



TURKİYE EKONOMİ KURUMU

TARTIŞMA METNİ 2005/9

[http ://www.tek.org.tr](http://www.tek.org.tr)

IMF Programları ve Enflasyon Hedeflemesi: Brezilya Deneyimi ve Türkiye İçin Dersler

Zafer Yükseler

Temmuz, 2005

TÜRKİYE CUMHURİYET MERKEZ BANKASI

**IMF PROGRAMLARI
VE
ENFLASYON HEDEFLEMESİ
(BREZİLYA DENEYİMİ VE TÜRKİYE İÇİN DERSLER)**

**Zafer YÜKSELER
Danışman**

28 Haziran 2005

İÇİNDEKİLER¹

I. GİRİŞ.....	3
II. BREZİLYA: IMF PROGRAMLARI VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ DENEYİMİ.....	3
1. Enflasyon Hedeflemesi Sisteminin Uygulanmasına İlişkin Düzenlemeler..	4
a. Niyet Mektuplarındaki Düzenlemeler.....	4
b. Enflasyon Hedeflemesi Sistemine İlişkin Kurumsal Düzenlemeler.....	5
i. 21 Haziran 1999 Tarih ve 3088 sayılı Kararname.....	5
ii. Para Politikası Komitesi (COPOM).....	6
c. Enflasyon Hedefleri.....	6
d. Açık Mektuplar.....	7
i. 2001 Yılı Açık Mektubu.....	8
ii. 2002 Yılı Açık Mektubu.....	9
iii. 2003 Yılı Açık Mektubu.....	11
iv. Açık Mektupların Değerlendirilmesi.....	12
e. Para Politikası Raporları.....	13
i. Genel.....	13
ii. Enflasyon Projeksiyonları ve Gerçekleşmeler.....	14
iii. Projeksiyon ve Varsayımların Değerlendirilmesi.....	17
iv. Büyüme Öngörülleri ve Gerçekleşmeler.....	18
2. IMF Stand-by Anlaşmaları ve Enflasyon Hedeflemesi.....	19
a. Niyet Mektupları.....	19
b. IMF Programı Çerçevesinde Makroekonomik Gelişmeler.....	26
III. TÜRKİYE: IMF PROGRAMLARI ÇERÇEVESİNDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ SİSTEMİNE GEÇİŞ SÜRECİ.....	28
1. Niyet Mektupları.....	28
2. TCMB Para Politikası Duyuruları.....	29
3. IMF Programı Çerçevesinde Makroekonomik Gelişmeler.....	32
IV. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME.....	34
KAYNAKLAR.....	39
EK TABLO VE GRAFİKLER.....	40

¹ Çalışmada yer alan görüşler yazarına aittir. T.C.Merkez Bankası'nın görüşlerini yansıtmamaktadır.

I. GİRİŞ :

Enflasyon hedeflemesi, dalgalı kur rejimi ile birlikte yükselen piyasa ekonomilerinde uygulama alanı gittikçe yaygınlaşan bir para politikası stratejisi olmaya başlamıştır. Uluslararası Para Fonu'nda (IMF), dalgalı kur rejimi ile birlikte enflasyon hedeflemesi sisteminin gelişmekte olan ülkeler tarafından uygulamaya konulmasını teşvik etmektedir. 1999 yılı sonlarından itibaren IMF programı uygulayan Türkiye, enflasyon hedeflemesi sistemine geçiş konusunda önemli aşamalar kaydetmiş ve resmi enflasyon hedeflemesi sistemine 2006 yılı başında geçeceğini açıklamış bulunmaktadır.

IMF programı uygularken 1999 yılı ortasında enflasyon hedeflemesi sistemine geçen Brezilya'nın, bu konudaki deneyimlerinin incelenmesi Türkiye ekonomisi açısından da yararlı olacaktır. Brezilya'da enflasyon hedeflemesinin kurumsal yapısı, bu çerçevede kamuoyuna sunulan raporlar ve bu raporların içerikleri Türkiye içinde önemli bir örnek teşkil etmektedir. Özellikle, IMF programı ile birlikte enflasyon hedeflemesi sisteminin uygulanması, Brezilya tecrübesinin önemini daha da artırmaktadır.

Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinin en önemli aktörlerinden olan Brezilya tecrübesinin incelenmesinin, ülkemizle benzer özellikler taşıması nedeniyle de ilginç olacağı düşünülmektedir. Brezilya döviz kuruna dayalı para politikası uygulamasını, karşılaştığı kriz sonucu terketmiş ve 15 Ocak 1999 tarihinde dalgalı kur rejimini uygulamaya başlamıştır. Dalgalı kur rejimi uygulaması ile birlikte, enflasyon hedeflemesi sistemi de gündeme gelmiştir. 1999-2000 döneminde enflasyon hedeflemesi sistemini başarıyla uygulayan Brezilya, 2001-2002 döneminde sermaye girişlerindeki azalış (sudden stop) nedeniyle önemli sorunlarla karşılaşmış ve enflasyon hedeflerini sık, sık revize etmek durumunda kalmıştır.

Bu çalışmada, 2000-2004 döneminde Brezilya'daki enflasyon hedeflemesi uygulaması değerlendirilecektir. Brezilya'nın IMF ile imzaladığı niyet mektupları, para politikası raporları, para politikası kurulu toplantı tutanakları ve Merkez Bankası Başkanı tarafından Maliye Bakanı'na yazılan açık mektuplar, bu çalışmanın temel veri kaynaklarını oluşturacaktır.

Çalışmada, ayrıca enflasyon hedeflemesi sistemi konusunda, Türkiye'nin bugüne kadar geçirdiği süreç, IMF niyet mektupları ve para politikası duyuruları esas alınarak değerlendirilecektir.

II. BREZİLYA : IMF PROGRAMLARI VE ENFLASYON HEDEFLEMESİ DENEYİMİ :

1998 yılı ortalarında Brezilya ekonomisi, maliye politikası ve ödemeler dengesi sorunları nedeniyle krizle karşılaşmış ve 13 Kasım 1998 tarihli niyet mektubu ile IMF'den stand-by desteği talep etmiştir. IMF anlaşmasına rağmen, kriz 1999 yılı başında daha da derinleşmiş, döviz kuru üzerindeki baskının devam etmesi nedeniyle 13 Ocak 1999 tarihinde döviz kuru bandı genişletilmiş, döviz kuru seviyesini korumak için spot ve future döviz piyasalarına yapılan müdahaleler durdurulmuştur. Ancak, bu önlemler de döviz kuru üzerindeki baskıyı önleyememiş ve 15 Ocak 1999 tarihinde Brezilya parası Real dalgalanmaya bırakılmıştır. 1998 yılı sonunda 1.21 Real/\$ olan ortalama döviz kuru, 1999 yılı Ocak ayında 1.52 Real/\$, Şubat ayında ise 1.91 Real/\$'a yükselmiştir.²

² Kaynak: Brazil: Memorandum of Economic Policies, March 8, 1999, www.imf.org.

Döviz kurunun dalgalanmaya bırakılmasının ardından, para politikasının öncelikli amacının tek haneli enflasyonu sağlamak olduğu belirtilmiş ve Merkez Bankasının en kısa sürede resmi enflasyon hedeflemesi sistemine geçmeyi planladığı açıklanmıştır. Bu amaçla, Merkez Bankasının fiyat istikrarı amacına yönelebilmek için operasyonel bağımsızlığının artırılmasına yönelik yasal değişiklikler yapılması kararlaştırılmıştır.³

1. Enflasyon Hedeflemesi Sisteminin Uygulanmasına İlişkin Düzenlemeler:

a. Niyet Mektuplarındaki Düzenlemeler

Brezilya'nın **2 Temmuz 1999 tarihli Niyet Mektubu ve Ekonomik Politikalar Bildirgesi**'nde, 8 Mart 1999 tarihli Ekonomik Politikalar Bildirgesine atıfta bulunularak, Temmuz 1999 tarihinde resmi enflasyon hedeflemesi sistemine geçileceğinin kararlaştırıldığı ifade edilmektedir. Bu çerçevede, Haziran ayı sonunda Maliye Bakanının üç yıllık bir dönem için ulusal tüketici fiyatlarına (IPCA) ilişkin enflasyon hedeflerini açıkladığı belirtilmektedir. Enflasyon hedefi 1999 yılı için yüzde 8, 2000 yılı için yüzde 6, 2001 yılı için yüzde 4 olarak belirlenmiş, band genişliği ise +/- 2 puan olarak açıklanmıştır. Bu niyet mektubunda, Net İç Varlıklara (NİV) ilişkin hedefler belirlenmeye devam edilmiş, Eylül ayı için NİV hedefi performans kriteri olurken, Aralık ayı için NİV kriteri gösterge niteliğinde bir kritere dönüştürülmüştür.

Brezilya'nın **12 Kasım 1999 tarihli Niyet Mektubu ve Ekonomik Politikalar Bildirgesi**'nde, Net İç Varlıklara ilişkin gösterge niteliğindeki kriterler 2000 yılı Mart ve Haziran ayları için de belirlenmiştir. İlk kez bu niyet mektubunda enflasyon konsültasyon yöntemi getirilmiştir. Tüketici fiyatları endeksindeki (IPCA)⁴ 12 aylık artış hedefleri üçer aylık dönemler itibarıyla belirlenmiş ve IMF programı değerlendirmesi için dış ve iç band değerleri de açıklanmıştır.

Konsültasyon yöntemine göre, 12 aylık tüketici fiyatları (IPCA) artış oranı iç bandın üst limitini aşarsa, Merkez Bankası ile IMF heyeti uzmanları gerekli politika tedbirlerini tartışıp kararlaştıracaklardır. Eğer, 12 aylık tüketici fiyatları artış oranı dış bandın üst limitini aşarsa, Brezilya yetkilileri ile IMF Yönetim Kurulu alınması gerekli tedbirleri tartışıp belirleyeceklerdir. Gerekli tedbirler alındıktan sonra IMF kredilerinin kullanımına izin verilecektir.

Tablo: 1 - Konsültasyon Bandları: 12 Aylık IPCA Artış Oranları (Yüzde)

	Aralık 1999	Mart 2000	Haziran 2000	Eylül 2000	Aralık 2000
Dış Band (Üst Limit)	10.0	9.5	9.0	8.5	8.0
İç Band (Üst Limit)	9.0	8.5	8.0	7.5	7.0
Enflasyon Hedefi	8.0	7.5	7.0	6.5	6.0
İç Band (Alt Limit)	7.0	6.5	6.0	5.5	5.0
Dış Band (Alt Limit)	6.0	5.5	5.0	4.5	4.0

Kaynak: 12 Kasım 1999 tarihli niyet mektubu ve ekleri, www.imf.org.

³ Kaynak: Brazil: Memorandum of Economic Policies, March 8, 1999, www.imf.org.

⁴ IPCA tüketici fiyatları endeksi, dokuz metropolitan alan (Rio de Janeiro, Sao Paulo, Porto Alegre, Belo Horizonte, Recife, Belem, Fortaleza, Salvador ve Curitiba) ile Goiania şehri ve Federal Bölgeyi kapsamaktadır. Hane geliri, asgari ücretin 1 ve 40 katı arasında olan ailelerden bilgi derlenmektedir. Gerek yerleşim yerleri gerek gelir dilimleri itibarıyla, en geniş kapsamlı tüketici fiyatları endeksi olduğu kabul edilmektedir. Kaynak: Brazil: Selected Issues and Statistical Appendix, September 1999, IMF Staff Country Report No:99/97, www.imf.org.

Bu niyet mektubunda, enflasyona ilişkin öncü göstergelerin belirlenmesinin ardından, beşinci gözden geçirme ile birlikte Net İç Varlık büyüklüğü yerine, sadece enflasyon konsültasyon sisteminin kullanılacağı da kararlaştırılmıştır.

