Enflasyon Hedeflemesi

A. Hakan Kara ve Musa Orak
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

EKONOMİK TARTIŞMALAR KONFERANSI
(Emin Öztürk'ün Anısına)
İstanbul, 10 Ekim 2008

Sunuş Planı

- Enflasyon Hedeflemesi (EH) Rejimi Nedir?
- Gelişmekte Olan Ülkelerde EH
- Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi
  - Örtük (Zımni) EH Dönemi (2002-2005)
  - Enflasyon Hedeflemesi Dönemi (2006 ve sonrası)
- Sonuç ve Değerlendirme

Enflasyon Hedeflemesi Rejimi Nedir?

Enflasyon Hedeflemesinin Ortaya Çıkışı-1

- 1970 lerdeki petrol fiyat şoku, dünyada enflasyonun yükselişi
- Merkez bankalarının enflasyonu yüksek tutarak büyümeyi güçlendirebilecekleri algılaması
- Beklentilerin bozulması

<u>Sonuç:</u> Yüksek Enflasyon, Düşük Büyüme (Stagflasyon)

Enflasyon Hedeflemesinin Ortaya Çıkışı-2

- Alınan temel dersler sonrasında üzerinde büyük ölçüde uzlaşılan konu:
  - Enflasyona izin verilerek sağlanan büyüme uzun soluklu olamaz.
  - Merkez Bankalarının temel görevi fiyat istikrarını sağlamak ve korumak olmalıdır.
  - Bu da ancak yeterince bağımsız bir kurumla sağlanabilir.

- Daha az uzlaşılan konu: Bu amaca nasıl ulaşmalı?

Fiyat İstikrarını Sağlamak İçin Alternatifler

1. Döviz Kurunu Kontrol Etmek

2. Parasal Büyüklükleri Kontrol Etmek

3. Enflasyonu Doğrudan Hedeflemek

Enflasyon Hedeflemesinin Çıkış Noktası

- Yeni Zelanda Merkez Bankası (1989-90): Döviz kuru, parasal büyüklükler veya diğer değişkenleri kontrol etmek yerine neden enflasyonu doğrudan kontrol etmiyoruz?

- Ana fikir: Enflasyon fiyatlama davranışının bir ürünüdür. Fiyat istikrarı için iktisadi birimleri fiyatlarını düşük hızda ayarlamaları konusunda ikna etmek gerekir.

- Enflasyon hedeflemesi, beklentileri yönetmek (ikna etmek) için tasarlanmış bir politika seçeneğidir.

Beklentileri Yönlendirmek İçin Gerekenler
(Enflasyon Hedeflemesinin Ana Unsurları)

- Hedefe ulaşma konusunda açık bir taahhüt

- Performansın ölçülebilir ve gözlemlenebilir olması

  Performans kriteri: Enflasyon ve hedef arasındaki fark

- Şeffaf ve öngörülebilir bir yapı

  Hedefe nasıl ve ne zaman ulaşılacağına dair kamuoyunu bilgilendirme

- Hesap verme

  Taahütler yerine getirilmediğinde açıklama yapma zorunluluğu

Neden Son Yıllarda Yaygınlaştı?

- Parasal büyüklükleri ya da döviz kurunu hedefleyen rejimlerin arzu edilen sonuçları vermemesi
  - Alternatif rejim arayışı
- Beklentileri yönetme konusundaki araçların çeşitlenmesi
  - Bilgi çağı ➔İletişimin önemi ➔ Beklenti yönetimi

Temel Tasarım Konuları

Enflasyonu Nasıl Ölçmek Gerekir?

Genel kabul gören ölçüt: Tüketici fiyat endeksinin yıllık artışı (Anlaşılabilir, kolay gözlemlenebilir, ikna edici).

Fiyat Endeksi	Ülkeler
Tüketici Fiyat Endeksi (TÜFE)	Avustralya, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Endonezya, İngiltere, İsrail, İsveç, İsviçre, İzlanda, Filipinler, Gana, Guatemala, Kanada, Kolombiya, Kore, Macaristan, Meksika, Peru, Polonya, Romanya, Slovakya, Şili, Türkiye, Yeni Zelanda
Çekirdek Gösterge	Güney Afrika, Norveç, Tayland

Kaynak: Heenan ve diğ.(2006) ve Merkez Bankaları İnternet Siteleri

Hedefi Kim Belirlemeli?

Merkez Bankası mı, Hükümet mi, yoksa birlikte mi?

Hedefin Hükümet Tarafından Belirlendiği Ülkeler

Brezilya, İngiltere, İsrail, Norveç

Hedefin Hükümet ve Merkez Bankası Tarafından Ortak Belirlendiği Ülkeler

Avustralya*, Çek Cum.*, Endonezya, Filipinler, Güney Afrika, İzlanda*, Kanada*, Kore, Macaristan, Romanya, Türkiye, Yeni Zelanda*

Hedefin Merkez Bankası Tarafından Belirlendiği Ülkeler

İsveç, İsviçre, Kolombiya, Meksika, Peru, Polonya, Şili, Slovakya, Tayland

Kaynak: Heenan ve diğ.(2006), Tuladhar (2005) ve Merkez Bankaları İnternet Siteleri

(*) Hedef, kamuya açıklanan bir anlaşma ya da hükümet direktifi ile belirlenmekte.

İdeal Enflasyon Oranı Nedir?

- Uygulamada genel kabul gören oranlar:
  - Gelişmiş ülkelerde yüzde 2-3 arası
  - Gelişmekte olan ülkelerde daha yüksek

NOKTA HEDEFLEME : Hedeften Ne Kadarlık Bir Sapma Normal Karşılanmalı?

Nokta Hedef Uygulayan Ülkeler		
Ülke	**Nokta Hedef (Yüzde)**	**Belirsizlik Aralığı (Yüzde)**
Kore	3	-/+0,5
İngiltere	2	-/+ 1
İsveç	2	-/+1
Peru	2	-/+1
Norveç	2,5	-/+1
Polonya	2,5	-/+1
Çek Cumhuriyeti	3	-/+1
Macaristan	3	-/+1
Meksika	3	-/+1
Romanya	4	-/+1
Endonezya	5	-/+1
İzlanda	2,5	-/+1,5
Guatemala	5,5	-/+1,5
Türkiye	4	-/+2
Brezilya	4,5	-/+2

BANT HEDEFLEME

Hedef Bandı Kullanan Ülkeler		
	Hedef Bandı (Yüzde)	Bandın Genişliği (Yüzde)
Avustralya	2-3	1
Kolombiya	3,5-4,5	1
Filipinler	5-6	1
İsviçre	0-2	2
Slovakya	0-2	2
İsrail	1-3	2
Kanada	1-3	2
Yeni Zelanda	1-3	2
Şili	2-4	2
Gana	6-8	2
Güney Afrika	3-6	3
Tayland	0-3,5	3,5

Diğer Sorular...

