultusunda istediği gibi kullanmaktadır (Walsh, 1995). Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi esnek bir para politikası yaklaşımıdır (Baydur, Süslü, Bekmez, 2005).

Tanımlama doğru olmakla beraber yetersizdir. Çünkü enflasyon hedeflemesi uygulamasında hedeflenen iktisadi birimlerin enflasyon beklentileridir. Merkez bankası kendi hedefleri doğrultusunda temel politika aracı olan kısa vadeli faizleri kullanarak iktisadi birimlerin enflasyon beklentilerini yönlendirir veya hedefler. Enflasyon hedeflemesi de ara düzey bir para politikası hedefidir. Merkez bankası fiyatları/ücretleri doğrudan kontrol edemez (Sevennson, 2005). Ancak iktisadi birimlerin beklentilerini etkileyebildiği ölçüde fiyatları dolayısıyla enflasyonu kontrol eder.

Enflasyon hedeflemesi ile ilgili yapılan çalışmalarda enflasyonda istikrar için gerekli olan başarı şartı inandırıcılıktır. İnandırıcılık merkez bankasının verdiği sözleri yerine getirmesidir. Eğer bir merkez bankası yeterli inandırıcılığa (kredibilite) sahipse enflasyon hedeflemesi ile hem çıktıda hem de enflasyonda istikrar sağlayabilir (Flood & Isard, 1989). Enflasyon hedeflemesi, enflasyonun gerilemesinde önemli bir rol oynar. Enflasyon hedeflemesinde doğal çıktı düzeyinde sapma olarak tanımlanan enflasyonu düşürme maliyeti de düşüktür (Blinder, 1999). Enflasyonu düşürme sürecinde fiyat istikrarı ile çıktı istikrarı arasında doğal bir uyum bulunmaktadır. Bu uyum enflasyonu düşürme açısından merkez bankasına önemli bir sorumluluk yüklemektedir. Daha açık bir şekilde ifade edilecek olursa; enflasyonu hedefleyen bir merkez bankası zaman zaman ortaya çıkacak enflasyon dalgalanmaları ile çıktıdaki dalgalanmaları birlikte dikkate almak zorundadır. Özellikle şoklar enflasyon hedeflemesine dâhil edildiğinde merkez bankası enflasyon ile çıktı istikrarı arasında seçim yapmak zorunda kalacaktır: Eğer şoklar kalıcı ve ciddi ölçüde ekonomik çarpıklıklara sebep oluyorsa, merkez bankası enflasyon hedeflerini revize etmek zorundadır. Merkez bankası bu şekilde davranmadığı takdirde ekonomiyi çok ciddi bir çıktı maliyeti ile karşı karşıya bırakacaktır. Toplumsal açıdan bu tür yüksek çıktı maliyetleri uzun süre sürdürülemeyeceğinden merkez bankası er veya geç enflasyon hedefini revize etmek zorunda kalacaktır (Schaechter, 2002).

Makalenin genel amacı da enflasyon hedeflemesi uygulayan bir merkez bankasının, ortaya çıkan petrol ve kur şokları karşısında enflasyon hedefini ne zaman ve neden değiştirmesi gerektiğini göstermektir. Makalenin diğer bir amacı da; TCMB'nin petrol ve kur şoku karşısında izlediği para politikasının doğru olup olmadığını değerlendirmektir. Bunun için öncelikle enflasyon hedeflemesi hakkında Blanchard'ın (2003) çalışması temel alınarak teorik bir çerçeve verilecektir. Daha sonra bu teorik zeminden faydalanılarak petrol/kur şoklarının TCMB'nin izlediği enflasyon hedeflemesi üzerine olası etkileri ve bunun karşısında TCMB'nin izlediği para politikası yorumlanacaktır.

II. Teorik Model

Günümüzde merkez bankalarının temel amacının fiyat istikrarı olduğu vurgulanmaktadır. Çünkü merkez bankaları açısından fiyat istikrarının sağlanması, diğer bütün ekonomik amaçların gerçekleştirilmesini kolaylaştırmaktadır. Fiyat

istikrarına ulaşmada merkez bankalarının izlediği en yaygın politikalardan birisi de enflasyon hedeflemesidir. Enflasyon hedeflemesinin merkez bankaları tarafından yoğun bir şekilde kullanılmasının özünde, çıktı ile fiyat istikrarının birlikte/aynı anda (doğal uyum) gerçekleştirilebilmesi yatmaktadır. Belli şartlar altında fiyat istikrarıyla doğal çıktı düzeyindeki istikrar bir biri ile uyumlu olmaktadır. Bunu göstermek için Blanchard'ın bir modeli kullanılacaktır. Modelde fiyatlar ve ücretler aşağıdaki gibi tanımlanmaktadır (Blanchard & Fisher, 2000).

$$p = w + \alpha y + e_p \quad (1)$$

$$w = Ep + \beta y + e_w \quad (2)$$

p , w ve y sırasıyla; fiyatlar genel düzeyinin, nominal ücretin ve çıktının logaritmasını göstermektedir. Fiyatlar genel düzeyi, ücret, çıktı ve hata terimi olarak ifade edilecek olan e_p 'nin artan bir fonksiyonudur. e_p terimi nispi fiyatlardaki mark-up oranını ve teknolojik değişimleri açıklamaktadır (Barro, 1997; Taylor,1983). Ücretler de; beklenen enflasyon Ep , çıktı ve hata terimi e_w 'nin artan bir fonksiyonudur. e_w terimi pazarlık gücü ve işsizliğin büyüklüğüne bağlıdır (Barro, 1997).