20 Nisan 2000 tarihli niyet mektubunda da, enflasyon hedefi yanısıra Net İç Varlıklara ilişkin gösterge niteliğindeki kriterin belirlenmesine devam edilmiştir. Net İç Varlıklara ilişkin kriter, 3 Kasım 2000 tarihli niyet mektubundan itibaren "IMF Şartlılığı" kapsamında çıkarılmış ve enflasyon hedefi ile enflasyon konsültasyon yöntemi, IMF programı şartlılığı (IMF conditionality) olarak kullanılmaya başlanmıştır. Ancak, Net Uluslararası Rezervlere ilişkin kriter kullanılmaya devam edilmiştir.

b. Enflasyon Hedeflemesi Sistemine İlişkin Kurumsal Düzenlemeler :

i. 21 Haziran 1999 Tarih ve 3088 sayılı Kararname :

Brezilya'da enflasyon hedeflemesi sisteminin kurumsal çerçevesi, Devlet Başkanı'nın 21 Haziran 1999 tarih ve 3088 sayılı Kararnamesi ile belirlenmiştir.⁵ Kararnamenin temel unsurları şu şekilde özetlenebilir;

- Enflasyon hedefi toplum tarafından bilinen bir fiyat endeksine göre belirlenecektir,
- Enflasyon hedefi ve band genişliği Maliye Bakanı'nın teklifi ile Ulusal Para Konseyi (National Monetary Council) tarafından tespit edilecektir,
- 1999, 2000 ve 2001 yıllarına ilişkin enflasyon hedefleri en geç 30 Haziran 1999 tarihine kadar belirlenecek; 2002 ve sonrası yıllar için enflasyon hedefleri ise, en geç iki yıl önce 30 Haziran tarihinde tespit edilecektir,
- Brezilya Merkez Bankası'na, enflasyon hedefini gerçekleştirmek için gerekli politikaları uygulama sorumluluğu verilmiştir,
- Enflasyon hedeflemesine esas alınacak fiyat endeksi, Maliye Bakanının teklifi ile Ulusal Para Konseyi tarafından belirlenecektir,
- Ocak – Aralık dönemi enflasyonu belirlenen band içinde kalırsa, enflasyon hedefinin gerçekleştirildiği kabul edilecektir,
- Hedefin aşılması halinde, Brezilya Merkez Bankası Başkanı Maliye Bakanı'na açık bir mektupla durumu izah edecektir. Bu mektupta, hedefin aşılma nedenleri, tekrar hedefe dönülmesi için gerekli önlemler ve bu önlemlerin hangi sürede etkili olacağı belirtilecektir,
- Merkez Bankası üç aylık enflasyon raporu yayınlayacaktır. Bu raporda, enflasyon hedeflemesinin performansı, para politikası kararlarının etkileri ve enflasyonla ilgili perspektifler yer alacaktır,

1999 yılı Haziran ayı sonunda, Ulusal Para Konseyi 1999-2001 dönemi için enflasyon hedefi ve band genişliğini kamuoyuna ilan etmiştir. Tüketici fiyatları endeksi olarak ta IPCA endeksi seçilmiştir. Enflasyon hedefini ilan eden Ulusal Para Konseyi, Maliye Bakanı (başkan), Planlama ve Bütçe Bakanı ile Brezilya Merkez Bankası Başkanı'ndan oluşmakta ve Kurul'un sekretaryası Brezilya Merkez Bankası tarafından yürütülmektedir.⁶

⁵ Kaynak: Brazil: Selected Issues and Statistical Appendix, September 1999, IMF Staff Country Report No:99/97, www.imf.org.

⁶ Kaynak: www.fazenda.gov.br/ingles/orgaos/icmn.

ii. Para Politikası Komitesi (COPOM):

Brezilya Merkez Bankası bünyesinde 20 Haziran 1996 tarihinde oluşturulan Para Politikası Komitesi (COPOM), para politikasını ve kısa vadeli faiz oranlarını (Selic Rate) belirlemekle sorumludur.⁷ Para Politikası Komitesi, Merkez Bankası Başkanı ve yedi başkan yardımcısından oluşmaktadır. 2000 yılından beri düzenli olarak ayda bir yapılan COPOM toplantıları iki gün sürmekte ve birinci gün toplantıya altı bölüm başkanı da oy hakkı olmaksızın katılmaktadır. Bunlar, araştırma, ekonomi, uluslararası rezerv işlemleri, açık piyasa işlemleri, bankacılık işlemleri ve yatırımcı ilişkileri bölümü başkanlarıdır. Toplantının ikinci gününe, sadece COPOM üyeleri ile araştırma bölümü başkanı katılmakta ve yapılan tartışmalar sonucunda faiz kararı oylama ile belirlenmektedir.

Ayda bir yapılan ve iki gün süren toplantılarda, enflasyon gelişmeleri, enflasyon projeksiyonları, üretim, işgücü piyasası, kredi faizleri, ödemeler dengesi ve para piyasalarındaki gelişmeler değerlendirilmekte, Selic faiz oranı ve yönüne ilişkin kararlar alınmaktadır. Toplantıdan sekiz gün sonra, komitede yapılan değerlendirmeler ile ilgili teknik ve detaylı özet tutanak Merkez Bankası internet sayfasında yayınlanmaktadır. Ayrıca, COPOM tutanak özetleri, üç ayda bir yayımlanan para politikası raporu ekinde de verilmektedir.

COPOM, 1999-2004 döneminde toplam 80 kez faiz kararı almıştır. Bu faiz kararlarının yüzde 40'ı indirim yönünde iken, yaklaşık yüzde 16'sı artırım yönündedir. Faiz artırım yönündeki kararlar, 2001 ve 2002 yıllarında yoğunlaşmıştır.

Tablo : 2- COPOM Faiz Kararları

Yıllar	Faiz Karar Sayısı				Selic Faiz Oranı (%)				Gerçek. IPCA (%)
	Artış	İndirim	Sabit	TOPLAM	Min.		Mak.		
1999	1	12	4	17	19.00	Eylül	45.00	Mart	8.9
2000	-	5	9	14	15.75	Aralık	19.00	Ocak	6.0
2001	5	1	6	12	15.25	Ocak	19.00	Tem.	7.7
2002	3	3	7	13	18.00	Temmuz	25.00	Aralık	12.5
2003	2	7	3	12	16.50	Aralık	26.50	Şubat	9.3
2004	2	4	6	12	16.00	Nisan	17.75	Aralık	7.6
TOPLAM	13	32	35	80	15.25		45.00		

Kaynak: "www.bcb.gov.br/?INTEREST" verilerinden yararlanarak hesaplanmıştır.

Para Politikası Komitesi, aynı zamanda enflasyon hedeflemesi sistemini yürütmek ve enflasyon raporlarını hazırlamakla sorumlu bulunmaktadır. Enflasyon raporları 1999 yılı Eylül ayından itibaren yayımlanmaya başlanmıştır. Bu raporlar, enflasyon projeksiyonları yanısıra ekonomideki çeşitli alanlara ilişkin değerlendirmeleri de içermektedir.

c. Enflasyon Hedefleri :

Ulusal Para Konseyi (CMN) tarafından, üç yıllık bir dönem için yıllık enflasyon hedefleri ve band genişliği kamuoyuna açıklanmaktadır. 1999 yılı Haziran ayında, 1999-2001 dönemine ilişkin enflasyon hedefi, CMN tarafından düşen bir trend şeklinde belirlenmiş ve band genişliği +/- 2 puan olarak ilan edilmiştir. 2002 ve 2003 yılı enflasyon hedefleri belirlenirken de aynı eğilim ve band genişliği korunmuştur. Ancak,

⁷ Kaynak: www.bcb.gov.br/ingles/copom/a-hist.asp.

2001-2002 yıllarında karşılaşılan dışsal şok nedeniyle, 2003 yılı enflasyon hedefi yukarı doğru revize edilmiş, band genişliği ise +/- 2 puandan +/- 2.5 puana yükseltilmiştir.

2002 enflasyon hedefinin aşılması ve enflasyondaki olumsuz gelişmenin devam etmesi nedeniyle, Ocak 2003 tarihinde Merkez Bankası Başkanı tarafından Maliye Bakanına gönderilen açık mektupla, sırasıyla, yüzde 4.0 (+/- 2.5) ve yüzde 3.75 (+/-2.5) olan 2003 ve 2004 yılı enflasyonları yüzde 8.5 ve yüzde 5.5'e yükseltilmiş, band uygulaması ise kaldırılmıştır. Haziran 2003 tarihinde CMN kararıyla 2004 yılı enflasyon hedefi korunmuş, 2005 yılı hedefi belirlenmiş ve +/- 2.5 puanlık band uygulaması tekrar başlatılmıştır. Bu kararlar tekrar getirilen band uygulaması sonucunda, 2004 yılı enflasyon hedefi fiilen yükseltilmiştir. CMN, Haziran 2004 tarihindeki kararıyla 2006 yılı enflasyon hedefini tespit etmiş ve band genişliğini +/- 2 puana tekrar indirmiştir.

Tablo : 3 – Brezilya : Enflasyon Hedefleri

Karar No	Karar Tarihi		Yıl	Enflasyon Hedefi (%)	Band (%)	Gerçekleşme (%)
2.615	Haziran 1999	CMN	1999	8.0	+/- 2	8.9
			2000	6.0	+/- 2	6.0
			2001	4.0	+/- 2	7.7
2.744	Haziran 2000	CMN	2002	3.5	+/- 2	12.5
2.842	Haziran 2001	CMN	2003	3.25	+/- 2	9.3
2.972	Haziran 2002	CMN	2003 Rev.-1	4.0	+/- 2.5	9.3
			2004	3.75	+/- 2.5	7.6
Açık Mektup	Ocak 2003	Merkez Bankası	2003 Rev.-2	8.5	Yok	9.3
			2004 Rev.-1	5.5	Yok	7.6
3.108	Haziran 2003	CMN	2004 Rev.-2	5.5	+/- 2.5	7.6
			2005	4.5	+/- 2.5	
3.210	Haziran 2004	CMN	2006	4.5	+/- 2	

Kaynak: A.Bevilaqua "Inflation Targeting and the Exchange Rate in Brazil", The Central Bank of Brazil, May 2005.

1999-2004 dönemindeki hedef ve gerçekleştirmeler incelendiğinde, 2001, 2002 ve 2003 yıllarında enflasyon hedefinin üst limitinin aşıldığı, 2004 yılında ise tekrar band uygulamasına dönülmesinin etkisiyle hedefin tutturulabildiği görülmektedir. Özellikle, 2003 yılı hedefi iki kez revize edilmesine karşın, enflasyon hedefi tutturulamamıştır.

d. Açık Mektuplar :

Brezilya'da Devlet Başkanı tarafından yayımlanan ve enflasyon hedeflemesi sisteminin çerçevesini belirleyen 21 Haziran 1999 tarih ve 3.088 sayılı Kararnameye göre, gerçekleşen enflasyonun hedefin üst limitini aşması durumunda, Merkez Bankası Başkanı'nın Maliye Bakanı'na açık mektupla durumu izah etmesi gerekmektedir. Bu açık mektupta; hedefin aşılmasının detaylı nedenleri, hedefe yaklaşmak amacıyla alınan önlemler ve bu önlemlerin ne sürede etkilerinin görüleceği hususlarının yer alacağı belirtilmiştir. 2001, 2002 ve 2003 yıllarına ilişkin açık mektuplarda yer alan hususlar aşağıda özetlenecektir.⁸

⁸ Kaynak: www.bcb.gov.br/?OPENLETTER.

i. 2001 Yılı Açık Mektubu :

Brezilya Merkez Bankası Başkanı Arminio Fraga tarafından Maliye Bakanına gönderilen ve 22 Ocak 2002 tarihinde internet sayfasında yayınlanan açık mektupta yer alan temel değerlendirmeler şunlardır.