- Enflasyon hedeften saptığında ne zaman tekrar hedefe getirmek gerekir?
  - Ülkelere göre 1-3 yıl arasında değişiyor.
- Operasyonel yapı nasıl olmalı?
  - Karar alma süreci ve iletişim

Para Politikasının Karar Alma Süreci ve İletişimi

	Karar Alma Organı	Toplantı sayısı	Faiz kararı duyurusu	Toplantı Özetleri / Tutanakları Açıklanıyor mu?	Toplantı özetleri tarihi
Avustralya	Banka Kurulu	11	1 gün sonra	Hayır	-
Brezilya	Para Politikası Kurulu	8	Aynı gün	Evet	8 gün sonra
Çek Cum.	Banka Kurulu	12	Aynı gün	Evet	8 gün sonra
Endonezya	Başkanlar Kurulu	12	Aynı gün	Evet	Düzensiz
Filipinler	Para Kurulu	11	Aynı gün	Hayır	-
G. Afrika	Para Politikası Kurulu	6	Aynı gün	Evet	Aynı gün
İngiltere	Para Politikası Kurulu	12	Aynı gün	Evet	13 gün sonra
İsrail	Başkan	12	Aynı gün	Evet	2 hafta sonra
İsveç	Yönetim Kurulu	7-8	1 gün sonra	Evet	2 hafta sonra
İsviçre	Yönetim Kurulu	4	Aynı gün	Evet	Aynı gün
İzlanda	Başkanlar Kurulu	6-7	1 gün sonra	Hayır	-
Kanada	Yönetim Konseyi	8	1 gün sonra	Hayır	-
Kolombiya	Direktörler Kurulu	-	-	Hayır	-
Kore	Para Politikası Kurulu	12	Aynı gün	Hayır	-
Macaristan	Para Konseyi	12	Aynı gün	Evet	Bir sonraki faiz kararından önce
Meksika	Başkanlar Kurulu	12	Aynı gün	Hayır	-
Norveç	Yönetim Kurulu	9	Aynı gün	Hayır	-
Peru	Direktörler Kurulu	12	Aynı gün	Hayır	-
Polonya	Para Konseyi	12	Aynı gün	Hayır	-
Romanya	Direktörler Kurulu	8	Aynı gün	Hayır	-
Slovakya	Banka Kurulu	12	Aynı gün	Evet	Aynı gün
Şili	Yönetim Kurulu	12	Aynı gün	Evet	Bir sonraki toplantıdan beş gün önce
Tayland	Para Politikası Kurulu	8	Aynı gün	Hayır	-
Türkiye	Para Politikası Kurulu	12	Aynı gün	Evet	8 gün sonra
Yeni Zelanda	Başkan	8	1 gün sonra	Hayır	-

"ÖN KOŞULLAR"

- Enflasyon hedeflemesi uygularken bazı koşulların sağlanmış olması, Merkez Bankası'nın enflasyonu hedefe yakın tutacağı konusunda kamuoyunu daha kolay ikna edebilmesini sağlayabilmektedir.

Kamuoyu Nasıl İkna Olur?

1. Merkez Bankası'nın hedefe ulaşma konusunda yeterli motivasyonu var mı?
   - Amacın net olması
   - Operasyonel bağımsızlık
   - Hesap verme mekanizması
   - Kurumsal güvenilirlik
2. Para politikasının enflasyonu kontrol edebilme yetisi var mı?
   - Kısa vadeli faizler ile enflasyon arasındaki ilişki

     Ülkeden ülkeye değişiyor. Ancak, herkesçe kabul edilen genel nitelikler var

Basitleştirilmiş Aktarım Mekanizması

Enflasyonu Kontrol Edebilme Yetisi

- Aktarım mekanizmasının işlemesi
  - Makroekonomik istikrar
  - Sağlam mali yapı
  - Yeterince gelişmiş bir finansal sistem
- Aktarım mekanizmasının bilinmesi
  - Analiz ve öngörü gücü
  - Sağlıklı veri tabanı

Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi

Gelişmekte Olan Ülkelere Özgü Sorunlar

- Mali baskınlık
- Gelişmemiş finansal piyasalar
- Merkez bankasının itibar birikiminin olmaması
- Yüksek dolarizasyon
- Döviz kuru-enflasyon ilişkisinin güçlü olması
- Ani sermaye hareketleri
- Enflasyonun dışsal şoklara duyarlı olması
- Teknik ve kurumsal alt yapıyla ilgili eksiklikler

- Bütün bunlara rağmen gelişmekte olan ülkeler grubu incelendiğinde enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan ülkelerin enflasyon ve enflasyon beklentilerini yönetmekte alternatif rejimleri uygulayan ülkelere kıyasla daha başarılı olduğu görülmektedir (Batini ve Laxton, 2006).

- Ön koşullar sağlanmadan enflasyon hedeflemesine geçildiğinde Hükümetin ve diğer ilgili kurumların rejimi sahiplenmesi kritik önem taşımaktadır.
- Makroekonomik istikrarın ve mali disiplinin sürdürülmesine yönelik yapısal reformlar beklenti yönetimini etkinleştirmektedir.

Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi

Neden Enflasyon Hedeflemesi?

- Alternatiflerin tüketilmiş olması

- Enflasyon hedeflemesi rejiminin dünyada giderek artan sayıda ülkede başarıyla uygulanıyor olması

Örtük (Zımni) Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

(2002-2005)

Neden "Örtük"?

- Başlangıç koşullarının müsait olmaması
  - Yüksek mali baskınlık (Blanchard, 2003)
  - Dolarizasyon
  - Rejim değişikliğinden kaynaklanan belirsizlikler
  - Kurumsal yapının geçiş sürecine ihtiyaç duyması

Aşamalı Geçiş Stratejisi

- Zaman içinde mali baskının azaltılması
- Finansal sistemde güvenin yeniden tesisi
- Kurumsal ve teknik alt yapının zamanla iyileştirilmesi

Dönüm Noktaları

- Yeni Merkez Bankası Kanunu (2001)
  - Fiyat istikrarının birincil amaç olarak tanımlanması
  - Merkez Bankası bağımsızlığı
  - Merkez Bankası'nın Hazine'ye ve diğer kamu kuruluşlarına avans ve kredi vererek kamu açıklarını finanse etmesinin önlenmesi
- Bütçe disiplini ve yapısal reformlar
  - Yüksek faiz dışı fazla
  - Hedefle uyumlu ücret ayarlaması
  - Verimlilik artışı