Enflasyon beklentilerinin adaptif olduğu varsayımı altında, π enflasyon oranını göstermekte ve parantez içindeki terimler de gecikme uzunluğunu belirtmektedir. E notasyonu ise beklentileri tanımlamaktadır.

$$Ep = p(-1) + \pi(-1) \quad (3)$$

Çarpıklıkların olmadığı ve fiyat beklentilerinin doğru olduğu bir ekonomideki çıktı düzeyine doğal çıktı düzeyi denir (Blanchard&Fischer,2000). Doğal çıktı düzeyi y^* ile gösterilmektedir ve (1) ile (2) nolu denklemlerden faydalanarak aşağıdaki gibi türetilebilir.

$$p = Ep + \beta y + e_w + \alpha y + e_p \quad (3.1)$$

$$p - Ep = \beta y + e_w + \alpha y + e_p \quad (3.2)$$

Doğal çıktı düzeyinde beklentiler doğru olarak belirleneceğinden, yani $p - Ep = 0$ olacağından, yukarıdaki iki denklem yardımı ile doğal çıktı miktarını da aşağıdaki şekilde ifade etmek mümkündür.

$$y^* = -\frac{1}{(\alpha + \beta)}(e_p + e_w) \quad (4)$$

(1), (2), (3) ve (4) nolu denklemler bir araya getirilerek enflasyonla çıktı arasındaki ilişkiyi betimleyen aşağıdaki (5) nolu denklem yazılabilir.

$$p = Ep + \beta y + e_w + \alpha y + e_p \quad (4.1)$$

$$p = p(-1) + \pi(-1) + \beta y + e_w + \alpha y + e_p \quad (4.2)$$

$$p = p(-1) + \pi(-1) + (\beta + \alpha)y + (e_w + e_p) \quad (4.3)$$

$$y^* = -\frac{1}{(\alpha + \beta)}(e_p + e_w) \quad (4.4)$$

$$-(\alpha + \beta)y^* = (e_p + e_w) \quad (4.5)$$

$$p = p(-1) + \pi(-1) + (\beta + \alpha)y - (\alpha + \beta)y^* \quad (4.6)$$

$$p - p(-1) = \pi(-1) + (\beta + \alpha)y - (\alpha + \beta)y^* \quad (4.7)$$

$$p - p(-1) = \pi \quad (4.8)$$

$$\pi = \pi(-1) + (\beta + \alpha)(y - y^*) \quad (4.9)$$

$$\pi - \pi(-1) = (\beta + \alpha)(y - y^*) \quad (5)$$

(5) nolu denklem fiyat istikrarı açısından iki sonucu bünyesinde taşımaktadır. Birincisi, (5) nolu denkleme göre enflasyondaki değişim çıktı açığının bir fonksiyonudur. İkincisi de (5) nolu denklemde karıştırıcı terimlerin yani şokların (e_p, e_w) analizden dışlanmasıdır. Enflasyondaki değişim sadece çıktı açığına bağlanmaktadır. Şokların (e_p, e_w) (5) nolu denklemde dışlanmasının nedeni, e_p, e_w etkilerinin çıktı açığı üzerinden analize taşınmasıdır (yukarıdaki çözümlene sürecine bakınız). Bu tür bir çözümlene mantığının getirdiği sonuç, çıktı açığının enflasyon ve şoklar arasındaki ilişkiyi ölçmek için hem yeterli bir kavram hem de yeterli bir istatistikî ölçüt olduğudur.

Modelin enflasyon ile ilgili elde edilen sonucu rasyonel beklentiler için de genişletilebilir. Bu tür beklentilere sahip bir modelde, enflasyon geçmiş enflasyon değerlerinden hareketle değil, rasyonel beklentiler varsayımı altında, ekonomideki tüm bilgi kullanılarak enflasyon beklentisi çıktı açığı ile birlikte tahmin edilerek belirlenmektedir. Ancak elde edilen sonuç (5) nolu denklemdeki ile benzerdir (Blanchard, 2003).

(5) nolu denklemde şok terimlerinin dışlanmasının direkt ve dolaylı etkileri vardır. Bu etkilerin görülebilmesi için yukarıdaki analizin biraz daha genişletilmesi gerekmektedir. Bu genişletmeye enflasyonda istikrarın ne anlama geldiği tanımlanarak başlanabilir. Enflasyonda istikrar; enflasyonun belli değerde

karar kılmasıdır: $\pi = \pi(-1) = \bar{\pi}$. (5) nolu denkleme göre fiyat istikrarı açısından çıktıdaki dalgalanma yani çıktı açığı da sıfır olmak zorundadır. Bir başka şekilde ifade edilirse, doğal çıktı düzeyinin cari çıktı düzeyine eşit olması gerekir: $y_t = y_t^*$. Çalışmanın başında enflasyonla çıktı arasındaki doğal uyumdan anlaşılması gereken de budur. Bu uyumun merkez bankası para politikası veya enflasyon hedeflemesi politikası üzerine çok ciddi etkileri bulunmaktadır. Doğal uyum altında merkez bankası için tek bir enflasyon hedefi vardır. Bu hedef de sıfır enflasyondur. Eğer ekonomide değişik nedenlerden dolayı çarpıklıklar mevcut ise sıfır enflasyon oranı hedef olarak alınamaz¹. Bu koşullarda merkez bankası tarafından ilan edilen enflasyon hedefi, doğal çıktı düzeyinden sapmanın bir fonksiyonudur. Ekonomideki cari çıktı düzeyi doğal çıktı düzeyinden çeşitli nedenlerden (örneğin mark-up oranları ile ücretler arasındaki çekişme, fiyatların uyarlanma hızının sonsuz olmaması (Akyüz, 1977) gibi) dolayı farklı olacaktır. Bu tür çarpıklıkların mevcut olduğu bir ekonomide doğal çıktı düzeyine birinci en iyi olarak da bakılamaz. Çıktı açığının ekonomideki çarpıklıklardan dolayı sıfırdan farklı olduğu durumlarda merkez bankasının pozitif bir enflasyon hedefi olacaktır. Enflasyon hedefi sıfır olmayacaktır. Bunu matematiksel olarak görebilmek için doğal çıktı artış hızının birinci en iyi çıktı artış hızı ile olan ilişkisi aşağıdaki gibi kurgulanabilir.

$$y^* = y^f - a + \eta \quad (6)$$

y^f , birinci en iyi çıktı artış hızını, a bir sabiti göstermektedir, η de hata terimidir, ortalaması sıfırdır, varyansı sabittir ve doğal büyüme hızının birinci en iyi çıktı artış hızından ekonomideki çarpıklıklar yüzünden ne kadar uzaklaşacağını göstermektedir. (6) ve (5) nolu denklemler bir araya getirilirse çıktı açığı, şoklar ile enflasyon arasındaki ilişkiyi veren (7) nolu denklem elde edilir.