Hedefin Aşılmasının Nedenleri

2001 yılı enflasyon hedefi üst limiti yüzde 6.0 iken, gerçekleşme yüzde 7.7 olmuş ve hedef aşılmıştır. Hedefin aşılmasına, 2001 yılında Brezilya ekonomisinin karşılaştığı iç ve dış şoklar etkili olmuştur. Dış etkenler olarak; Dünya ekonomisinde yavaşlama, Arjantin krizinin olumsuz etkileri ve 11 Eylül terörist saldırılarının döviz kurunda neden olduğu aşırı değer kaybı, iç etken olarak ta yönetilen fiyatlar, özellikle elektrik fiyatlarındaki hızlı artış sayılmıştır.

2001 yılında, yüzde 6.0'lık enflasyon hedefine karşın döviz kurundaki yıllık artış yüzde 20.9 (Ocak-Ekim dönemindeki artış yüzde 42.6'dır), yönetilen fiyatlardaki yıllık artış ise yüzde 10.4 olarak gerçekleşmiştir. Döviz kuru ve yönetilen fiyatların etkisi hariç tutulduğunda, IPCA enflasyon oranının yüzde 4.3 olarak hesaplandığı ve bunun enflasyon hedefiyle uyumlu olduğu ifade edilmiştir.

Merkez Bankası Tarafından Alınan Önlemler

Brezilya Merkez Bankası, Aralık 2000 tarihli Para Politikası Raporu'nda, 2001 yılında yönetilen fiyatların yüzde 6.2, Real'in 2.02 \$ (yüzde 3.3 artış) olacağı varsayımı altında, 2001 yılı enflasyonunun yüzde 3.9 oranında gerçekleşeceğini tahmin etmiştir. Bu tahmin, o tarihte yapılan anket beklentileri ile de uyumluluk göstermektedir.

Bu beklentiler çerçevesinde, Ocak ayında Selic faiz oranında indirim yapılmış, ancak Şubat ayından itibaren döviz kurlarındaki artış hızlanmaya başlamıştır. Ocak ayında 2.01 Real/\$ olan döviz kuru Mart ayında 2.54 Real/\$'a yükselmiştir. Döviz kurlarındaki sıçramanın nedeni olarak, ödemeler dengesindeki bozulma, Arjantin Krizi, Dünya ekonomisindeki yavaşlama ve enerji fiyatlarındaki yükselme sayılmıştır.

Tablo: 4- Selic Faiz Oranı (Yıllık, Yüzde)

YIL	AY	Selic
2000	Aralık	15.75
2001	Ocak	15.25
2001	Şubat	15.25
2001	Mart	15.75
2001	Nisan	16.25
2001	Mayıs	16.75
2001	Haziran	18.25
2001	Temmuz	19.00
2001	Ağustos	19.00
2001	Eylül	19.00
2001	Ekim	19.00
2001	Kasım	19.00
2001	Aralık	19.00

Kaynak: 22 Ocak 2002 tarihli açık mektup.

Merkez Bankası, Mart ayından itibaren Selic faiz oranını artırmaya başlamış, bu eğilim Temmuz ayına kadar sürdürülmüş ve bu aydan itibaren Selic faiz oranı yıl sonuna kadar yüzde 19 seviyesinde tutulmuştur. Faiz politikasına destek olmak ve 11 Eylül saldırıları sonucunda piyasada gözlenen istikrarsızlığı gidermek için de vadeli mevduata uygulanan zorunlu karşılıklar yükseltilmiş ve döviz piyasasına doğrudan müdahalede bulunulmuştur.

Merkez Bankası, 2001 yılı ortasında para politikasının karşılaşılan şokun etkisini yeterince önleyici olduğunu ve 2002 yılı enflasyon hedefinin gerçekleştirilebileceğini düşünerek 2001 yılı ikinci yarısında Selic faiz oranını yüzde 19'da tutmaya karar vermiştir. 2001 yılı enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesine yönelik para politikası çabalarının, parasal aktarım mekanizmasındaki gecikmeler nedeniyle, 2002 yılında enflasyonun hedefin önemli ölçüde altında kalmasına neden olacağı ifade edilmiştir. Yüzde 19 faiz oranı ve istikrarlı döviz kuru (2.36 Real/\$) varsayımı altında, Merkez Bankası 2002 yılı enflasyonunun yüzde 3.7 (hedef yüzde 3.5), 2003 yılı enflasyonunun ise yüzde 2.5 (hedef yüzde 3.25) olarak tahmin edildiğini açıklamıştır.

ii. 2002 Yılı Açık Mektubu :

7 Ocak 2003 tarihinde göreve başlayan **Brezilya Merkez Bankası Başkanı Henrique de Campos Meirelles** tarafından 21 Ocak 2003 tarihinde Maliye Bakanı'na gönderilen mektupta yer alan temel değerlendirmeler şunlardır.

Hedefin Aşılmasının Nedenleri

2002 yılı enflasyon hedefi üst limiti yüzde 5.5 iken, gerçekleşme yüzde 12.5 olmuş ve hedef aşılmıştır. Hedefin aşılmasına, 2002 yılında üç temel unsur etkili olmuştur. Bunlar; i)döviz kurunun aşırı değer kaybı, ii)yönetilen fiyatlardaki yüksek artış ve iii)enflasyon beklentilerindeki bozulmadır.

Hedefin aşılmasına yol açan unsurların arkasında; 2002 yılında Brezilya ekonomisine duyulan güvenin azalması ve uluslararası piyasalardaki risk algılamasının yükselmesi nedeniyle sermaye girişlerinde gözlenen gerilemenin yurtiçi mali piyasalarda yarattığı dalgalanma ve kamu borç yönetiminde karşılaşılan sorunlar bulunmaktadır. Kamu kesiminin borçlanma senetlerine, özellikle uzun vadeli senetlere, olan talep önemli ölçüde gerilemiş ve sermaye girişleri 27.8 milyar dolar azalmıştır. Sermaye girişlerindeki bu azalış, Real'in aşırı değer kaybına ve cari işlemler dengesi açığının hızla daralmasına neden olmuştur. 2001 yılında GSYİH'nın yüzde 4.6'sı olan cari açık (23.2 milyar dolar), 2002 yılında GSYİH'nın yüzde 1.7'sine (7.8 milyar dolar) gerilemiştir.

2002 yılında Real'in yüzde 43.9 oranında değer kaybetmesi, yönetilen fiyatların yüzde 15.3 oranında artmasına neden olurken, enflasyonist beklentileri de olumsuz etkilemiştir. Enflasyon yılın ilk yarısında istikrarlı seyrederken, yılın ikinci yarısında, özellikle son çeyrekte hızlı bir tırmanışa geçmiştir. Bu eğilimde, yılın ikinci yarısında kur artışının hızlanması etkili olmuştur. Döviz kuru artışının yılın ikinci yarısında hızlanmasının dışsal faktörler yanısıra bir diğer nedeni de Brezilya'da yaşanan seçim sürecidir.

Döviz kuru, yönetilen fiyatlar ve beklentilerdeki bozulmanın etkisi hariç, IPCA enflasyon oranının yüzde 4.3 olarak hesaplandığı ve bunun da enflasyon hedefi olan yüzde 3.5 ile büyük ölçüde uyumlu olduğu ifade edilmiştir.

Merkez Bankası Tarafından Alınan Önlemler

Merkez Bankası, 2002 yılı enflasyon gelişmelerini hedefle uyumlu değerlendirmesi sonucunda, Şubat, Mart ve Temmuz aylarında faiz oranlarında indirim gitmiştir. Ağustos ve Eylül ayında ise, 2003 yılı için yapılan enflasyon projeksiyonlarının 2003 yılı hedefiyle uyumlu olması nedeniyle faiz oranını sabit tutma kararı almıştır. Ancak, Eylül ayının ikinci yarısında döviz kuru artışının hızlanması ve enflasyon beklentilerinin yükselmesi nedeniyle, Ekim ayında yapılan olağanüstü COPOM toplantısında faiz oranı yüzde 18'den yüzde 21'e yükseltilmiştir. Faiz artışı Kasım ve Aralık aylarında da devam etmiştir.

Tablo: 5- 2002 Yılı : Selic Faiz Oranı (Yıllık, Yüzde)

Toplantı	Tarih	Selic
67	23 Ocak	19.00
68	20 Şubat	18.75
69	20 Mart	18.50
70	17 Nisan	18.50
71	22 Mayıs	18.50
72	19 Haziran	18.50
73	17 Temmuz	18.00
74	21 Ağustos	18.00
75	18 Eylül	18.00
76-Olağanüstü	14 Ekim	21.00
77	23 Ekim	21.00
78	20 Kasım	22.00
79	18 Aralık	25.00

Kaynak: 21 Ocak 2003 tarihli açık mektup.

Merkez Bankası, kur artışı, enflasyonist beklentilerdeki bozulma ve bunların gelecek dönemde yaratacağı enflasyonist katılığı (inertia) dikkate alarak 2003 ve 2004 yılı enflasyon hedeflerini revize etmiştir. Maliyeti ne olursa olsun, enflasyon hedeflerine ulaşmak gibi bir politika takip etmeyeceklerini kamuoyuna açıklamışlardır. 2002 yılından devreden "enflasyonist inertia" (enflasyondaki katılık) ile bir yıl içinde mücadele etmenin gerekmediği, bunun daha uzun bir dönemi kapsayacağı ifade edilmiş ve 2003 yılında "enflasyonist inertia"nın 2/3'ü ile mücadele edilmesine karar verilmiştir.

Tablo : 6 – 2003 ve 2004 Yılı Enflasyon Hedefinin Revizyonu (Yüzde)

		2003	2004
(a)	CMN Tarafından Belirlenen Hedef	4.0	3.75
(b)	Yönetilen Fiyatlardan Gelen Şokun Etkisi (1)	1.7	1.1
(c)	Mücadele Edilecek Enflasyonist İntertia (2)	2.8	0.6
	Bir Önceki Yıldan Devreden İntertia (Toplam)	4.2	1.0
	<i>Yönetilen Fiyatlara Etkisi</i>	<i>1.4</i>	<i>0.4</i>
	<i>Piyasa Fiyatlarına Etkisi</i>	<i>2.8</i>	<i>0.6</i>
(d)	Revize Hedef (= (a) + (b) + (c))	8.5	5.5

Kaynak: 21 Ocak 2003 tarihli açık mektup.

(1)Enflasyonist inertia ve döviz kurunun yönetilen fiyatlara etkisi hariç.

(2)Bir önceki yıldan devreden inertia'nın 2/3'ü ile mücadele edilecektir.

Bu değerlendirmeler sonucunda, Brezilya Merkez Bankası yüzde 4.0 olan 2003 yılı enflasyon hedefini yüzde 8.5'e, yüzde 3.75 olan 2004 yılı hedefini ise yüzde 5.5'e yükseltmiş ve band uygulamasını kaldırmıştır.

iii. 2003 Yılı Açık Mektubu :

Brezilya Merkez Bankası Başkanı Henrique de Campos Meirelles tarafından 19 Şubat 2004 tarihinde Maliye Bakanı'na gönderilen mektupta yer alan temel değerlendirmeler şunlardır.

Hedefin Aşılmasının Nedenleri

2003 yılında tüketici fiyatları endeksi (IPCA) yüzde 9.3 oranında artarak CMN tarafından belirlenen orijinal enflasyon hedefinin üst limiti olan yüzde 6.5'i aşmıştır. Ancak, gerçekleşen enflasyon, 21 Ocak 2003 tarihli açık mektupla revize edilen hedefe (yüzde 8.5) büyük ölçüde yaklaşmıştır. 2002 yılı son çeyreğinde enflasyonu hızlandıran faktörlerin etkisiyle, 2003 yılı ilk beş ayında fiyat artışları yüksek seviyesini korumuş ve yıllık enflasyonun yüzde 73'ü bu dönemde gerçekleşmiştir.