Bu dönemde para politikasının rolü

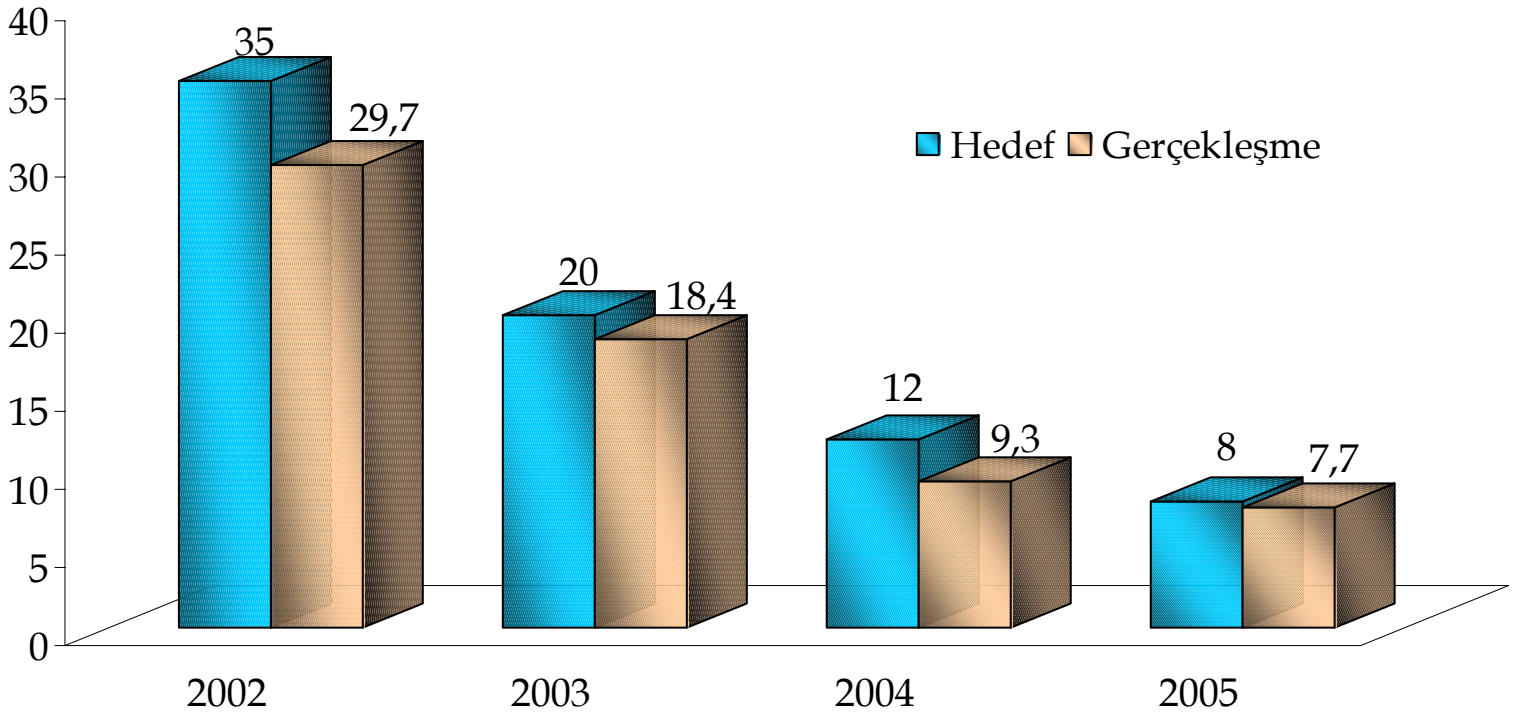
- Beklentileri yönetmek.
- Maliye politikasındaki ve iktisadi temellerdeki iyileşmeye vurgu yapmak.
- İşler iyi gittikçe "sinyal" vermek.

Yardımcı Unsurlar

- Kriz sonrası iktisadi faaliyetteki belirgin daralma

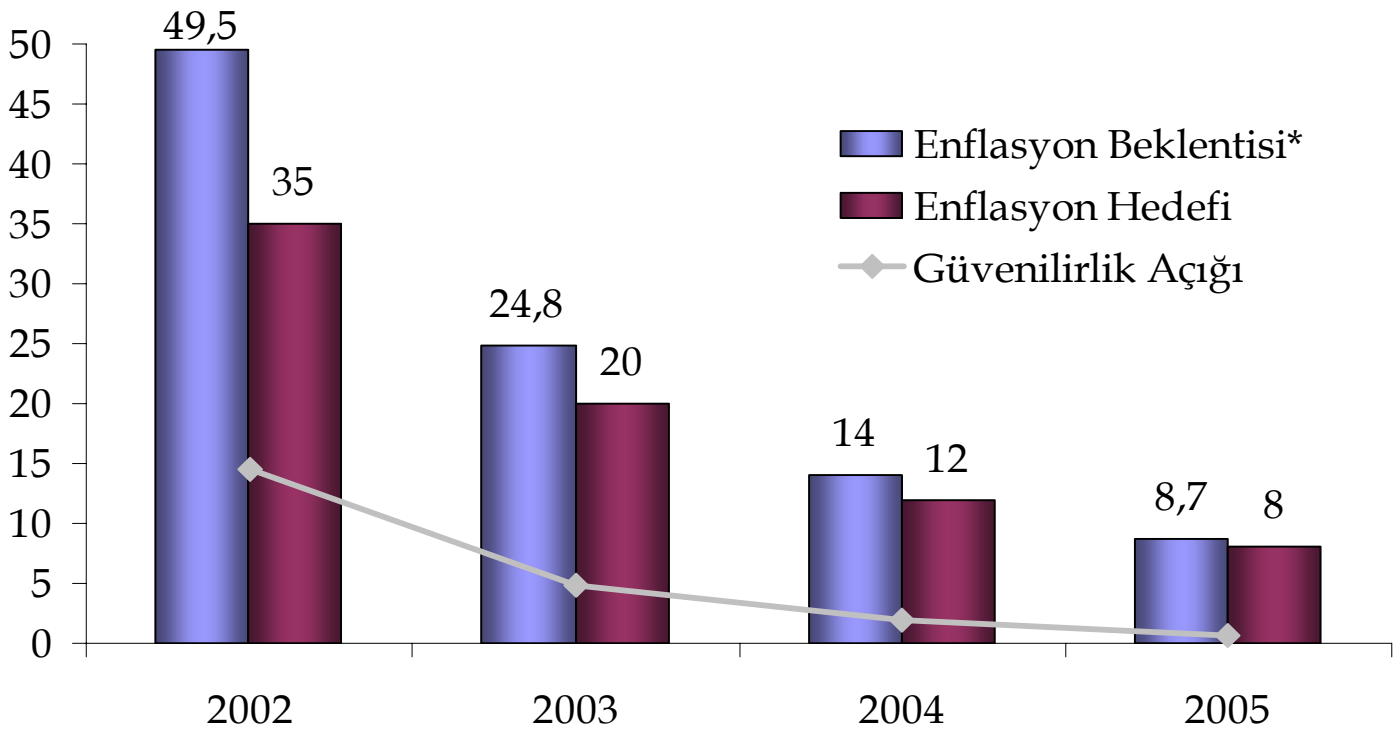
- Küresel ölçekte enflasyonun düşmesi

Performans: Hedefler ve Gerçekleşmeler



Kaynak: TÜİK, TCMB.