¹ Fischer (1996) enflasyon hedeflemesinde hedeflenen enflasyon oranının sıfır olması gerektiğini belirtmiştir. Çünkü pozitif bir enflasyon hedefi merkez bankasının inandırıcılığını azaltmaktadır. Buna karşın Walsh (2000) sıfır enflasyon oranının mümkün olmadığını iktisadi birimlerin beklentilerine dayanarak göstermiştir. İktisadi birimler pozitif bir enflasyon beklentisine sahip oldukları sürece para otoritesi iktisadi birimlerin beklentilerinden daha iyi bir enflasyon oranını hedefleyemez.

$$\pi = \pi(-1) + (\beta + \alpha)(y - y^*) \quad (6.1)$$

$$\pi = \pi(-1) + (\beta + \alpha)(y - (y^f - a + \eta)) \quad (6.2)$$

$$\pi = \pi(-1) + (\beta + \alpha)(y - y^f + a) - (\beta + \alpha)\eta \quad (7)$$

Merkez bankasının bir önceki dönem enflasyon hedefini gerçekleştirdiği var sayılıp ($\pi(-1) = \pi^T = \bar{\pi}$) petrol ve kur şokunu değerlendirmek için (7) nolu denklem yeniden yazılırsa (8) nolu denklem elde edilir.

$$\pi - \bar{\pi} = (\beta + \alpha)(y - y^f + a) - (\beta + \alpha)\eta \quad (8)$$

(8) nolu denklemi kullanarak ekonomide ortaya çıkan şokların enflasyon ve çıktı açığı üzerindeki etkileri değerlendirilebilir. (8) nolu denklemdeki η varyansının (şokları temsil ettiği hatırlanmalıdır) niteliğine göre merkez bankası fiyat istikrarı ile çıktı istikrarı arasında bir değiş tokuşla yüz yüze gelir. Şoklar ortaya çıktığında enflasyonla çıktı açığı arasındaki uyum ki buna bu çalışmada doğal uyum denilmiştir artık tam değildir. Bu durumda şoklar, enflasyon ve çıktı açığı arasında (enflasyon açığı: $\pi - \bar{\pi}$, çıktı açığı: $y - y^f$) dağıtılacaktır. Şoklar analize dahil edildiğinde merkez bankalarının enflasyon hedeflemesinin doğal uyum süreci, şokların türüne göre tamamen değişmektedir. Şok, yani η geçici ise, ve $y - y^f + a$ denklemine göre tanımlanan cari çıktı ile birinci en iyi çıktı artış oranı arasındaki farkı etkilemiyorsa, merkez bankası için enflasyon hedefini değiştirmemek optimum politika olacaktır. Bu koşullarda enflasyondaki sapmayı bir dönemlik, arızı olarak değerlendirmek ve şokun neden arızı olduğunu toplumla paylaşmak doğru bir politika olacaktır. Eğer şok η kalıcı ise ve $y - y^f + a$ denklemine göre tanımlanan cari çıktı ile birinci en iyi çıktı artış oranı arasındaki farkı etkiliyorsa, yani şoklar kalıcı ve çarpıklıkların derecesini değiştiriyor ise merkez bankası mutlaka enflasyon hedefini değiştirecektir, ya da ciddi bir resesyonu

göze alarak ekonomideki çarpıklıkların düzelmesini (fiyatların ve ücretlerin yeniden uyarlanması) bekleyecektir (Blanchard & Fischer, 2000)².

Modern para politikasında karar süreci, kurala dayalı politika uygulamaları ve ihtiyari politik uygulamalar olarak ikiye ayrılabilir. İhtiyari (takdire dayalı) politika, her dönem değişebilen, ekonominin o anki koşulları tarafından belirlenen uygulamalardır ve enflasyonist eğilim taşır. Son zamanlarda merkez bankaları enflasyon ve enflasyon beklentileri ile mücadele etmek için kurala dayalı politikaları izlemektedirler (Rogoff, 1985). Para politikasında kural, merkez bankasının amaç ve araç açısından çeşitli taahhütlere girmesidir. Kural politikalarında merkez bankası toplum karşısında sorumluluk alarak kredibilite kazanmaya çalışır. Merkez bankası kredibilite olabildiği ölçüde amaçlarına ulaşma maliyetleri azalmaktadır. Her politika uygulamasının olduğu gibi kurala dayalı politika uygulamasının da avantaj ve dezavantajı bulunmaktadır. Kurala dayalı para politikası beklenmedik gelişmeler karşısında esnek bir şekilde kullanılmadığı için bir takım kötü sonuçlar yaratabilmektedir (Kansu, 2006; Bernanke & Mishkin, 1999). Bu nedenle kurala dayalı ve esneklik tanımayan politika ile takdire dayalı ihtiyari politikaların yarattığı istikrarsızlığın olumsuzluğunu gidermek için “sınırlı takdir yetkisi” (constrained discretion) yaklaşımı önerilmektedir (Kansu, 2006; Bernanke & Mishkin, 1999). Sınırlı takdir yetkisi; enflasyon hedeflemesi durumunda ekonomik şokları, finansal karmaşaları ve diğer öngörülmedik gelişmeleri giderme imkânı sağlaması yanı sıra merkez bankasının enflasyonu düşük ve istikrarlı bir seviyede tutma taahhüdünden vazgeçmeden hem enflasyon hem de işsizlik konusunda daha iyi sonuçlar elde etmesini de sağlayabilmektedir (Bernanke & Mishkin 1999; Kansu, 2006, Lohman, 1982). Merkez bankası sınırlı takdir yetkisi altında kısa dönemde enflasyon hedefini esnek bir değer olarak ve genelde bir bant içinde değerlendirirken, orta vadede enflasyon hedefine bağlayıcı olarak bakmaktadır. Merkez bankası enflasyon hedeflemesi altında sınırlı takdir yetkisini kullansa bile eğer şoklar ekonominin çarpıklık derecesini etkileyecek kadar büyük ve kalıcı ise merkez bankasının doğru bir enflasyon oranını hedeflemesi, yani enflasyon hedefini değiştirmesi gerekmektedir. Diğer taraftan; ekonomi otoritelerinin dengesizlikler yaratan uygulamaları da çarpıklıkları arttırdığından şoklara benzer bir sonuç yaratmaktadır.

² Kalıcı ve geçici olmak üzere şoklar ikiye ayrılır. Geçici şoklar uzun dönem çıktı artış hızı üzerinde herhangi bir etkiye yol açmazken, kalıcı şoklar uzun dönem çıktı artış hızını etkilemektedir.