2003 yılı ikinci yarısında, makroekonomik gelişmelerin normalleşmesi ve güvenin tekrar oluşması sonucunda, fiyat artışları daha düşük ve istikrarlı bir trende girmiştir. 2003 yılı enflasyonunda, 2002 yılından devreden enflasyonist inertia en etkili faktör olmuş ve enflasyonun yüzde 63.7'si bu unsurdan kaynaklanmıştır. 2001 ve 2002 yılının aksine, 2003 yılında Real değer kazanmış ve döviz kuru enflasyonu düşürücü etkide bulunmuştur.

Merkez Bankası Tarafından Alınan Önlemler

2003 yılında Merkez Bankası, güvenin yeniden oluşturulması ve enflasyonist beklentilerin kırılması yanısıra üretim kaybını da dikkate alacak şekilde para politikasını yürütmüştür. Banka, hızlı dezenflasyon sürecinin yaratacağı üretim kaybının önemli olduğunu, bu nedenle daha önce 2003 ve 2004 yılı enflasyon hedefleri revize edilirken, ekonomik faaliyetlere etkisinin de gözönüne alındığını belirtmiştir.

Tablo: 7- 2003 Yılı : Selic Faiz Oranı (Yıllık Yüzde)

Toplantı	Tarih	Selic
80	22 Ocak	25.5
81	19 Şubat	26.5
82	19 Mart	26.5
83	23 Nisan	26.5
84	21 Mayıs	26.5
85	18 Haziran	26.0
86	23 Temmuz	24.5
87	20 Ağustos	22.0
88	17 Eylül	20.0
89	22 Ekim	19.0
90	19 Kasım	17.5
91	17 Aralık	16.5

Kaynak: 19 Şubat 2004 tarihli açık mektup.

Enflasyondaki hızlanmanın, sadece dışsal şok veya uzun dönem enflasyon hedefinden sapmadan kaynaklanmadığı, özel kesim beklentilerindeki bozulma ile de doğrudan ilgisi olduğu belirtilmiş ve kararlı para politikası uygulamasının beklentileri etkileyerek, üretim kaybını azaltabileceği ifade edilmiştir. Bu çerçevede, Ocak ve

Şubat aylarında faiz oranları yükseltilmiş ve Haziran ayına kadar sabit tutulmuştur. Ayrıca, Şubat ayında vadesiz mevduat üzerindeki zorunlu karşılıklar artırılmıştır.

Bu sıkı para ve maliye politikalarının ilk olumlu etkisi 2003 yılı ilk yarısında gözlenmiş ve Mart ve Nisan aylarında Real nominal bazda önemli ölçüde değer kazanmıştır (yüzde 16.4). Yılın ikinci yarısında, toplam talepteki daralma, enflasyonist beklentilerdeki gerileme ve kurdaki değerlenmenin etkisiyle, enflasyon oranında gerileme gözlenmiştir. Haziran ayından itibaren faiz indirimi başlatılmış ve Ağustos ayında vadesiz mevduata uygulanan zorunlu karşılık oranı tekrar düşürülmüştür.

Haziran ayı sonunda, CMN 2004 ve 2005 yılı enflasyon hedeflerini, sırasıyla yüzde 5.5 ve yüzde 4.5 olarak açıklamış, band genişliğini ise +/- 2.5 puan olarak belirlemiştir.

iv. Açık Mektupların Değerlendirilmesi :

Merkez Bankası Başkanı tarafından Maliye Bakanı'na yazılan açık mektuplardaki değerlendirmeler incelendiğinde, her üç yılda da döviz kuru gelişmelerinin enflasyon üzerinde temel etkiye sahip olduğu gözlenmektedir. Özellikle, 2001 ve 2002 yıllarında enflasyon hedefindeki sapmanın temel kaynağı Real'in aşırı değer kaybı ve bunun yönetilen fiyatlar (enerji ve gaz fiyatları) ile piyasa fiyatları üzerindeki olumsuz etkisi olarak gösterilmiştir. 2003 yılında, orijinal enflasyon hedefinin önemli ölçüde aşılmasına karşın, revize hedefe kısmen yaklaşılmasının gerisinde de, Real'in yılın ilk çeyreği sonlarından itibaren değer kazanmasının olumlu etkisi görülmektedir.

Tablo : 8- Enflasyona Katkıda Bulunan Unsurlar (Yüzde Puan)

		2001	2002	2003
1	Döviz Kurundan Geçiş (Exchange rate pass-through)	2.9	5.8	-1.1
2	Yönetilen Fiyatlar (*)	1.7	1.9	1.7
3	Piyasa Fiyatları (*)	2.4	2.3	1.1
4	Enflasyonist Inertia	0.7	0.9	5.9
5	Beklentiler		1.7	1.7
	IPCA Enflasyonu	7.7	12.5	9.3

Kaynak: 22 Ocak 2002, 21 Ocak 2003 ve 19 Şubat 2004 tarihli açık mektuplar.

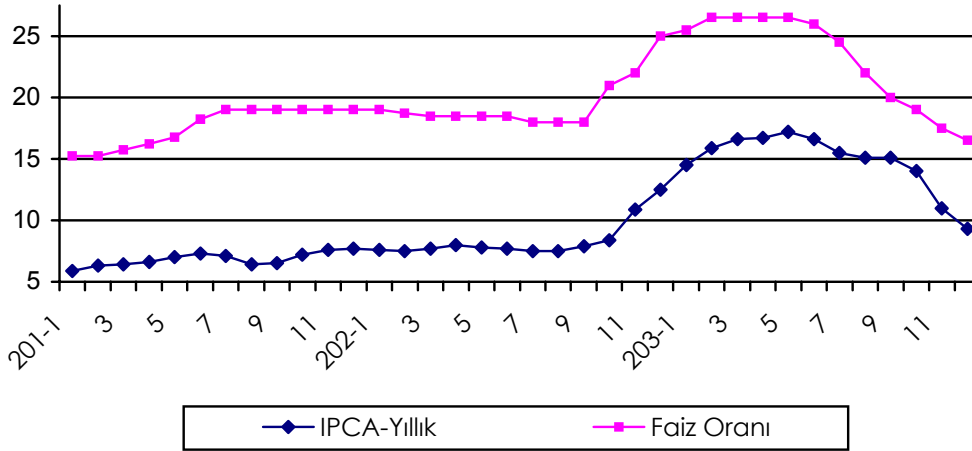
(*) Döviz kurundan geçiş, enflasyonist inertia ve beklentilerin etkisi hariç.

Enflasyona katkıda bulunan unsurlara ilişkin açık mektuplarda yer alan bilgiler incelendiğinde, döviz kurunun etkisi daha belirgin olarak gözlenmektedir. 2001 ve 2002 yıllarında, döviz kurundaki artışın enflasyona etkisi, sırasıyla, 2.9 puan (enflasyonun yüzde 38'i) ve 5.8 puan (enflasyonun yüzde 46'sı) iken, 2003 yılında döviz kurundaki değerlenmenin düşürücü etkisi 1.1 puan (enflasyonun yüzde 12'si) olmuştur.

Açık mektuplarda ve para politikası raporlarında, enflasyon hedeflemesi politikasının gereği olarak, gelecek dönem enflasyon gelişmeleri çerçevesinde faiz kararlarının oluşturulduğu belirtilmektedir (forward-looking inflation targeting framework). Ancak, aşağıdaki grafikten de görüleceği gibi, yıllık enflasyon oranındaki eğilim ile Selic faiz oranı kararları arasında, özellikle 2001-2003 döneminde güçlü bir paralellik gözlenmektedir (Grafik:1). Yıllık enflasyon ve enflasyon trendinin (underlying inflation) taşıdığı önemli enformasyonun, COPOM'un faiz kararlarında belirleyici bir etkiye sahip olduğu düşünülmektedir.

Ekonomide para politikası kararlarının etkilerinin gecikmeli görülmesine karşın, COPOM, faiz kararlarında farklı yönde, sık, sık değişikliğe gitmiştir. Bu durum, özellikle 2001 ve 2002 yıllarında belirgin olarak gözlenmektedir (Bakınız Tablo:2). Örneğin, enflasyon hedefinin önemli ölçüde aşıldığı 2002 yılında, Selic faiz oranı 3 kez indirilmiş, 3 kez artırılmış, 7 kez de sabit tutulmuştur.

Grafik:1-Yıllık Enflasyon(IPCA) ve Selic Faiz Oranı (Yüzde)



e. Para Politikası Raporları :

i.Genel

Brezilya ilk para politikası raporunu Eylül 1999 tarihinde yayımlamıştır. Rapor, ekonominin çeşitli alanlarındaki gelişmelerin yanısıra enflasyon projeksiyonlarını da içermektedir. Projeksiyonla ilgili bölüm; enflasyonu etkileyen unsurlar, temel senaryoya ilişkin varsayım ve riskler ile enflasyon projeksiyonlarının yer aldığı üç alt başlıktan oluşmaktadır.

Enflasyon projeksiyonu, 1 ile 2 yıllık bir dönemi kapsamakta ve üç aylık dönemler itibariyle tüketici fiyatları endeksinin (IPCA) yıllık artış tahminleri verilmektedir. Belirli güven aralıkları ile tahminler verilirken, her raporda merkezi enflasyon tahmini de (central projection) yer almaktadır. Enflasyon projeksiyonları, para politikası raporunun hazırlandığı dönemde yapılan son COPOM toplantısında belirlenen faiz oranı ile o tarihte geçerli olan döviz kurları esas alınarak yapılmaktadır. Belirli güven aralıkları ile verilen yıllık enflasyon tahminleri, aynı zamanda CMN'nin enflasyon hedefi ile karşılaştırmalı olarak grafiklerle de (Inflation Fan Chart) gösterilmektedir.

Para politikası raporu, enflasyon projeksiyonu yanısıra, piyasaların enflasyon ve faiz beklentileri konusunda da bilgi vermektedir. Ayrıca, çekirdek enflasyon, yönetilen fiyatlar, ham petrol fiyatları ve GSYİH büyümesine ilişkin beklentiler de, rapordaki ayrıntılı olarak değerlendirilmektedir.

ii.Enflasyon Projeksiyonları ve Gerçekleşmeler

Para politikası raporlarında, üçer aylık dönemler itibariyle verilen enflasyon projeksiyonları kapsadığı dönem açısından farklılıklar gösterebilmektedir. 1999 Aralık para politikası raporunda gelecek 6 dönem için projeksiyon verilirken, daha sonraki raporlarda projeksiyon verilen dönem sayısı 8'e (2 yıl) çıkmıştır. En son COPOM faiz kararı, raporun hazırlandığı dönemde geçerli olan döviz kuru, enflasyonist beklentiler ve enflasyon trendi dikkate alınarak yapılan projeksiyonlar, belirli bir dönemle ilgili olarak önemli farklılıklar gösterebilmektedir. Tablo:9'dan da görüleceği gibi, 2000 yılı sonu için 6 kez farklı projeksiyon yapılırken, bu sayı 2002 yıl sonu için 11'e kadar çıkmıştır. Faiz, kur ve enflasyonu etkileyen diğer unsurlardaki gelişmeler dikkate alınarak yapılan projeksiyonlar arasında farklar olduğu kadar, projeksiyonlar ile gerçekleşmeler arasında da ciddi farklılaşmalar görülmektedir.