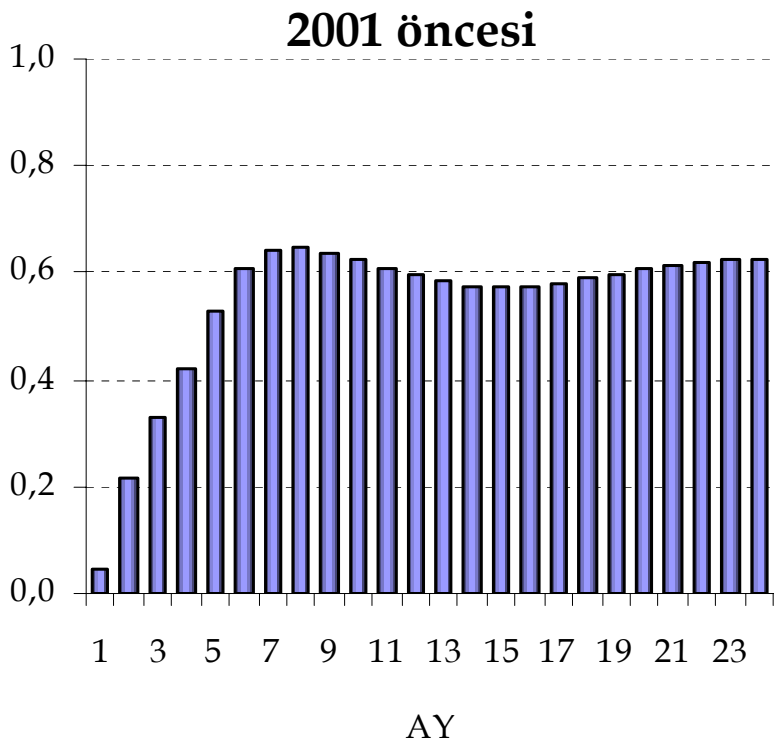
Performans: Hedefler ve Beklentiler

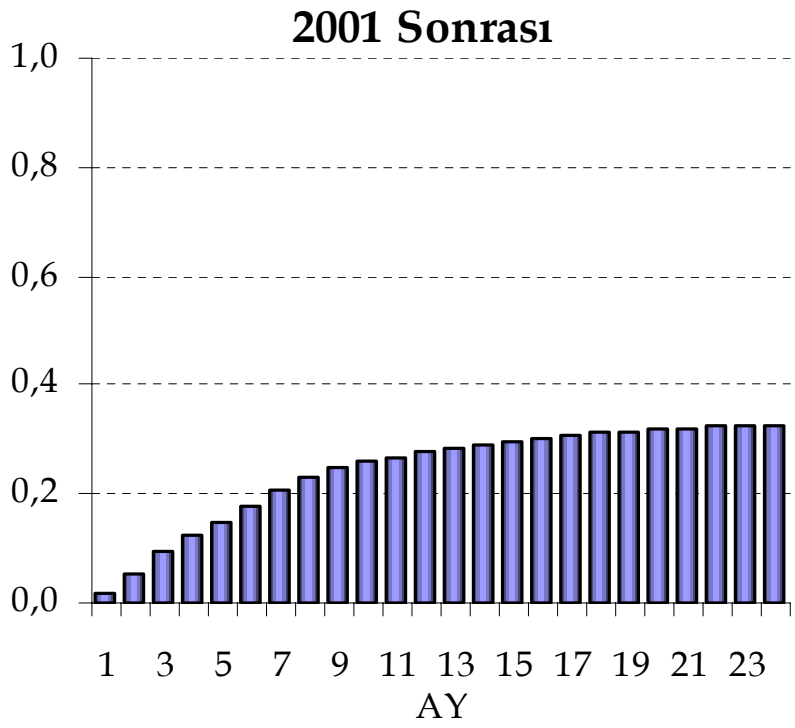


Kaynak: TCMB ve TÜİK.

(*)Merkez Bankası Beklenti Anketine göre yıl başında 12 ay sonrasına ilişkin enflasyon beklentisi.

Performans: Döviz Kuru Geçişkenliği





Kaynak: Kara ve Öğünç (2008)

Enflasyon Hedeflemesi Dönemi

(2006 ve sonrası)

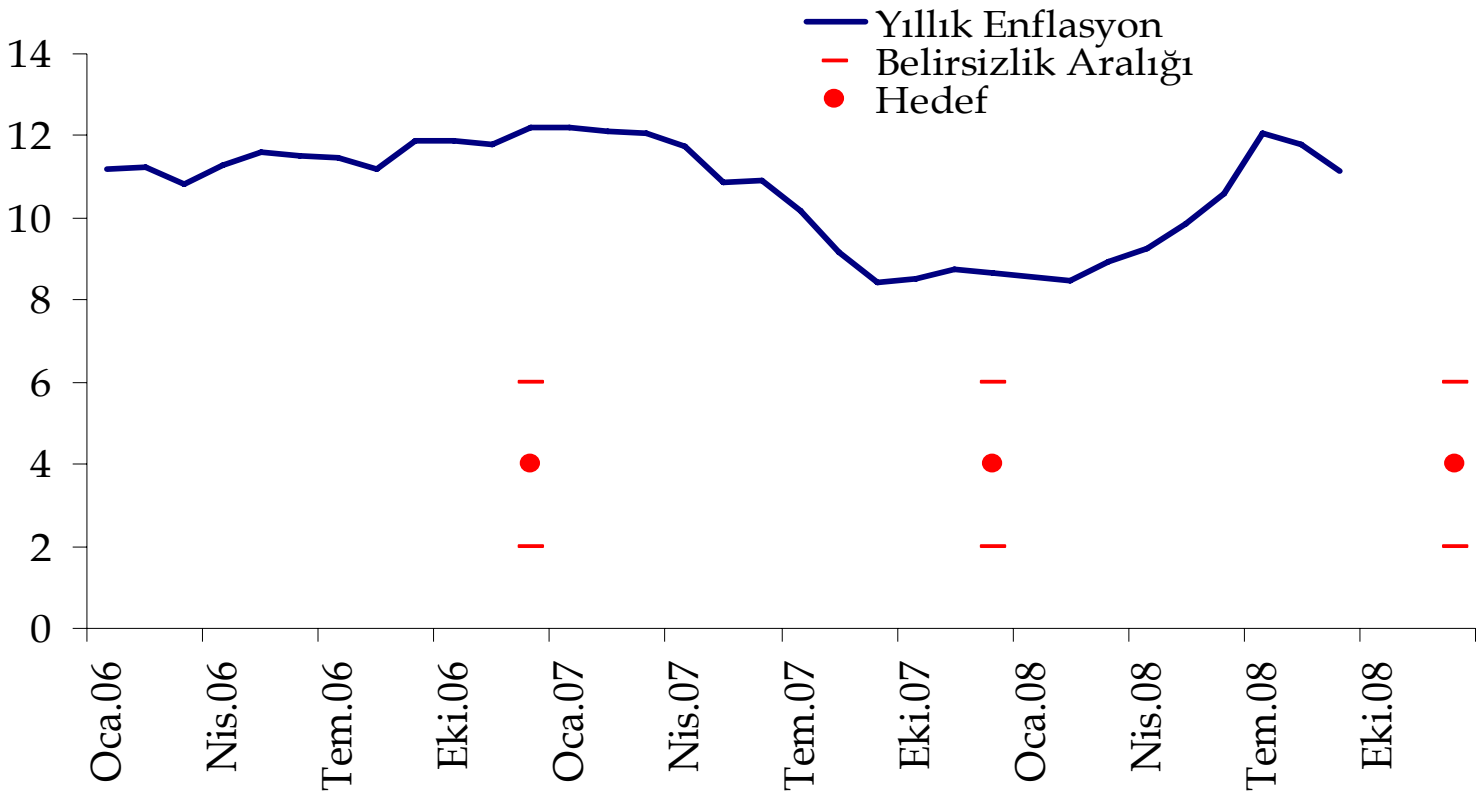
- Merkez Bankası, açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için gerekli ön koşullarda önemli iyileşme sağlandığını da göz önüne alarak, 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi rejimine geçmiştir.