Yanlış politikalar ile bir süre gizlenen dengesizliklerin herhangi bir nedenle ortaya çıkıp fiyatlara yansması durumunda merkez bankası ya enflasyon hedefini revize etmek zorunda kalmakta ve ciddi bir güven kaybına uğramakta ya da bu politikada ısrar edip topluma ciddi maliyetler yaşatabilmektedir. Merkez bankasının böyle bir durum karşısında daha yüksek olsa bile ekonominin temel dengelerine uygun bir enflasyon hedefi seçmesi daha doğru bir politikadır. Ekonominin temellerinden kopuk bir politikanın yarattığı çarpıklıklar karşısında kendi hedefinde ısrar eden merkez bankası adil ve güvenilir olamayacaktır.

Ekonomide çarpıklıklar olduğu sürece, bu tür çok sıkı para politikasının maliyetleri toplumdaki değişik kesimlere eşit olarak dağılmayacaktır. Sonuç olarak ileri sürülen resesyona sokma politikasının uygulanabilirliğinin (sendikalar, odalar, yasalar, siyaset v.b.) düşük olduğu dikkate alındığında, şokların kalıcı olması durumunda merkez bankası için optimal para politikasının enflasyon hedefini revize etmek olacağı söylenebilir (Kansu, 2005). Eğer şoklar kalıcı değilse enflasyondaki dalgalanmaya arızı olarak bakılmalı, enflasyondaki sapmaya merkez bankası müdahale etmemelidir.

Yukarıda geliştirilen teorik çerçeve içinde petrol/kur fiyatlarındaki artışların olası etkileri Türkiye ekonomisi için değerlendirilmek istenirse, öncelikle çıktı açığının hesaplanması gerekmektedir. Hodrick-Presscot (HP) filtreleme yöntemi ile çıktı açığı Türkiye için hesaplanabilir. Türkiye için hesaplanan açık aynı zamanda genel olarak piyasaların rekabetten ve esneklikten uzaklığının da göstergesidir. Hesaplanan açık ile petrol/kur şoku arasındaki ilişkinin pozitif veya negatif olup olmasına göre de, TCMB'nin enflasyon hedefini 2006 yılı için revize etmesinin ve izlediği faiz politikasının doğru olup olmadığı tartışılabilir.

III. Türkiye’de Kur, Petrol Fiyatları, Tüketici ve Üretici Fiyatlarındaki Gelişmeler

Petrol bütün ekonomiler için stratejik bir maldır ve temel girdilerden birisi olduğu için fiyatındaki değişim çok önemlidir. 2006 yılının ilk çeyreğinde uluslararası ham petrol fiyatları Tablo 3.1’den de görüldüğü üzere yıllık bazda %30 -% 50 arasında artmıştır. Bu gelişme doğal olarak gerek tüketici fiyatlarında gerekse üretici fiyatlarında iki kanaldan artışa neden olmuştur. Birincil etkiler doğrudan etkiler olarak akaryakıt fiyatlarının artmasına neden olurken, ikincil etkiler ise dolaylı etkilerdir. Dolaylı etki iki kısımdan oluşur, birinci kısım, petrolün diğer malların üretiminde önemli bir girdi olmasından dolayı bu malların fiyatlarının artmasıdır. İkincil etkilerin diğer kısmı ise, beklentilerde meydana gelen değişimdir. Petrol ve kur şokları beklentiler kanalıyla diğer ürünlerin fiyatlarını artırır.

Tablo 3.1: Ham Petrol Fiyatları (\$/Varil), TÜFE, ÜFE ve Kurdaki Yıllık Yüzde Değişim

	Oca-05	Şub-05	Mar-05	Nis-05	May-05	Haz-05	Tem-05	Ağu-05
Basket	32.67	40.73	52.92	45.16	29.51	50.36	46.40	43.58
Dubai	30.59	35.97	48.20	44.15	31.83	52.98	52.10	47.96
Brent	30.90	46.39	56.08	51.25	29.67	55.44	49.93	49.43
Tüfe	9.24	8.69	7.94	8.18	8.70	8.95	7.82	7.91
Üfe	10.70	10.58	11.33	10.17	5.59	4.25	4.26	4.38
Döviz (\$)	5.22	-0.74	4.51	0	-6.71	-6.76	-6.16	-8.67
	Eyl-05	Eki-05	Kas-05	Ara-05	Oca-06	Şub-06	Mar-06	Nis-06
Basket	43.41	47.48	31.65	20.41	44.86	36.11	18.06	37.22
Dubai	58.81	55.80	48.06	44.11	54.66	46.40	26.80	40.41
Brent	44.49	44.61	29.46	18.11	53.28	33.99	18.02	43.87
Tüfe	7.99	7.52	7.61	7.72	8.15	8.16	8.83	9.86
Üfe	2.57	1.60	2.66	5.11	5.26	4.21	4.96	7.66
Döviz (\$)	-9.40	-6.80	-3.52	-2.16	-0.75	0	-2.88	5.04

Kaynak: Opec, TCMB.

Şokların fiyatlar üzerindeki direkt ve dolaylı etkilerinin büyüklüğü endeksler yardımı ile ölçülür. Türkiye’de farklı özel göstergeler olsa da, iki temel enflasyon göstergesi vardır: Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE) ve Üretici Fiyat Endeksi (ÜFE). Bunun yanında gerek TÜFE’de gerekse ÜFE’de petrol fiyatları ve kurdaki değişmelerin etkisini önemli ölçüde arttıran gelişmeler olmuştur. 2003 yılı baz olmak üzere yeni fiyat endeksi tanımlamaları kullanılmaktadır. Yeni TÜFE tanımında dış ticarete konu olan malların artması, ÜFE de ise vergiden arındırılmış fiyatların kullanılması endekslerin döviz kuruna ve ithal mallarına olan (yani petrol fiyatlarına) duyarlılığını arttırmıştır. Tablo 3.1’deki hantal veri yığınları yerine Tablo 3.1’deki değişkenlerin korelasyonu bulunmuş ve Tablo 3.2’de verilmiştir. Ham petrol fiyat değişimleri ile TÜFE arasındaki korelasyon negatif iken ÜFE’de pozitif çıkmıştır ki bu beklentilere uygundur. Petrol fiyatlarının TÜFE’yi negatif etkilemesinin nedenlerinin TÜFE’deki kalemlerin ÜFE kadar petrolle bağlantısının olmaması ve 2002’den beri (TL) YTL’deki yaşanan değerlenmenin olduğu söylenebilir. Zaman açısından 2002 yılı yerine 2005 yılı baz alınarak bakıldığında, petrol fiyatlarının TÜFE üzerindeki etkisinin de pozitifleştiği görülmektedir. TCMB tarafından yapılan çalışmalarda petrol fiyatlarından kaynaklanan artışların 2005 yılı enflasyonunu % 1.56 oranında yukarı çektiği hesaplanmıştır (TCMB, 2005 Para Politikası Raporu-II).