Tablo : 9 – Para Politikası Raporları: Yıl Sonu Enflasyon Projeksiyonu, Varsayımlar ve Gerçekleşmeler

Para Politikası Raporu	Selic Faizi-%	R/\$ (*)	1999	2000	2001	2002	2003	2004
1999 Eylül	19.00	1.90	7.4	4.6				
1999 Aralık	19.00	1.84	8.9	5.8				
2000 Mart	19.00	1.74		6.3	3.3			
2000 Haziran	17.50	1.81		5.6	3.9	0.1		
2000 Eylül	16.50	1.84		6.7	3.7	2.2		
2000 Aralık	15.75	1.96		6.0	3.9	2.6		
2001 Mart	15.75	2.09			4.8	3.0		
2001 Haziran	18.25	2.38			5.8	3.0		
2001 Eylül	19.00	2.67			6.5	3.9		
2001 Aralık	19.00	2.36			7.4	3.7	2.5	
2002 Mart	18.50	2.35				4.4	2.8	
2002 Haziran	18.50	2.71				5.5	2.6	
2002 Eylül	18.00	3.20				6.7	4.5	
2002 Aralık	25.00	3.55				12.4	9.5	4.5
2003 Mart	26.50	3.40					10.8	4.1
2003 Haziran	26.00	2.85					10.2	4.2
2003 Eylül	20.00	2.90					8.9	3.9
2003 Aralık	16.50	2.94					9.1	4.5
2004 Mart	16.25	2.91						5.2
2004 Haziran	16.00	3.10						6.5
2004 Eylül	16.25	2.90						7.2
2004 Aralık	17.75	2.75						7.4
Gerçekleşmeler(**)								
IPCA(%)			8.9	6.0	7.7	12.5	9.3	7.6
Selic Faizi (%)			26.3	17.6	17.5	19.1	23.4	16.2
R/\$			1.82	1.83	2.36	2.92	3.08	2.93

Kaynak: Para Politikası Raporları.

(*) Raporlarda döviz kuru açıkça 2002 Eylül Raporu'yla verilmeye başlanmıştır. Daha önceki dönemler için, tarafımızca o ayın ortalama döviz kuru kullanılmıştır.

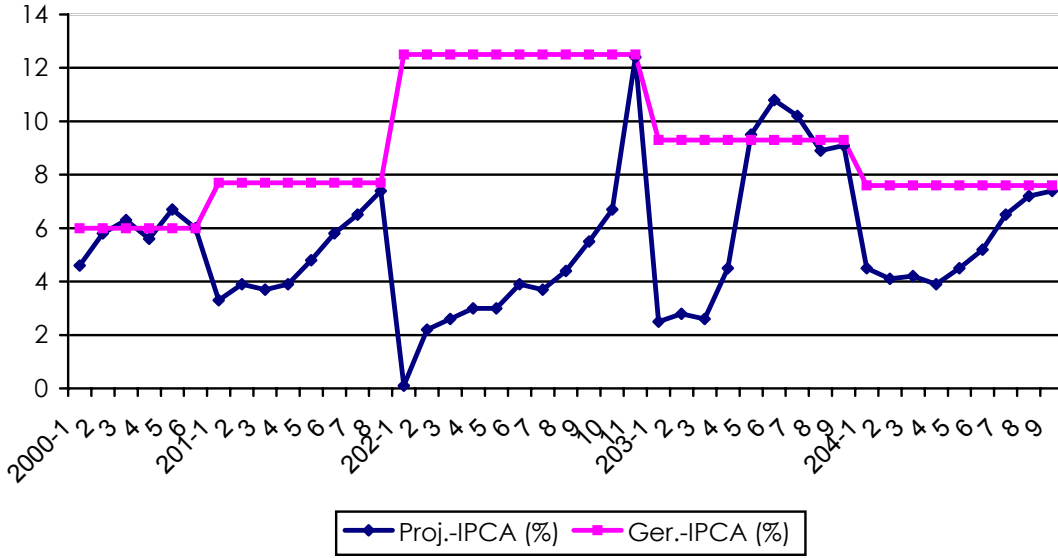
(**) IPCA yıl sonu artışını göstermekte, Selic faizi ve dolar kuru ise ilgili yıl ortalama değeridir.

İncelenen dönemde, faiz kararlarındaki sık değişiklikler, döviz kurlarındaki oynaklık ve uluslararası piyasalardaki dalgalanmaların etkisiyle, enflasyon projeksiyonları ile gerçekleşen enflasyon arasında ciddi farklılıkların ortaya çıktığı

gözlenmektedir. Bu farklılık, enflasyon hedeflerinin revize edilmesini beraberinde getirirken, 2001-2003 döneminde hedeflerin aşılmasına da yol açmıştır.

Tablo: 9 ve Grafik: 2, para politikası raporlarında yer alan yıl sonu enflasyon projeksiyonları, faiz ve kur varsayımları ile bunların gerçekleşmelerini karşılaştırmak amacıyla hazırlanmıştır. 1999 Aralık ayı raporunda, yüzde 19.0 Selic faiz oranı ve 1.84 Real/\$ döviz kuru varsayımı altında 2000 yılı sonu enflasyon projeksiyonu yüzde 5.8 olarak açıklanmıştır. 2000 yılında, enflasyon (IPCA) yüzde 6.0, yıllık ortalama Selic faiz oranı yüzde 17.6 ve döviz kuru 1.83 Real/\$ olarak gerçekleşmiştir. 2000 yılı için gerçekleşme ile projeksiyonlar arasında büyük bir tutarlılık olduğu görülmektedir.

Grafik: 2 - Öngörülen ve Gerçekleşen IPCA Yıl Sonu Enflasyonu (*)



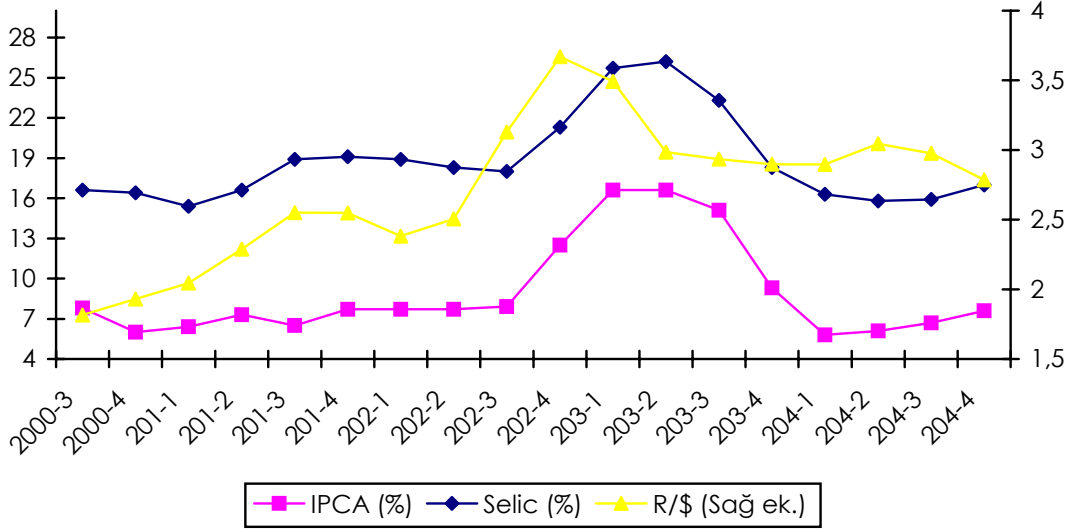
(*) İlgili yıl sonu için yapılan projeksiyon sayılarına göre.

2000 Aralık raporunda, yüzde 15.75 Selic faiz oranı ve 1.96 Real/\$ döviz kuru varsayımı altında, 2001 yıl sonu enflasyonu yüzde 3.9 olarak tahmin edilmiştir. Ancak, Nisan ayından itibaren, olumsuz dışsal koşullar nedeniyle döviz kuru artışı hızlanmış ve enflasyon yükselme trendine girmiştir. COPOM Selic faiz oranlarını yükseltmesine karşın, 2001 yıl sonu enflasyonu yüzde 3.9'luk tahmine karşın yüzde 7.7 olarak gerçekleşmiştir. Yıllık ortalama faiz oranı ve döviz kuru, varsayılan seviyelerin önemli ölçüde üzerinde kalmış ve sırasıyla, yüzde 17.5 ve 2.36 Real/\$ olarak gerçekleşmiştir. Gerçekleşen enflasyonun, 2001 yılı ikinci çeyreğinden itibaren projeksiyonları aşması nedeniyle, Merkez Bankası 2001 Temmuz para politikası raporunda, enflasyon tahmin modelinde bazı değişiklikler yapmıştır. Daha önce, Phillips Eğrisi denkleminde IPCA endeksinin geneli kullanılırken, yeni modelde yönetilen fiyatlar hariç IPCA endeksi kullanılmaya başlanmıştır. Diğer bir değişiklik de, faiz oranlarının vade yapısına ilişkin verilerin IS Eğrisi denkleminde dahil edilmesidir.

Enflasyon tahmin modelinde yapılan bu değişikliklere rağmen, projeksiyonlar ile gerçekleşmeler arasındaki büyük farklılaşma, 2002 yılında daha da belirginleşmiştir. 2001 Aralık para politikası raporunda, yüzde 19.0 Selic faiz oranı ve 2.36 Real/\$ kur varsayımına göre 2002 yılı enflasyon projeksiyonu yüzde 3.7 iken, gerçekleşme yüzde 12.5 olmuştur. 2002 yılında yıllık ortalama Selic faiz oranı, varsayımla uyumlu olarak yüzde 19.1 oranında gerçekleşmesine karşın, ortalama döviz kuru 2.96 Real/\$ olmuş

ve varsayımı önemli ölçüde aşmıştır. 2002 yılında sermaye girişlerindeki hızlı yavaşlama (sudden stop), döviz kurlarında ve cari işlemler dengesinde ciddi bir değişimi de beraberinde getirmiştir. 2001 yılında yüzde 28.9 oranında artan döviz kuru, 2002 yılında da yüzde 23.9 oranında artış göstermiş ve 2001 yılında 23.2 milyar dolar olan cari işlemler dengesi açığının 7.6 milyar dolara gerilemesine neden olmuştur. Yılın ikinci yarısında faiz oranları hızla yükseltilmesine karşın, döviz kurunda, özellikle yılın son çeyreğinde, artış devam etmiş ve Ekim-Aralık döneminde enflasyondaki hızlanmanın temel belirleyicisi olmuştur (Grafik: 3).

Grafik:3-Yıllık Enflasyon, Üç Aylık Ortalama Faiz ve Döviz Kuru



2002 Aralık raporunda, 2003 yılı enflasyon projeksiyonları önemli ölçüde yükseltilmiştir. Ayrıca, Merkez Bankası Başkanı tarafından Maliye Bakanı'na yazılan açık mektup ile CMN tarafından açıklanan ve sırasıyla, yüzde 4.0 (+/- 2.5 puan) ve yüzde 3.75 (+/- 2.5 puan) olan 2003 ve 2004 yılı enflasyon hedefleri, sırasıyla yüzde 8.5 ve yüzde 5.5 olarak revize edilmiş ve band uygulaması kaldırılmıştır. 2002 Aralık raporunda, yüzde 25.0 Selic faiz oranı ve 3.55 Real/\$ döviz kuru varsayımı altında, 2003 yıl sonu enflasyon projeksiyonu yüzde 9.5 olarak verilmiştir. Enflasyon yılın ilk beş ayında yükselme eğilimini sürdürmüştü, ancak Selic faiz oranlarının yükseltilmesinin etkisiyle yılbaşından itibaren döviz kurunda gözlenen değerlenme gecikmeli olarak yılın ikinci yarısında enflasyon ve enflasyonist beklentileri olumlu etkilemiştir. Yıllık enflasyonun düşüş eğilimine girmesi ve döviz kurundaki değerlenmenin sürmesi nedeniyle, Mayıs ayında yüzde 26.5 olan Selic faiz oranları hızla aşağı çekilmiş ve yıl sonunda yüzde 16.5'e indirilmiştir. Bu gelişmeler sonucunda, 2003 yılında yıllık ortalama Selic faiz oranı yüzde 23.4, ortalama döviz kuru 3.08 Real/\$ olmuş ve yıl sonu enflasyonu yüzde 9.3 olarak gerçekleşmiştir. Yıl sonu enflasyonu, projeksiyonun altında kalırken, yüzde 8.5 olan revize hedefin üstünde gerçekleşmiştir.