- Uygulamaya koyulan rejimin operasyonel çerçevesi tasarlanırken bütün ülke örnekleri incelenmiş ve Türkiye'ye özgü koşullar da göz önüne alınmıştır.

Temel Çerçeve

- Yıllık TÜFE enflasyonu
- Nokta hedef: Hükümetle birlikte
- 3 yıllık hedef ufku
- Hesap verme mekanizmasının somutlaştırılması
  - Belirsizlik aralığı
  - Açık mektup
- Enflasyon Raporu
- Enflasyon tahminlerinin ve para politikası görünümünün açıklanması
- Ayda bir kez toplanan PPK
- Faiz kararının gerekçesi ve toplantı özetleri
- Diğer iletişim araçları

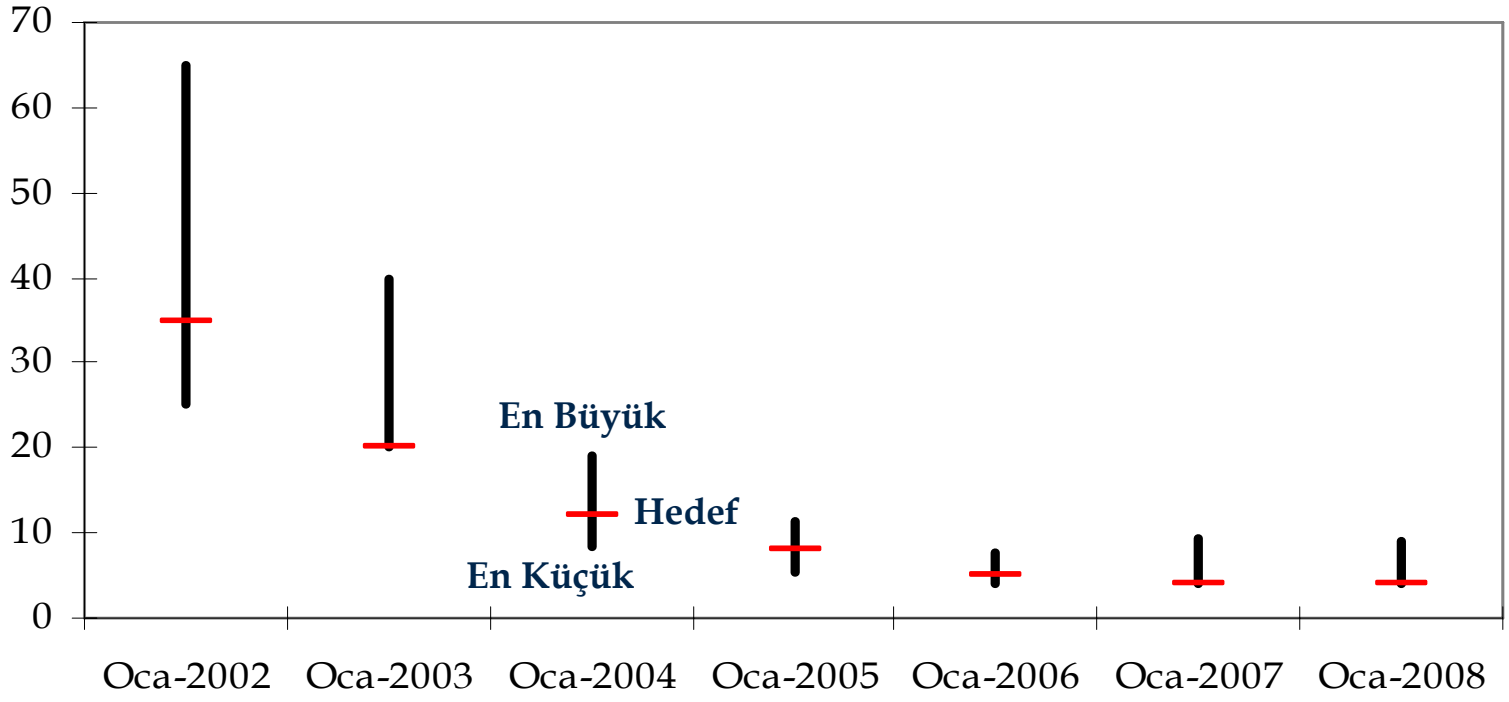
Hedefler ve Gerçekleşmeler



Kaynak: TCMB ve TÜİK.