Tablo 3.2: Kur, Petrol Fiyatı ve Fiyat Endeksleri Arasındaki Korelasyon

	BRENT	DOVİZ	TÜFE	ÜFE
BRENT	1.000000	-0.049323	-0.069993	0.185367
DÖVİZ	-0.049323	1.000000	0.468614	0.760330
TUFE	-0.069993	0.468614	1.000000	0.444015
UFE	0.185367	0.760330	0.444015	1.000000

Döviz kurunda meydana gelen değişimler de petrol fiyatlarında benzer etki yaratmakta fiyatları ve beklentileri etkilemektedir. Literatürde buna “geçiş etkisi” (passthrough effect) denilmektedir (Swamy & Thurman, 1994). Türkiye ekonomisi için bu etki önemlidir. Dolar kuru ile hem TÜFE hem de ÜFE arasında pozitif korelasyon bulunmaktadır. Dolayısıyla kurda meydana gelen yükselmeler Türkiye’de fiyatları dolayısıyla da enflasyonu arttırmaktadır. Kurların geçiş etkisinin Türkiye için %40-60 arasında enflasyonu belirlediği hesaplanmaktadır (Baydur & Baldemir, 2004). YTL değerlenmesinin hem direkt hem de dolaylı etkilerden dolayı Türkiye’de enflasyonun düşmesine önemli ölçüde katkı yaptığı bilinmektedir. Ancak Mayıs 2006’da kurlarda yaşanan dalgalanma, kurların fiyatlar/enflasyon üzerindeki güçlü geçiş etkisini ortaya koymuştur.

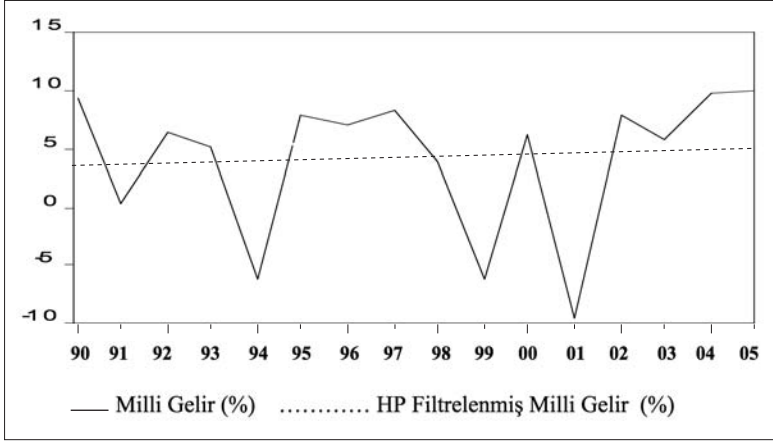
2006 Mayıs ayı itibarıyla dış konjonktürün bozulması, ABD ve Japon Merkez Bankalarının faiz arttırmaları veya arttırma beklentileri, uluslararası finans piyasalarında Türkiye’nin çekiciliğini azaltmıştır. Bunun yanında hammadde fiyatlarındaki artış, TCMB’nin enflasyonla mücadelesini önemli ölçüde zorlaştırmıştır. Türkiye ekonomisi ile ilgili beklentilerin 2006 Mayıs ayında olumsuzlaşması ile yaşanan kaynak çıkışı, YTL’nin ciddi ölçüde (%30) değer kaybetmesine neden olmuştur. Söz konusu değer kaybı Türkiye gibi yabancı girdi kullanımının yüksek olduğu bir ekonomide enflasyon ve enflasyon beklentilerinin artmasıyla sonuçlanmıştır. Enflasyon beklentileri yılsonu hedefi olan %5’in çok üzerine çıkarak %10’lara ulaşmıştır (2006 Enflasyon Raporu-III). Artan enflasyon ve bozulan enflasyon beklentileri sonucunda TCMB, %13’lere kadar düşmüş olan O/N faizleri %26’lara kadar yükselterek, reel faizleri arttırmıştır. TCMB bu tür bir beklenti bozulması karşısında izlediği faiz arttırım politikası ile orta vadede, 2007’nin sonlarına doğru enflasyonun %70 olasılıkla %5’lik enflasyon hedefi ile uyumlu hale geleceğini iddia etmektedir (2006 Enflasyon Raporu-III). Türkiye’de kontrolü TCMB elinde olmayan bir çok faktör enflasyonla mücadeleyi ve enflasyon hedefini tutturmayı zorlaştırmaktadır. Esnek kur rejimi de olsa Türkiye koşullarında

enflasyon açısından kredi kazanmakta kolay değildir. Enflasyon hedeflemesi açısından da esnek kur rejimi bütün sorunları çözememektedir.

Esnek kur rejimi teorik olarak enflasyon hedeflemesi için uygun bir rejim olsa bile pratikte görevlerini yerine getirmemektedir. Örneğin enflasyonla mücadele açısından yüksek faiz politikası kurların değerlendirilmesine sebep olabilmektedir. Enflasyon hedeflemesi açısından bakıldığında ideal bir kur rejimi yoktur. Para otoritesi iki koşul altında esnek kura göre yönetilen bir kur rejimini tercih edebilir. Kur hızlı bir şekilde değişiyor veya önemli ölçüde dalgalanıyorsa esnek kura göre ara bir kur rejimi belirlenebilir. İkinci olarak çatışan amaçların olduğu bir ekonomide birden fazla çapa seçimi de enflasyon hedeflemesine uygun olabilir. Bu özellikle enflasyonu düşerken paralarının değerleri artan ülkeler için müdahaleci bir kur rejimi esnek kur rejimine göre enflasyon hedeflemesi için uygun olabilir (Truman, 2003). İktisat politikası açısından bütün hedefleri aynı anda gerçekleştirecek bir ekonomik araç bulunmamaktadır. İktisatta buna Tinbergen Kuralı denilmektedir. Dolayısıyla Türkiye’de faiz politikası ile enflasyon kontrol edilirken, dış kaynak girişinden kaynaklanan paranın değerlendirilmesi gibi olumsuzluklar da ortaya çıkabilmektedir. Bu tür olumsuzluklar Mayıs 2006 türbülansında olduğu gibi ekonomiye ve enflasyon hedefine zarar verebilmektedir.