2003 Aralık raporunda, Selic faiz oranı yüzde 16.6 ve döviz kuru 2.94 Real/\$ varsayımı altında, 2004 yıl sonu enflasyonu yüzde 4.5 olarak tahmin edilmiştir. 2004 yılında, varsayımlarla tutarlı olarak, ortalama Selic faiz oranı yüzde 16.2, ortalama döviz kuru ise 2.93 Real/\$ olmuş, ancak yıl sonu enflasyonu, yönetilen fiyatlardaki artışın etkisiyle, yüzde 7.6 olarak gerçekleşmiştir. 2004 yılı enflasyon hedefi Haziran 2003 tarihinde CMN tarafından yüzde 5.5'den yüzde 5.5 ve +/- 2.5 puan band genişliği

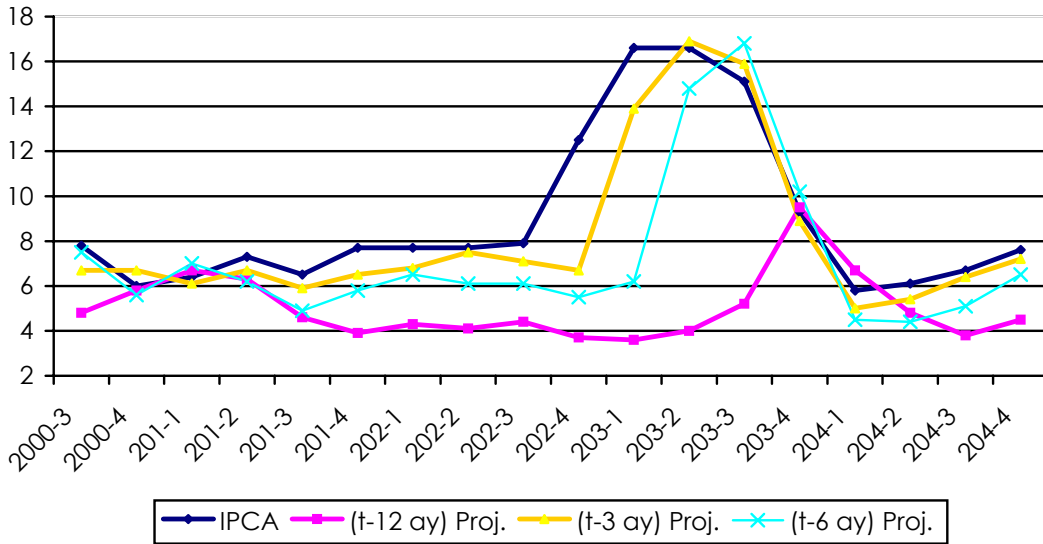
şeklinde revize edilmiştir. Böylece, 2004 yılı enflasyon gerçekleşmesi, enflasyon hedefi üst sınırını (yüzde 8.0) aşmamıştır.

iii. Projeksiyon ve Varsayımların Değerlendirilmesi

Para politikası raporlarında, sabit faiz varsayımı ve raporun hazırlandığı tarihte geçerli olan döviz kuru öngörüsü altında, yaklaşık iki yılı kapsayacak şekilde yıllık enflasyon projeksiyonları verilmektedir. Bu nedenle, bir dönem için farklı faiz varsayımı ve kur seviyesi ile birden fazla enflasyon projeksiyonu yapılmaktadır. 2003 yılına kadar, her bir dönem için farklı sayıda projeksiyon verilirken, bu yıldan itibaren projeksiyon sayısı 5 ile 8 arasında değişmektedir. Diğer bir ifadeyle, ilk çeyrek için farklı faiz ve kur varsayımı altında 5 kez projeksiyon verilirken, son çeyrek için 8 kez projeksiyon verilmektedir. Enflasyonun mevcut trendi ile faiz varsayımı ve kur seviyesindeki değişimin etkisiyle, aynı dönem için verilen enflasyon projeksiyonları önemli ölçüde farklılaşabilmektedir.

2000 Haziran – 2002 Eylül döneminde yayınlanan para politikası raporlarında 2002 yıl sonu enflasyonu için 10 kez projeksiyon verilmiştir. Bu enflasyon projeksiyonları yüzde 0.1 ile yüzde 6.7 arasında değişmektedir (Tablo :9). Selic faiz oranı varsayımı yüzde 15.75 ile yüzde 19.9 arasında, döviz kuru ise 1.81 Real/\$ ile 3.20 Real/\$ arasında değişmiştir. Benzer durum, 2003 yılında da yaşanmıştır. 2003 yıl sonu enflasyonu için, yüzde 2.5 ile yüzde 10.8 arasında değişen 8 kez tahmin verilmiştir. Selic faiz oranı varsayımı yüzde 18.0 ile yüzde 26.5 arasında değişirken, döviz kuru 2.35 Real/\$ ile 3.55 Real/\$ arasında değişmiştir.

Grafik:4-Enflasyon Gerçekleşme ve Projeksiyonları (Yıllık Yüzde)



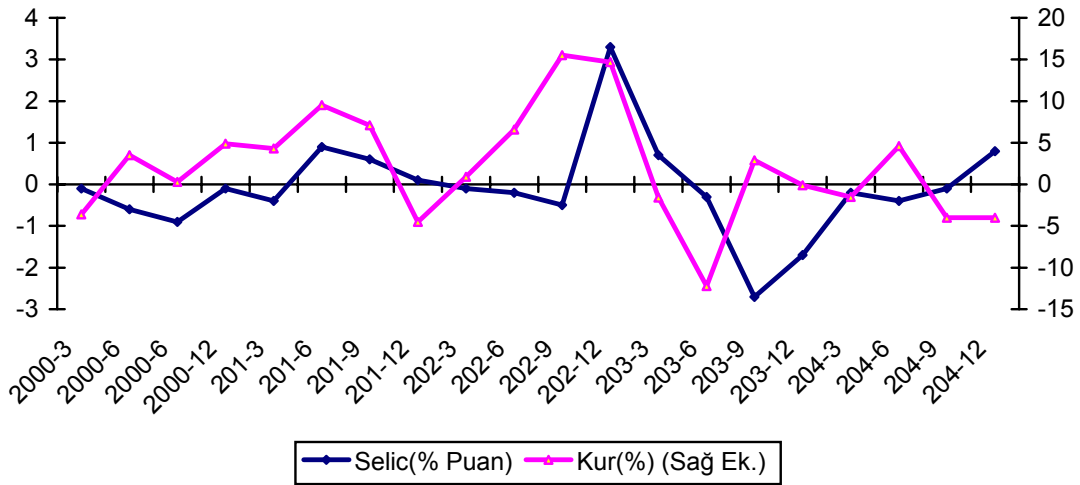
Projeksiyon ve varsayımlardaki önemli farklılaşma, ekonomide yeterince istikrarın oluşmadığı bir ortamda, uzun vadeli projeksiyonların karşılaşılabileceği sorunu da göstermektedir. Grafik:4'te, ilgili dönemler itibariyle gerçekleşen enflasyon ile bu dönem enflasyon oranına ilişkin olarak 12 ay, 6 ay ve 3 ay önce yapılan tahminler verilmektedir. Grafikten de görüleceği gibi, bir yıl önceki projeksiyonlar ile gerçekleşmeler arasında çok ciddi farklar bulunmaktadır. Özellikle ekonomide yaşanan şoklar ve bunların gecikmeli etkilerinin ortaya çıktığı 2002 ve 2003 yılı gibi

dönemlerde, farklılaşma çok belirginleşmekte ve 3 veya 6 ay önce yapılan projeksiyonlar bile şokların etkisini yeterince dikkate alamamaktadır.

Projeksiyonlara baz teşkil eden faiz varsayımı ve döviz kuru seviyesine ilişkin öngörüler ile gerçekleştirmeler arasında da ciddi farklılaşmalar gözlenmektedir. Grafik:5'te, ilgili dönem gerçekleşmesi ile bu döneme ilişkin üç ay önceki projeksiyon ve varsayımlar arasındaki farklar verilmektedir. Grafikten de görüleceği gibi, özellikle 2002 yılı ortasından 2004 yılı başına kadar olan dönemde, projeksiyonlarda döviz kuru ve faiz oranına ilişkin kullanılan değerler ile gerçekleştirmeler arasında farklılaşmalar artmış ve ciddi bir dalgalanma gözlenmiştir. Bu durum, enflasyon projeksiyonlarının gerçekleşme olasılığını da zayıflatmıştır.

Para politikası raporlarında kullanılan döviz kurları ile gerçekleştirmeler arasındaki farklılaşma ve döviz kurlarındaki artış 2001 yılı ortalarında belirginleşmiştir. Bu dönemde faiz oranlarının yükseltilmesinin de etkisiyle, döviz kurlarındaki artışın enflasyon ve enflasyonist beklentiler üzerindeki olumsuz etkisi sınırlı kalmıştır. 2002 yılı ortasından itibaren döviz kuru artışı hız kazanmış, ancak bu dönemde faiz oranları Ekim ayına kadar ya düşürülmüş ya da sabit tutulmuştur. Ekim ayı ortasından itibaren faiz oranları hızlı bir şekilde artırılmasına karşın, enflasyon ve enflasyonist beklentilerde yükselme önlenememiştir. 2002 yılı sonunda, 2003 ve 2004 yılları için enflasyon projeksiyonları ve hedefleri yukarı doğru revize edilmiştir. 2003 yılı başında, enflasyonist inertia ve beklentilerdeki bozulmanın etkisiyle enflasyon hızlanmış, daha sonra döviz kurunun beklentilerin aksine değer kazanma sürecine girmesi, gerçekleştirmelerin projeksiyonların altında kalmasını sağlamıştır. Özetle, döviz kurlarında aşırı yukarı ve aşağı doğru dalgalanmaların yaşanması, enflasyon ve enflasyonist beklentiler üzerinde etkili olarak faiz oranlarının sık, sık değiştirilmesine yol açmış ve projeksiyon ve varsayımların gerçekleştirmelerle tutarlılığını azaltmıştır.

Grafik: 5-Gerçekleşme(t) ve Projeksiyon Farkları (t-3 ay proj.)



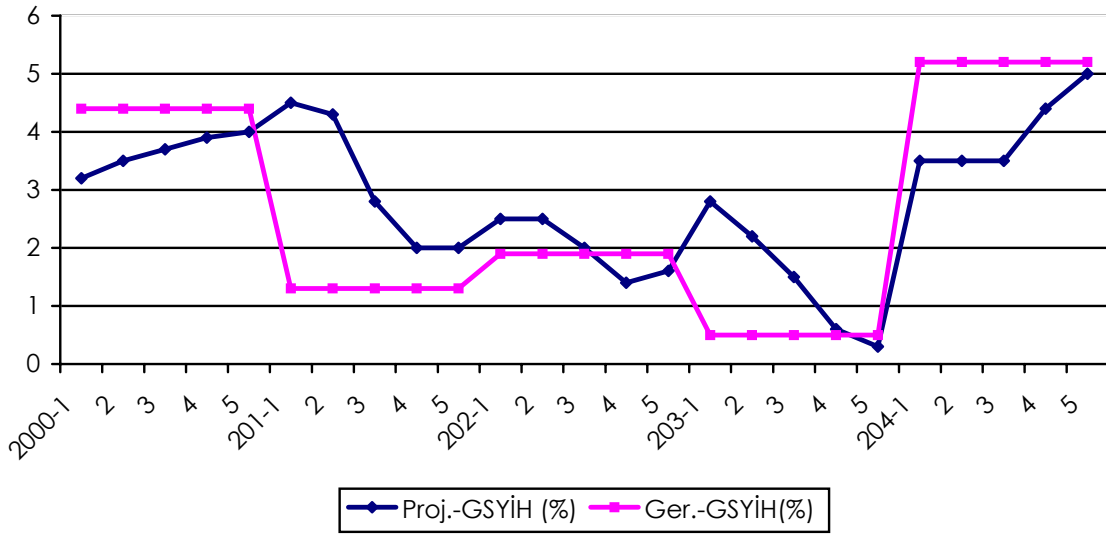
iv. Büyüme Öngörülleri ve Gerçekleştirmeler

Para politikası raporlarında, merkezi enflasyon projeksiyonu ve sabit faiz varsayımı esas alınarak, ilgili yıl geneli için GSYİH büyüme öngörülleri de verilmektedir. Ancak her raporda, büyüme öngörüsünün önemli tahmin hataları içerebileceği ifade edilmekte ve öngörülen büyüme trendi geniş bir band içinde grafiklerde

gösterilmektedir. Bu belirsizlik ve hataların, potansiyel üretim ve üretim açığının tahminindeki güçlükten kaynaklandığı ifade edilmektedir.