Beklenti Oluşumu

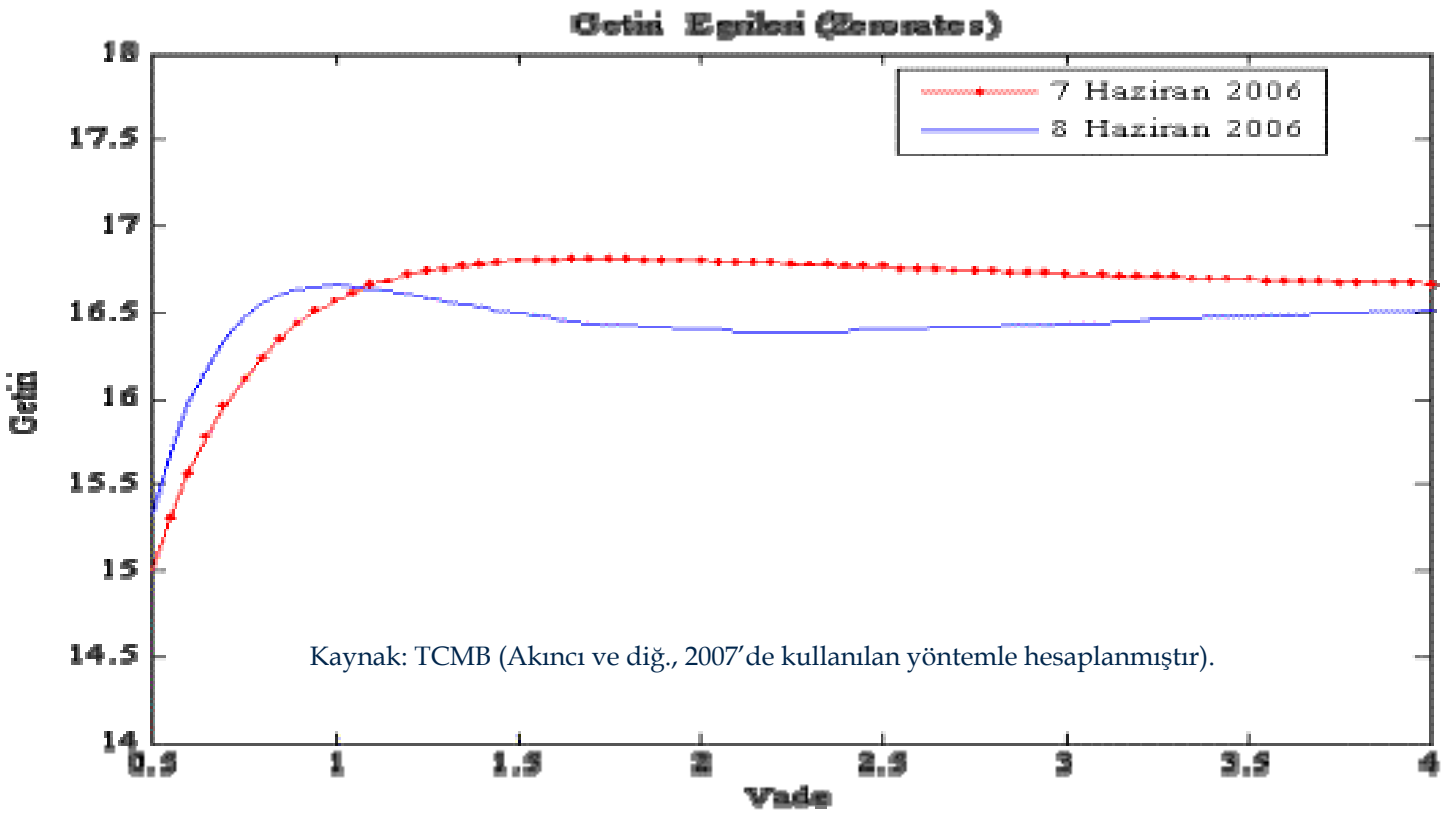
Yıl Sonu Enflasyon Beklentisi Dağılımı



Hedeflerin Aşılmasının Nedenleri

- Ani portföy hareketleri (2006)
  - Mayıs-Haziran: Sermayenin "güvenli limana kaçışı"
- Emtia fiyatlarındaki hızlı artış (2007 ve 2008)
  - Küresel ölçekte enflasyon artışı

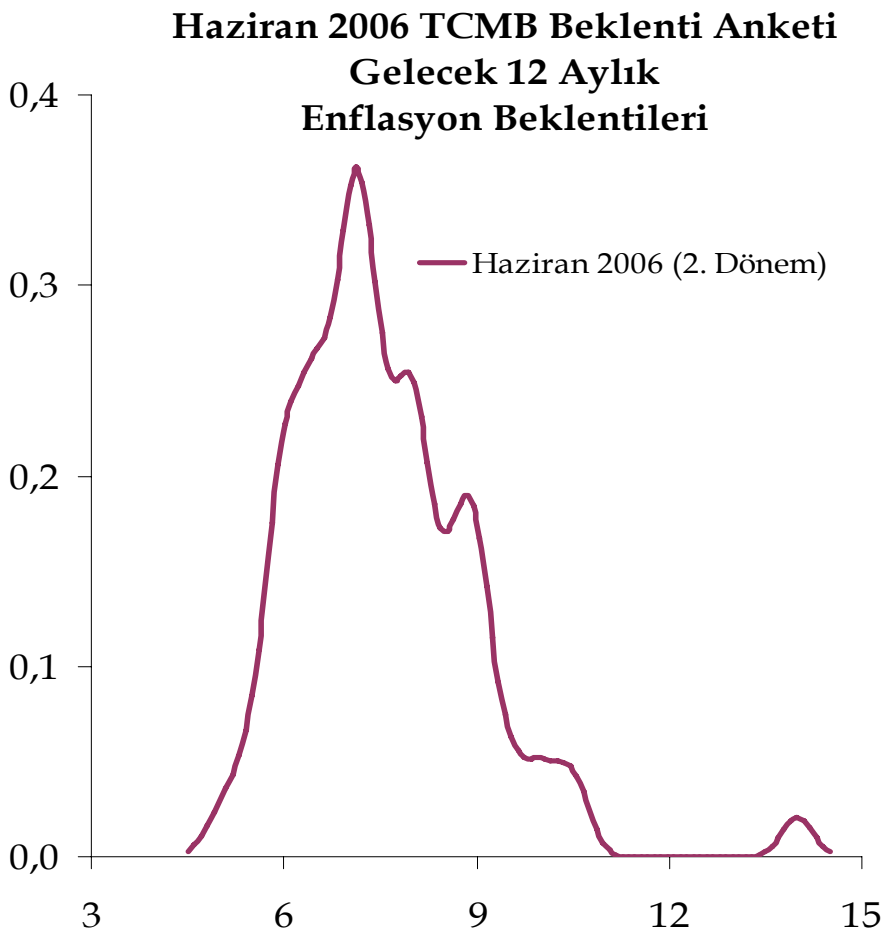
7 Haziran 2006 daki 175 Baz Puanlık Faiz Artırımının Getiri Eğrilerine Etkisi

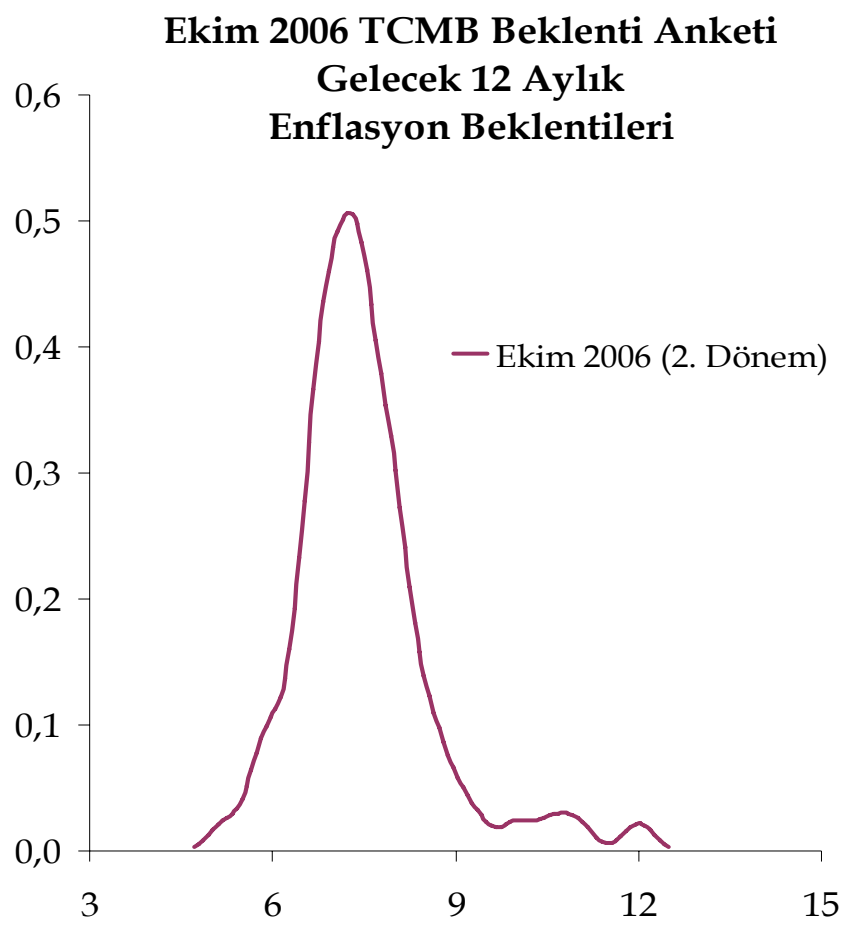


Kaynak: TCMB (Akıncı ve diğ., 2007'de kullanılan yöntemle hesaplanmıştır).