Şoklar, Türkiye’deki fiyat endekslerine şu veya bu ölçüde yansısı da şokların kalıcı olup olmayacağını belirleyen çıktı açığıdır. Petrol ve kur şokları karşısında TCMB’nin faiz artırımı politikasının doğru olup olmadığını, çıktı açığının ne yönde değiştiğine bakarak değerlendirmek gerekir. Dolayısıyla ortaya çıkan şokların kalıcı olup olmadığı ve ekonomik yapıdaki çarpıklıkların derecesini artırıp artırmadığını tespit etmek, TCMB’nin enflasyon hedefini revize edip etmemesi konusundaki tartışmalara doğru cevap vermek açısından çözülmesi gereken ampirik bir problemidir. TCMB’nin 2006 yılı için enflasyon hedefinde revizyonuna gitmesinin doğru olduğunu iddia etmek için yukarıdaki modele göre, petrol ve kur fiyatlarındaki değişim ile çıktı açığı arasında pozitif bir ilişkinin olduğunu yani şokların kalıcı olduğunu göstermek gerekir. Bunun için 1990-2005 yılları arasındaki dönem baz alınarak çıktı açığı ile ham petrol fiyatları ve döviz kuru arasındaki ilişki Türkiye ekonomisi için test edilmiştir. Çıktı açığını hesaplamak için basit filtreleme yöntemi olan HP filtresi ile uzun dönem büyüme hızı hesaplanmıştır. Türkiye ekonomisi için düzeltilmiş büyüme hızları ile fiili büyüme hızlarının farkları alınarak çıktı açığı elde edilmiştir. Bu hesaplamaların sonucu Şekil 3.1’de verilmektedir.

Şekil 3.1: Milli Gelir Artış Hızı ve HP Filtresi ile Düzeltilmiş Milli Gelir Artış Hızı (%)



OPEC'ten elde edilen petrol fiyatlarındaki yıllık yüzde değişim ile çıktı açığı arasındaki regresyon sonuçları Tablo 3.3'te verilmektedir. Tablo 3.3'teki verilere göre petrol fiyatları ile çıktı açığı arasında %10 anlamlılık düzeyinde istatistikî açıdan pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Dolayısıyla petrol şokları çıktı açığını (piyasaların rekabetten ve esneklikten uzaklığını arttırmakta) arttırmaktadır ve enflasyon değerlerinin revize edilmesini gerektirmektedir (TCMB, 2006 Enflasyon Raporu-II). Nitekim TCMB da önemli bir petrol şoku karşısında enflasyon hedefini revize edeceğini belirtmiştir. Bu bağlamda yaşanan şok karşısında TCMB bir taraftan faizleri arttırmış diğer taraftan da 2006 yılı için enflasyon hedeflerini revize etmiştir. TCMB faiz ve diğer ekonomik politikaların yardımıyla 2007 yılının sonlarında ve orta vadede enflasyon hedefine ulaşmayı planlamaktadır. Faiz artırım politikası hem beklentilerdeki bozulmayı engelleyici hem de toplam talebi kısıcı bir politika olarak gözüke bile, Türkiye ekonomisinin dış kaynağa bağımlılığı dikkate alındığında, yeni bir sıcak para akımı yaratarak enflasyonu düşürme programını kurtarma çabası olarak da değerlendirilebilir (Baydur, 2006-a, Baydur 2006-b; Berksoy, 2001, Kansu, 2005). Petrol şoklarının Türkiye'de çıktı açığını genişlettiği dikkate alınarak hazırlanacak bir enflasyon hedeflemesi programında doğru politika daha yüksek bir enflasyon hedefi ile başlamak (Ito & Hayati, 2003) ve şoklar karşısında faizi yükseltmemektir. TCMB bu tür bir politika belirlemediğinden 2006 yılında enflasyon hedefini revize etmek zorunda kalmıştır. Buda kredibilite kaybı anlamına gelmektedir (Baydur, Süslü, Bekmez, 2005).

Tablo 3.3: Çıktı Açığı ve Petrol Fiyatları

Bağımlı Değişken: Çıktı Açığı				
Yöntem: En Küçük Kareler				
Dönem: 1990-2005				
Gözlem Sayısı: 15				
Çıktı Açığı =C(1)+ C(2)*PetrolFiyatları				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-9.778116	5.878477	-1.663376	0.1201
C(2)	0.374774	0.217876	1.720127	0.1091
R-squared	0.185404	Mean dependent var		-7.85E-13
Adjusted R-squared	0.122743	S.D. dependent var		6.192404
S.E. of regression	5.799929	Akaike info criterion		6.477134
Sum squared resid	437.3092	Schwarz criterion		6.571541
Log likelihood	-46.57851	F-statistic		2.958838
Durbin-Watson stat	2.489015	Prob(F-statistic)		0.109109

Tablo 3.4: Çıktı Açığı ve Kur Arasındaki Regresyon

Bağımlı Değişken: Çıktı Açığı				
Yöntem: En Küçük Kareler				
Dönem: 1990-2005				
Gözlem Sayısı: 14				
DÇıktı Açığı=C(1)+C(2)*Dolar Kuru				
	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	-0.678270	1.418355	-0.478209	0.6411
C(2)	-0.132830	0.022667	-5.860064	0.0001
R-squared	0.741046	Mean dependent var		0.065196
Adjusted R-squared	0.719467	S.D. dependent var		9.979584
S.E. of regression	5.285724	Akaike info criterion		6.299460
Sum squared resid	335.2665	Schwarz criterion		6.390754
Log likelihood	-42.09622	F-statistic		34.34035
Durbin-Watson stat	2.253874	Prob(F-statistic)		0.000077

D=İlk Fark anlamına gelmektedir.