Grafik: 6'da, para politikası raporlarında verilen büyüme öngörülerini ile gerçekleştirmeler karşılaştırılmaktadır. Gerçekleşen GSYİH büyüme hızları, 2001-2003 döneminde öngörülerin önemli ölçüde gerisinde kalmıştır. Bilindiği gibi, bu dönemde ekonomide yaşanan şoklar nedeniyle, enflasyon da hızlanmış ve hedefler büyük ölçüde aşılmıştır. GSYİH büyümesi, ekonomide istikrarın sağlandığı 2000 ve 2004 yıllarında öngörülerin üzerinde gerçekleşmiştir. Bu yıllarda, para politikası raporlarında büyüme hızı sürekli olarak yukarı doğru revize edilmiştir. Para politikası raporlarının aralık ayı sayılarında verilen projeksiyonlara göre, yıllık ortalama GSYİH büyüme hızı 2000-2004 döneminde yüzde 3.4 olarak tahmin edilmesine karşın gerçekleşme yüzde 2.6 olmuştur. Aynı dönemde, yıllık ortalama yıl sonu enflasyon tahmin ve gerçekleşmesi ise, sırasıyla, yüzde 5.5 ve yüzde 8.6 olmuştur.

Grafik: 6-Öngörülen ve Gerçekleşen GSYİH Büyümesi (%)



2. IMF Stand-by Anlaşmaları ve Enflasyon Hedeflemesi:

Bu bölümde, Brezilya ile IMF arasında imzalanan niyet mektuplarında enflasyon hedeflemesi sistemi ile ilgili değerlendirme ve politikalar tarih sırasına göre özetlenecektir. Enflasyonun hedef ile uyumlu olup, olmadığı, konsültasyon bandlarının aşılıp, aşılmadığı ve hedefe ulaşılabilmesi için alınan ve alınması gereken önlemler, niyet mektupları itibarıyla incelenecektir.⁹ Ayrıca, bu bölümün sonunda, Brezilya ekonomisinin 1999-2004 döneminde gösterdiği performans kısaca özetlenecektir.

a.Niyet Mektupları :

Enflasyon hedefleri ve buna bağlı olarak parasal büyüklükler yerine enflasyon konsültasyon sisteminin ilk kez yer aldığı niyet mektubu 12 Kasım 1999 tarihli niyet mektubudur. Bu niyet mektubunda, 2000 yılı Mart, Haziran, Eylül ve Aralık ayları itibarıyla yıllık enflasyon hedefleri ve konsültasyon bandları belirlenmiştir. Niyet

⁹ Kaynak: "Brazil: Letter of Intends", www.imf.org.

mektuplarında yer alan değerlendirme ve politika önlemleri, tarih sırasına göre aşağıda özetlenmektedir.

3 Kasım 2000 tarihli niyet mektubunun para politikası bölümünde, "Temmuz-Ağustos döneminde enflasyonun hızlandığı, ancak Eylül ayından itibaren tekrar yavaşladığı" ifade edilmekte ve "Brezilya Merkez Bankasının 2000 yıl sonu enflasyonunu, üst band sınırları içinde, yüzde 6.7 olarak tahmin ettiği" belirtilmektedir. Ayrıca, Brezilya Merkez Bankasının enflasyondaki yükselmeyi dikkate alarak, 19 Temmuz 2000 tarihinden beri Selic faiz oranını yüzde 16.5'te sabit tuttuğu ifade edilmiştir (Selic faiz oranı yılbaşında yüzde 19 idi).

14 Mart 2001 tarihli niyet mektubunda, 2000 yıl sonu enflasyon hedefinin tutturulduğu, enflasyondaki ve enflasyonist beklentilerdeki olumlu gelişmeler gözönüne alınarak, Selic faiz oranının Ocak ayında yüzde 15.25'e indirildiği belirtilmektedir. Bu niyet mektubu ile, 2001 yılı Mart, Haziran ve Eylül ayı itibariyle yıllık enflasyon hedefleri, sırasıyla, yüzde 6.0, yüzde 5.9 ve yüzde 4.1 olarak açıklanmıştır.

23 Ağustos 2001 tarihli niyet mektubunda, 2001 yılı Haziran ayında yıllık enflasyonun hedefi aşarak yüzde 7.3 olarak gerçekleştiği belirtilmektedir. Yılın ilk yarısında döviz kuru (yüzde 21 artmış) ile yönetilen fiyatlardaki (elektrik, haberleşme, ulaştırma ve petrol ürünleri fiyatları) yüksek oranlı artışlar enflasyonu olumsuz etkilemiş ve yüzde 6.9 olan iç bandın üst limiti aşılmıştır. Bu niyet mektubunda, enflasyonun iç bandın üst limitini aşması nedeniyle, Merkez Bankasının bir dizi önlem aldığı belirtilmektedir. Bu önlemler şunlardır;

- Selic faiz oranı Mart-Temmuz döneminde 375 baz puan artırılmıştır (Ocak ayında yüzde 15.25'e düşürülen Selic faizi Mart ayından itibaren artırılarak Temmuz ayında yüzde 19.0'a yükseltilmiştir).
- Merkez Bankası, Temmuz ayı başlarında düzenli periyodik döviz satışına başlamış ve yıl sonuna kadar 6.0 milyar dolar tutarında döviz satacağını ilan etmiştir.
- Merkez Bankası, ABD Doları endeksli tahvil stokundaki artışa limit getirmiştir.
- Bu önlemleri desteklemek için, Hazine döviz piyasasından, her ay düzenli olarak satın aldığı 100 milyon dolarlık döviz alımlarını geçici olarak durdurmuştur.
- 2001 yılı Eylül ayı yıllık enflasyon hedefi yüzde 4.1'den (+/- 2 puan), yüzde 6.0'a (+/- 2 puan) yükseltilmiş ve 2001 yılı Aralık enflasyon hedefi de yüzde 5.8 (+/- 2 puan) olarak belirlenmiştir.

Alınan önlemlere ve enflasyon hedefinin revize edilmesine karşın, enflasyon gelişmeleri yüksek seviyesini Ekim ve Kasım aylarında da sürdürmüştür. **30 Kasım 2001 tarihli niyet mektubunda,** yönetilen fiyatlar (elektrik, haberleşme, ulaştırma ve petrol ürünleri fiyatları) ve gıda fiyatlarındaki yüksek artışlar nedeniyle, enflasyonun beklenenden yüksek olduğu ifade edilmektedir. Makroekonomik politikalar ve iç talepteki zayıflamanın, döviz kuru artışının (Ocak-Eylül döneminde yüzde 40 civarında) fiyatlara yansımaları sınırladığı belirtilmektedir. Bu niyet mektubunda, döviz kuru üzerindeki baskıyı hafifletmek için alınan bazı önlemler ve geleceğe ilişkin politika önerileri yer almıştır. Bunlar;

- Merkez Bankası, Eylül ayı sonunda, döviz kuru üzerindeki baskıyı hafifletmek için, vadeli mevduata yüzde 10 zorunlu karşılık uygulaması getirirken, vadesiz mevduatlara uygulanan zorunlu karşılıkların Merkez Bankasında günlük bazda tutulacak bölümünü yüzde 60'dan yüzde 80'e yükseltmiştir. Bu önlem, bankaların döviz piyasasında kısa vadeli işlem yapma imkanlarını daraltmak ve döviz kurundaki aşırı dalgalanmayı önlemek için alınmıştır.
- Döviz açık pozisyon oranı yüzde 20'den yüzde 5'e düşürülmüş ve net döviz pozisyonu için gerekli sermaye miktarı yüzde 33'ten yüzde 55'e yükseltilmiştir.
- Özel firmaların muhasebe kaynaklı döviz talebini sınırlandırmak için, Sermaye Piyasası Kurulu (CVM) ve Vergi Otoritesi (SRF) 2001 yılı kur artışı kaynaklı zararın gelecek dört yıl içinde amorti edileceğini açıklamışlardır.
- Merkez Bankası, günlük 50 milyon dolar tutarındaki döviz satışlarına devam etmiş ve 11-13 Eylül 2001 tarihleri arasında piyasadaki döviz kıtlığını gidermek için de 220 milyon dolar tutarında doğrudan satış yapmıştır.
- Merkez Bankası, dalgalı kur rejimi çerçevesinde herhangi bir kur seviyesini hedeflemediğini ve dalgalı kur rejimi uygulamasını sürdüreceğini tekrar taahhüt etmiştir. Döviz kurundaki değer kaybı ve dalgalanmanın enflasyon üzerindeki etkilerine yönelik kaygılar nedeniyle, Brezilya Merkez Bankasının Eylül ayı başlarından itibaren, döviz piyasasına dövize endekli senet satarak müdahale ettiği belirtilmektedir. Bu işlemin, olaganüstü hallerle sınırlı olması gerektiği ve piyasa şartları elverdiğinde dövize endekli borç stokunun azaltılması gerektiği ifade edilmiştir.
- Enflasyon hedefini savunmak için, gerektiğinde para politikasının daha da daraltılacağı taahhüt edilmiştir.

4 Mart 2002 tarihli niyet mektubunda, 2001 yılı sonunda enflasyonun yüzde 7.7 olarak gerçekleştiği ve 23 Ağustos 2001 tarihinde belirlenen enflasyon hedefinin (yüzde 5.8) ve iç bandın üst limitinin (yüzde 6.8) aşıldığı açıklanmıştır. Enflasyon hedefinin aşılmasında, döviz kuru artışının fiyatlar üzerindeki olumsuz etkisi ve yönetilen fiyatlardaki artışlar belirleyici olmuştur. Merkez Bankası, 2002 ve 2003 yıl sonu enflasyon hedeflerine rahatlıkla ulaşabileceği öngörüsü çerçevesinde, 2002 yılı Şubat ayında, Selic faiz oranını 25 baz puanı indirmiştir. 2002 yılı Mart, Haziran ve Eylül ayı sonu için, daha önce belirlenen enflasyon hedeflerinin korunduğu, ancak enflasyon trendindeki yükselmenin gecikmeli etkisi nedeniyle Mart ayında iç bandın üst limitinin aşılabileceği ifade edilmiştir. Döviz kuru üzerindeki baskıların azalması nedeniyle, Merkez Bankasının, döviz piyasalarına doğrudan ve dolaylı müdahalelerinin sona erdirildiği belirtilmiştir.

5 Haziran 2002 tarihli niyet mektubunda, enflasyonun enerji fiyatlarındaki artış nedeniyle halen yüksek seviyede olduğu belirtilmiştir. Son zamanlardaki enflasyon dinamiğinin, enflasyonist inertia, yönetilen fiyatlar ve arz şokundan kaynaklandığı, piyasa fiyatlarındaki (yönetilen fiyatlar hariç) artışların sınırlı olduğu ve toplam talep baskısının bulunmadığı değerlendirilmesi ile Merkez Bankasının, Şubat ve Mart ayında toplam 50 baz puanı faiz indirimi yaptığı ifade edilmiştir. Enflasyon yüksek seviyesini korumasına karşın, Nisan ve Mayıs aylarında Merkez Bankasının Selic faiz oranını değiştirmedeği belirtilmiştir. Merkez Bankası yapısal modeli, 2002 yıl sonu enflasyonunu

yüzde 5'in bir miktar üzerinde, 2003 enflasyonu ise yüzde 3.25'in altında tahmin etmektedir. Para politikasının 2002 ve 2003 yıl sonu enflasyon hedefleri ile uyumlu olduğu belirtilmesine karşın, 2002 yılı ikinci ve üçüncü çeyreğinde, enflasyonun iç bandın üst limitini aşma riski bulunduğu niyet mektubunda belirtilmektedir.