- Güçlü faiz tepkisi: Mali baskınlığın gündemden düştüğünün tescili
- Parasal aktarım mekanizmasının çalıştığının teyidi

Beklentilerin Dağılımındaki Düzelme

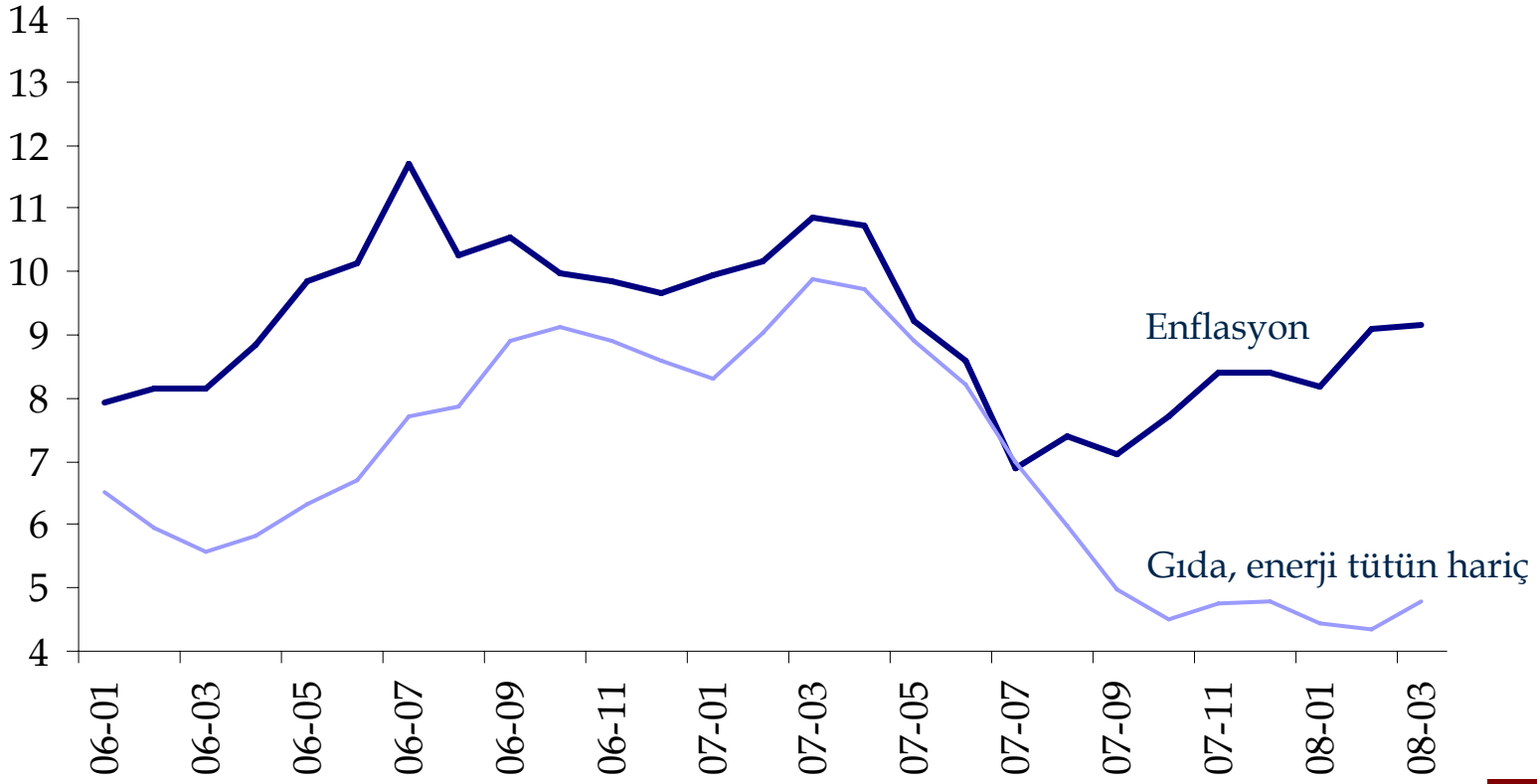




Kaynak: TCMB.

2007 ve sonrası: Küresel enflasyondaki artış

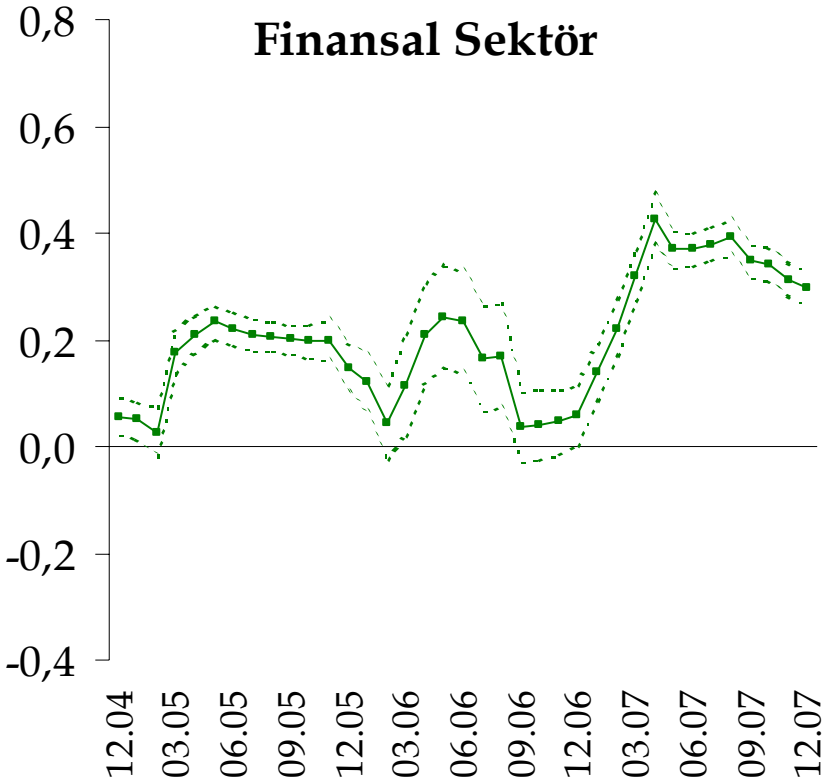
- Birinci savunma hattı:
  - Etkin iletişim: Temel (çekirdek) enflasyona vurgu

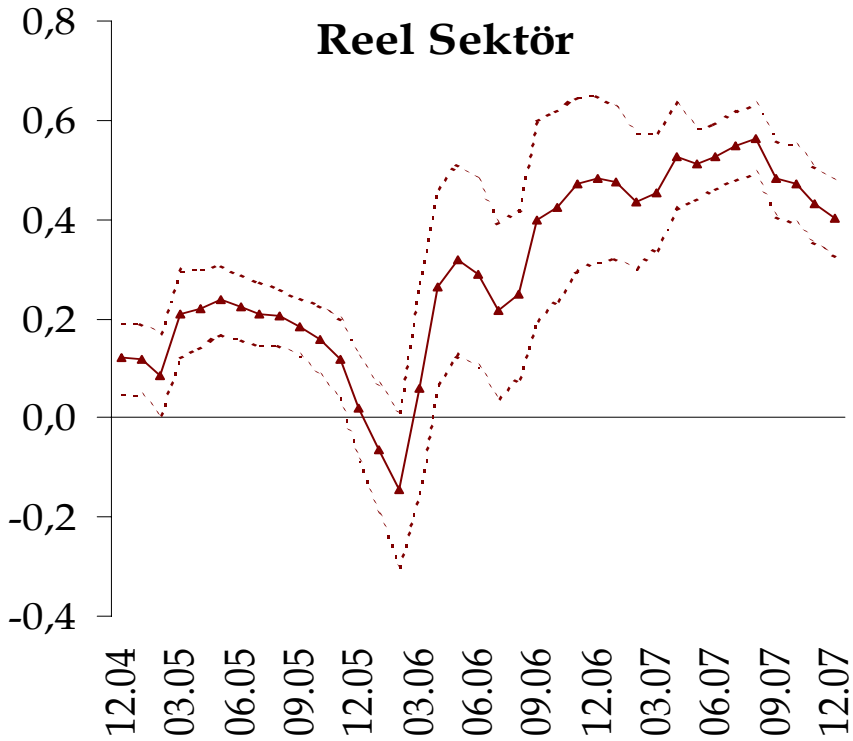


Kaynak: TCMB ve TÜİK.