Tablo 3.4'teki sonuç çok ilginçtir. İlk düzeyden yapılan regresyon sonucunda otokorelasyon problemi ile karşılaşmış, değişkenlerin ilk farkı alınarak tekrar regresyona koşulmuştur. Elde edilen denklem çıktı açığı ile kurlar arasındaki ilişkinin % 74'ünü açıklayabilmektedir. F değerine göre seçilen regresyon denklemi istatistiki açıdan uygundur ve oto korelasyon yoktur. Ortaya çıkan regresyonun ilginç tarafı ise çıktı açığı (Türkiye ekonomisindeki piyasaların rekabetten ve esneklikten uzaklığı) ile kurlar arasında ters yönlü bir ilişkinin bulunmasıdır. Bu

sonuç teorik modele göre yorumlanırsa kurda meydana gelen şoklar, çıktı açığını (çarpıklığı) azaltmakta ve TCMB'nin hedeflediği enflasyon ile fiili enflasyon değeri arasındaki sapmayı küçülmektedir. Dolayısıyla kur şokları Türkiye'de çıktı açığının azaltılmasına hizmet etmektedir. Kur şokları TCMB için enflasyonu düşürme açısından uzun dönemde avantajlı bir durum yaratmaktadır. Kur şokları çıktı açığını azalttığı için Türkiye'de hedeflenen enflasyonu küçültebilme imkanı vermektedir. Türkiye'de kur şokları enflasyonda istikrarı kolaylaştıran bir faktördür. Kur şokları kısa vadede geçiş etkisinden dolayı enflasyon üzerinde negatif bir etki yaratsa da uzun vadede çıktı açığını azaltarak enflasyonun düşmesine hizmet etmektedir. Kur şoklarının enflasyonu düşürmesi şu şekilde açıklanabilir: YTL (TL)'nin değer kaybıyla artan rekabet gücü bir taraftan ihracatı arttırmakta diğer taraftan da pahalanan yabancı girdinin yerine yurt içi girdi kullanımını artırarak ithalatın azalmasına neden olmaktadır. Bu hem ödemeler dengesinin düzelmesine ve ekonomide daha fazla yerli kaynağın kullanılmasına, istihdamın artmasına hem de Türkiye ekonomisi ile ilgili beklentilerin düzelmesine önemli ölçüde katkı yapmaktadır. Düzelen ödemeler dengesi, artan rekabet gücü ve istihdam gibi v.b. faktörler doğal çıktı hızının artmasına yol açmakta bu da gerek fiyatları gerekse beklentileri olumlu yönde etkileyerek daha düşük enflasyon değerlerinin elde edilmesini sağlamaktadır.

IV. Sonuç

Enflasyon hedefinin revize edilmesi konuları, şokların çıktı açığına (piyasaların rekabetten ve esneklikten uzaklığı) etkisinin kalıcı olup olmamasına göre belirlenmektedir. Bu bilginin ışığında, çalışma petrol ve kur şoklarının çıktı açığı üzerindeki etkileri 1990-2005 yılları baz alınarak Türkiye ekonomisi için test edilmiştir. Test sonuçlarına göre hem petrol şoku hem de kur şoku çıktı açığını etkilediğinden söz konusu şokların kalıcı şoklar olduğu tespit edilmiştir. Çıktı açığını arttıran petrol şokları karşısında TCMB hem enflasyon hedefini revize etmiş hem de faizi yükseltmiştir. Test sonuçlarına göre kur şokları da kalıcıdır. Ama çıktı açığını azaltmaktadır. TCMB gerek kur gerekse petrol şokları karşısında faizi yükseltme politikasını seçmiş, kurları baskılamıştır. TCMB'ye göre uyguladığı yüksek faiz politikası ve 2006 yılı için enflasyon hedefini revize etmesi doğrudur. TCMB'ye göre izlenen yüksek faiz politikası ile 2007 sonunda hedeflenen % 5'lik enflasyona tekrar ulaşılabacaktır.

TCMB'nin izlediği para politikaları iki açıdan eleştirilebilir. Dalgalanma veya istikrarsızlığın yüksek olduğu ekonomilerde amaç ve hedefler kesin ve nokta

olarak değil, eğilim ve geniş bantlarla ifade edilmelidir. Enflasyon hedefleyen bir merkez bankası şoklar karşısında esnek olabilmek için enflasyonu nokta olarak değil, bant olarak hedeflemelidir. Bu bantların genişliği ekonominin şoklardan etkilenme derecesine bağlıdır. TCMB'nin enflasyon hedefinin \pm -% 2 üstü ve altı olarak belirlediği bandı 2006 Mayıs türbülansını mas edememiştir. Enflasyon ve beklentilerinin bandı aşması sonucu TCMB enflasyon hedefini revize etmiştir. Enflasyon hedeflemesinde bazı dönemlerde enflasyon hedefleri tutturulamayabilir ve revize edilebilir. Kredi kaybı yaşamamak için esas olan bu tür revize işlemlerinin sürekli hale gelmemesidir. Kredibilite kaybına uğramamak için TCMB'nin Türkiye ekonomisinin şoklara karşı duyarlılığını da dikkate alarak daha yüksek bir enflasyon hedefi ve daha geniş bantlar tasarlaması gerekir.

İkincisi 2003-2006 yılları arasında Türkiye'de TL(YTL) önemli ölçüde değer kazanmıştır. TL(YTL)'nin değer kazanması enflasyonu olumlu yönde etkilerken, rekabet gücünü olumsuz yönde etkilemektedir. Türkiye açısından rekabet gücünü koruyacak aynı zamanda enflasyon hedeflemesi rejimini de uygulama imkanını verecek daha gerçekçi bir enflasyon hedefine ihtiyacı olduğu söylenebilir. Kurların geçiş etkisinden dolayı daha yüksek bir enflasyon hedefi ve daha geniş bir bant uygulaması kısa dönemde maliyetli olsa bile uzun dönemde enflasyon hedefine ulaşılmasına daha çok hizmet edecektir. Bu tür bir yaklaşım Türkiye ekonomisine daha uygun olacaktır. Ancak 2006 Mayıs ayında yaşanan gelişmeler sonucunda merkez bankasının izlediği politika çıktı açığını (piyasaların rekabetten ve esneklikten uzaklığı) azaltıcı değil tam tersine arttırıcı yönde olmuştur. Kurların fiyatlar üzerindeki güçlü geçiş etkisinden çekinen TCMB, YTL'yi değerli tutabilmek için, sadece faizleri yükseltmekle kalmamış, dış kaynağın getirisini yükseltebilmek yani dış kaynak girişini garantiye alabilmek için, döviz satmış ve piyasadan depo ihaleleri ile YTL çekmiştir. İzlenen bu politika için bir değerlendirme yapmak gerekirse, TCMB yüksek faiz politikası ile bir taraftan enflasyonu düşürmeye, diğer taraftan da büyümenin devamını sağlamaya çalışmıştır. TCMB için 2006 Mayıs ayı itibariyle faiz politikasını, kısa vadeli sermaye için cazip şartlar yaratarak enflasyon hedefleme programını kurtarmaya dönük olarak uygulamıştır, denilebilir. Bunun yanında 2006'nın ilerleyen aylarında petrol fiyatlarındaki düşme, TCMB'nin enflasyonla mücadelesini kolaylaştırmıştır. Ancak mevcut para ve kur politikası uzun vadede bir yandan çıktı açığını arttırarak, enflasyonla mücadeleyi zorlaştırmaktadır. Diğer faktörlerin yanında para ve kur politikası ödemeler dengesinin bozulmasına katkı yapmaktadır. Ödemeler

dengesindeki bozulma Türkiye ekonomisi için önemlidir ve Türkiye ekonomisi için belli bir değerin üzerindeki dış açık krize dönüşebilmektedir. Türkiye ekonomisini şimdiye kadar yaşadıkları dikkate alındığında para ve kur politikasının kısacası enflasyon hedeflemesinin ekonominin diğer ihtiyaçlarını (ödemeler dengesi, büyüme ve işsizlik) dikkate alması uzun vadede doğru bir tutum olacaktır.

Kaynakça

- Akyüz, Yılmaz, *Sermaye Bölüşüm Büyüme*, Ankara Ün. SBF Yayını, No:77, 1977.
- Barro, Robert, *Macro Economics*, MIT Press, 5th Edition, 1997.
- Baydur, Cem Mehmet, “Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi ve Faiz Politikası: Doğru mu, Yanlış mı?”. *Banka ve Ekonomik Yorumlar*, 2006-a, Sayı 506.
- Baydur, Cem Mehmet, “Türkiye’de Yüksek Faiz Politikası Toplam Talebi Arttırır”, yayınlanmak üzere gönderilmiştir, 2006-b.
- Baydur, Cem Mehmet, Ercan Baldemir, “Para İkamelerinin Yoğun Olarak Yaşandığı Türkiye Örneğinde Kurların Enflasyon Açısından Önemi”, 29-20 Mayıs 2003 VI Ulusal Ekonometri Sempozyumu, 2003.
- Baydur, Cem Mehmet, Bora Süslü, Selahattin Bekmez, “Monetary Policy Analysis for Turkey in a Game Theoretical Perspective”, *ISE Review*, Vol: 8, No:29, 2005.
- Bernanke, S., Ben & Frederic, S., Mishkin, “Inflation Targetin: A New Framework for Monetary Policy?”, 1999, www.nber.org/papers/w5893.
- Berksoy, Taner, “1992’den 2001’e Ekonomik Kriz”, *Görüş Dergisi*, 2001 Mayıs Sayısı.
- Blanchard, Oliver, “Comments on ‘Inflation Targetin in Transition Economies; Experince and Prospec’, by Jiri Jonas and Frederic Mishkin”, NBER Conference on Inflation Targeting, 2003, (Çevirimiçi) <http://www.nber.org>.
- Blanchard, Oliver, Stanley Fischer, *Lectures on Macroeconomics*, MIT Press, Cambridge, London, 2000.
- Blinder, Alan, “Central Bank Credibility? Why Do We Care? How do We Built It?”, NBER Working Paper, No:7161, 1999.
- Carare, Alina, Mark Stone, “Inflation Targeting Rejimes”, IMF Working Paper, wp:10319, 2003.
- Fischer, Stanley, Why are Central Banks Pursuing Long-run Price Stability?, 1996, www.kc.frb.org.
- Fischer, Stanley, “Modern Approaches to Central Banking”, NBER Working Paper, No. 5064, 1995.

- Flood, Robert, Peter Isard, “*Simple Rules, Discretion and Monetary Policy*”, NBER Working Paper, No: 2930, 1989.
- Kansu Aydan, “*Para Politikasında Şeffaflık ve Enflasyonist Beklentilerin Yönlendirilmesi*”, 2006, değerlendirmede olan bir makaledir.
- Kansu Aydan, “*Dışa Açık Ekonomilerde Politika Üçlemi*”, İktisat Dergisi, 2005 Mart-Nisan Sayısı.
- Lohman, Susane, “*Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility*”, American Economic Review, Vol:82, 1992.
- Ito Takotoshi, Tamoto Hayati, *Inflation Targeting in Asia*, University Tokyo Press, 2003.
- Mishkin, Frederic, v.d., “*Inflation Targeting: Lessons From Four Countries*”, NBER Working Paper, No:7618, 1998.
- Rogoff, Kenneth, “*The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*”, Quarterly Journal of Economics, 1985, ss.1169-1189.
- Sevensson, Lars, “*Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting*”, 2005, (Çevirimiçi) <http://www.princeton.edu/~svensson/#OITFD>.
- Schaechter, Anders, “*Adapting Inflation Targeting; Proctinol Issues for emerging Market Countries*”, IMF occasional Paper, wp: 2002.
- Süslü, Bora, *Türkiye’de Enflasyona Karşı İzlenecek Para Politikalarında Nominal Çapaların Olası Rolü*, Muğla Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Doktora Tezi, Muğla, 2005.
- Swamy. P., Stephan Thurman, “*Exchange Rate Episodes and Pass-Through of Exchange Rates to Import Prices*”, Journal of Policy Modeling, Vol: 16(6), 1994.
- Taylor, Lance, *Structuralist Macroeconomics: Applicable Models for the Third World*, Basic Boks, Inc. Printed in USA. New York, 1983.
- Truman, M. Edwin, *Inflation Targeting*, Institute for International Economics Press, Washington, 2003.
- Walsh, Carl, “*Optimal Contracts for Central Bankers*”, The American Economic Review, Vol.85, No.1, 1995 March.
- Walsh, Carl, E., “*Market Dicipline and Monetary Poicy*”, *Oxford Economic Paper*, Papers 52, 2000.
- TCMB, 2005 *Para Politikası Raporu-II*
- TCMB, 2006 *Enflasyon Raporu-I*
- TCMB, 2006 *Enflasyon Raporu-II*
- TCMB, 2006 *Enflasyon Raporu-III*