Beklenti Oluşumundaki Değişim

Enflasyon Beklentilerinde Geçmiş Dönem Enflasyonunun Ağırlığı

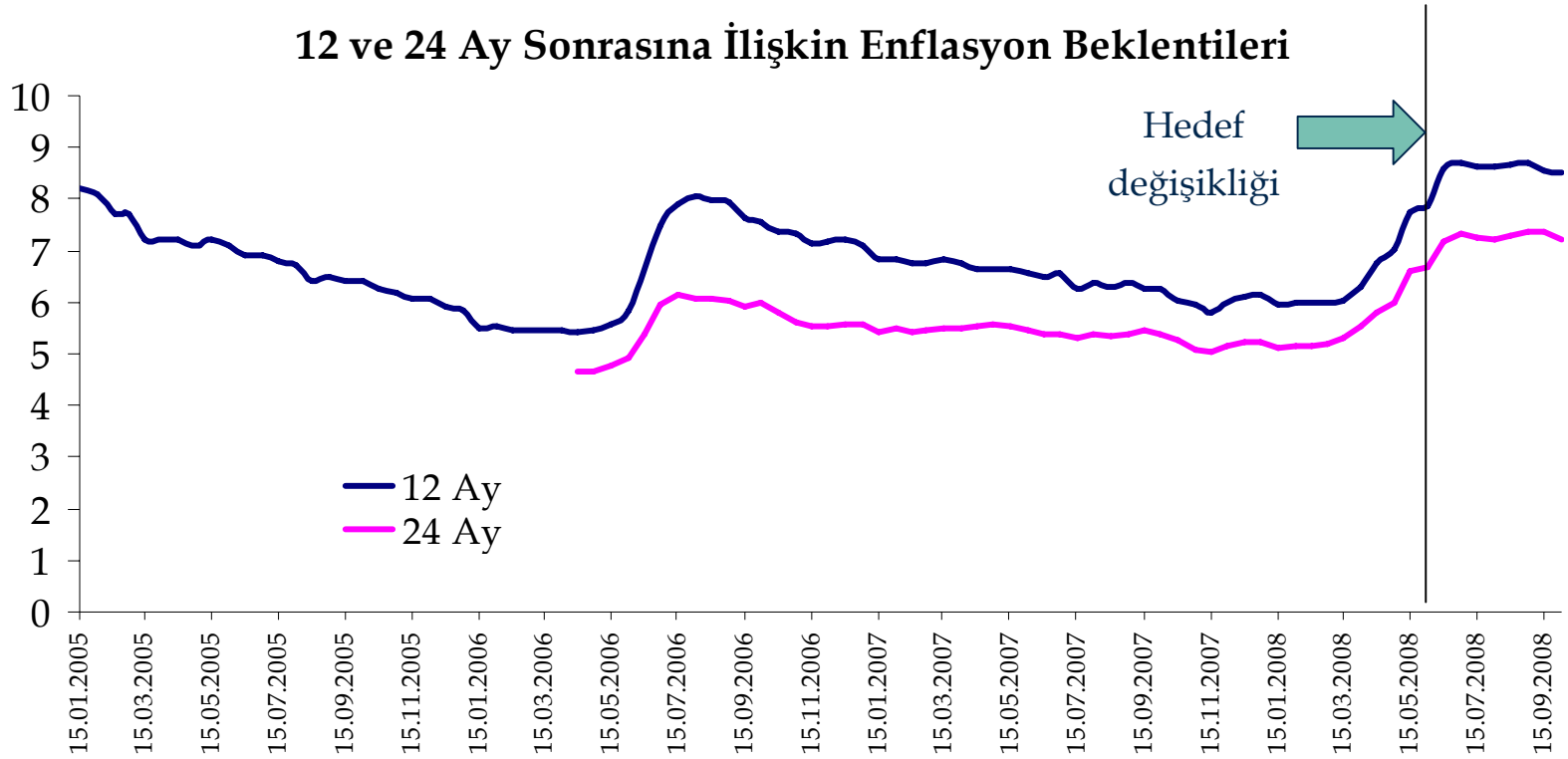




Kaynak: Başkaya, Kara ve Mutluer (2008).

Beklentilerin Kontrol Altına Alınması

- İkinci (ve üçüncü) savunma hattı:
  - Hedef değişikliği ve faiz artırımı



Kaynak: TCMB.

Sonuç ve Değerlendirme-1

- Enflasyon hedeflemesi rejimi fiyat istikrarına ulaşmak için uygulanan ve son yıllarda giderek yaygınlaşan bir para politikası stratejisidir.
- Bu rejimde şeffaflık ve hesap verme zorunluluğunun kurumsal gelişmeyi hızlandırıcı bir etkisi bulunmaktadır.
- Enflasyon hedeflemesi rejimi dünya genelinde henüz ciddi bir şoka maruz kalmadığından performansını kesin olarak değerlendirmek ancak zaman içinde mümkün olacaktır.
- Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin tasarımı daha karmaşık olsa da, bu rejimi uygulayan hiç bir ülkenin henüz rejimi terketme sinyali vermemiş olması umut vericidir.

Sonuç ve Değerlendirme-2

- Türkiye'de enflasyon hedeflemesi rejimi henüz başlangıçta ciddi şoklarla test edilmiştir. Bütün bunlara rağmen enflasyon ve beklentiler büyük ölçüde kontrol altında tutulabilmiştir.

- Enflasyon hedeflemesinin şartlara uyum sağlayan esnek bir yapısı bulunmaktadır. Bu çerçevede rejimin değiştirilmesi yerine tasarımının geliştirilmesi konusundaki tartışmalar daha anlamlı olmaktadır.

- Önümüzdeki dönemde enflasyon hedeflemesi çerçevesinde, para politikasının finansal kesimle etkileşimi mercek altına alınacaktır.

- Merkez Bankaları fiyat istikrarını gözetmeye devam ettiği sürece enflasyon hedeflemesi rejimi kalıcı olacaktır.

Enflasyon Hedeflemesi

A. Hakan Kara ve Musa Orak
Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası

EKONOMİK TARTIŞMALAR KONFERANSI
(Emin Öztürk'ün Anısına)
İstanbul, 10 Ekim 2008