Tablo :9 – Niyet Mektupları: Enflasyon Hedefleri ve Gerçekleşmeler (%)

Hedef Dönemi	Niyet Mektubu Tarihi	Band Genişliği (%)		Yıllık Enflasyon		IMF Koşulu	
		Dış	İç	Hedef	Gerçek.		
1999 Aralık	12/11/1999	+/- 2	+/- 1	8.0	8.9		
2000 Mart	12/11/1999	+/- 2	+/- 1	7.5	6.9		
2000 Haziran	12/11/1999	+/- 2	+/- 1	7.0	6.5		
2000 Eylül	12/11/1999	+/- 2	+/- 1	6.5	7.8	Staff	
2000 Aralık	12/11/1999	+/- 2	+/- 1	6.0	6.0		
2001 Mart	14/03/2001	+/- 2	+/- 1	6.0	6.4		
2001 Haziran	14/03/2001	+/- 2	+/- 1	5.9	7.3	Staff	
2001 Eylül	Orijinal	14/03/2001	+/- 2	+/- 1	4.1	6.5	
	Rev.	23/08/2001	+/- 2	+/- 1	6.0	6.5	
2001 Aralık	23/08/2001	+/- 2	+/- 1	5.8	7.7	Staff	
2002 Mart	23/08/2001	+/- 2	+/- 1	5.8	7.7	Staff	
2002 Haziran	23/08/2001	+/- 2	+/- 1	5.3	7.7	Board	
2002 Eylül	Orijinal	23/08/2001	+/- 2	+/- 1	4.2	7.9	
	Rev.	29/08/2002	+/- 2.5	+/- 1	8.0	7.9	
2002 Aralık	Orijinal	29/08/2002	+/- 2.5	+/- 1	6.5	12.5	
	Rev.	02/12/2002	+/- 2.5	+/- 1	8.5	12.5	Board
2003 Mart	Orijinal	29/08/2002	+/- 2.5	+/- 1	6.0	16.6	
	Rev.-1	02/12/2002	+/- 2.5	+/- 1	8.0	16.6	
	Rev.2	28/02/2003	+/- 2.5	+/- 1	15.0	16.6	
2003 Haziran	Orijinal	29/08/2002	+/- 2.5	+/- 1	5.5	16.6	Staff
	Rev.-1	02/12/2002	+/- 2.5	+/- 1	7.5	16.6	
	Rev.2	28/02/2003	+/- 2.5	+/- 1	16.0	16.6	
2003 Eylül	Orijinal	29/08/2002	+/- 2.5	+/- 1	5.0	15.1	
	Rev.-1	02/12/2002	+/- 2.5	+/- 1	7.0	15.1	
	Rev.2	28/02/2003	+/- 2.5	+/- 1	15.0	15.1	
2003 Aralık	Orijinal	28/02/2003	+/- 2.5	+/- 1	8.5	9.3	
	Rev.-1	21/11/2003	+/- 2.5	+/- 1	9.5	9.3	
2004 Mart	21/11/2003	+/- 2.5	+/- 1	7.8	5.8		
2004 Haziran	21/11/2003	+/- 2.5	+/- 1	7.0	6.1		
2004 Eylül	21/11/2003	+/- 2.5	+/- 1	6.3	6.7		
2004 Aralık	21/11/2003	+/- 2.5	+/- 1	5.5	7.6	Staff	

Kaynak: Brazil: Letter of Intends, IMF.

29 Ağustos 2002 tarihli niyet mektubunda, 2001 yılı sonlarında başlayan ekonomideki canlanmanın 2002 yılı ikinci çeyreğinde tersine döndüğü, ihracat ve ithalatta gerileme gözleendiği, Haziran ayında tüketici fiyat artışının yavaşladığı, çekirdek enflasyonun ise Mart-Nisan dönemindeki döviz kuru değerlenmesinin etkisiyle azalmaya başladığı belirtilmektedir. Ancak, geçen yıl sonlarında yönetilen fiyatlarda meydana gelen yüksek artış nedeniyle, Haziran ayı itibariyle yüzde 7.7 gerçekleşen IPCA enflasyonunun, dış bandın üst limitini aştığı ve IMF Yönetim Kurulu (The Executive Board of Directors) ile konsültasyon gereğinin ortaya çıktığı ifade edilmiştir. 2002 yılı ikinci çeyreğinde, Brezilya'nın mali performansında önemli bir iyileşme gözlenmiş ve Konsolide Kamu Sektörü Faiz Dışı Fazlası Haziran sonu hedefini aşmıştır. Bu olumlu gelişmeye karşın, döviz kurunun değer kaybetmesi sonucunda,

2001 yılı sonunda yüzde 53.3 olan Net Kamu Borcu/GSYİH oranı yüzde 58.6'ya yükselmiş ve "Gösterge Tavan Hedefi" aşılmıştır.

Seçimlerin yaklaşması nedeniyle gelecekte uygulanacak ekonomik politikalar konusunda belirsizliklerin artması ve küresel risk algılamasındaki artış finansal piyasaları olumsuz etkilemiştir. Brezilya Hükümeti, genel ekonomik durumdaki bozulmayı önlemek için IMF ile 2003 yıl sonuna kadar yeni bir Stand-by anlaşması imzalamıştır. Bu çerçevede alınan önlemler şunlardır;

- 2002-2003 döneminde, Konsolide Kamu Sektörü Faiz Dışı Fazlasının GSYİH'ya oranı ¼ puan artırılarak yüzde 3 ¾'e yükseltilmiştir. CPMF (Bank Debit Tax) vergisinin süresi uzatılmış, sosyal güvenlik açığındaki artış ile vergi gelirlerindeki düşüklüğü telafi etmek için harcamalardan kesinti yapılmıştır. Borç/GSYİH oranını azaltabilmek için, 2004-2005 döneminde de Konsolide Kamu Sektörü Faiz Dışı Fazlasının GSYİH'ya oranının yüzde 3¼ 'den düşük tutulmayacağı ilkesi benimsenmiştir.
- Para Politikası Kurulu (CMN), 2002 yılında ekonomik ve finansal şokun etkisiyle yükselen enflasyonun 2003 yılına etkisini dikkate alarak, 2003 yılı enflasyon hedefini yüzde 3.25'den yüzde 4.0'a, band genişliğini ise +/- 2 puandan, +/- 2.5 puana yükseltmiştir.
- Dalgalı kur rejiminin şoklara karşı yardımcı olduğu, ancak Merkez Bankasının şokun döviz kurları üzerindeki etkisini dikkate alarak döviz piyasasına müdahale ettiği belirtilmiştir. Hareketli 30 gün toplamı esas alınarak, döviz müdahale toplamının 3 milyar doları aşması durumunda, para ve müdahale politikası konusunda IMF heyeti ile genel değerlendirme şartı getirilmiştir.
- Merkez Bankası ve Hazine'nin, olağanüstü şartlar hariç, net döviz yükümlülüklerini artırmayacakları taahhüt edilmiştir.
- Yeni gelecek hükümetin, Merkez Bankası'nın operasyonel bağımsızlığını sağlayacak yasa ile sosyal güvenlik yasasına ilişkin değişiklikleri Kongre'ye sunması benimsenmiştir.

Yukarıda sayılan önlemler alınırken, Brezilya Merkez Bankası, piyasa fiyatlarındaki (yönetilen fiyatlar hariç) artışın düşük ve talep yönlü bir baskının olmaması nedeniyle 2003 yılı enflasyon hedefinin altında kalılabileceğini gerekçe göstererek, Temmuz ayında Selic faiz oranını 50 baz puanı düşürerek yüzde 18.0 olarak belirlemiş ve Ağustos ayı toplantısında da faiz oranının aşağı yönlü olabileceğini açıklamıştır.

2 Aralık 2002 tarihli niyet mektubunda, Başkanlık seçiminden sonra piyasalarda iyileşme gözlemlendiği, ancak henüz güvenin tam oluşmadığı belirtilmektedir (yeni hükümet 2003 yılı Ocak ayında göreve başlayacaktır). Eylül sonu itibariyle, tüm performans kriterleri ile yapısal kriterlerin karşılandığı, faiz dışı fazlanın programda hedeflenen seviyenin üzerinde olduğu, cari işlemler dengesi açığının GSYİH'ya oranının yarından fazla azaldığı ve Eylül sonu itibariyle yıllık enflasyonun hedefin altında olduğu, ancak enflasyonist beklentilerin hız kazandığı ifade edilmiştir. Bu niyet mektubunda alınan önlemler ve taahhüt edilen düzenlemeler şunlardır;

- Geleceğe yönelik enflasyon hedeflemesi çerçevesinde (forward-looking inflation targeting framework), Merkez Bankası faiz oranını yükseltmiştir. Selic faiz oranı, Ekim ayı ortasında yapılan olağanüstü

COPOM toplantısında yüzde 18'den yüzde 21'e yükseltildikten sonra, Kasım ayında yüzde 22'ye ve Aralık ayında ise yüzde 25'e çıkartılmıştır.

- Zorunlu karşılık oranları yükseltmiştir. (Not: 2002 Haziran ayında, zorunlu karşılık oranı, vadeli mevduatta yüzde 10'dan yüzde 15'e, tasarruf mevduatında ise yüzde 15'den yüzde 20'ye çıkartılmıştır. Ağustos ayında, vadeli ve vadesiz mevduat için ek yüzde 3, tasarruf mevduatı için ek yüzde 5 zorunlu karşılık getirilmiştir. Bu ek oranlar, Ekim ayında, sırasıyla, yüzde 8 ve yüzde 10'a yükseltmiştir).¹⁰
- 2002 Aralık-2003 Eylül dönemi için, enflasyon hedefleri, dolayısıyla IMF konsültasyon bandları 2 puan yükseltmiştir. Böylece, yüzde 6.5 (+/- 2.5 puan) olan 2002 yıl sonu enflasyonu yüzde 8.5'e (+/- 2.5 puan) revize edilmiştir.
- Mevcut hükümetin Kongre de, gelecek hükümete, Merkez Bankası operasyonel bağımsızlığı ve sosyal güvenlik yasası konusunda yardımcı olmayı taahhüt ettiği belirtilmiştir.

28 Şubat 2003 tarihli niyet mektubu, yeni hükümet tarafından imzalanan ilk niyet mektubu olmuştur. 2002 yılında, uluslararası koşulların bozulması ve piyasaların ekonomiye ilişkin olumsuz beklentileri nedeniyle, ekonomide şokla karşılaşılmasına rağmen, cari işlemler açığında GSYİH'nın yüzde 3'ü kadar daralma sağlandığı, ekonominin yüzde 1.5 büyüdüğü, ancak işsizlik oranının 2 puan yükseldiği belirtilmiştir. Döviz kurundaki aşırı değer kaybının enflasyonu hızlandırdığı ve bu etkinin 2003 yılına da yansıdığı ifade edilmiştir. Bu mektupta belirlenen hedef ve politikalar şunlardır;

- Uzun dönem enflasyon hedefinin yüzde 4 civarında olduğu ve bu çerçevede 2003 yıl sonu enflasyon hedefinin yüzde 8.5 olarak belirlendiği açıklanmıştır. Ayrıca, 2003 yıl Mart, Haziran ve Eylül sonu hedefleri revize edilmiş ve sırasıyla, yüzde 15, yüzde 16 ve yüzde 15'e yükseltmiştir. Bu dönemlere ilişkin 29 Ağustos 2002 tarihli niyet mektubunda belirlenen orijinal hedefler, sırasıyla, yüzde 6, yüzde 5.5 ve yüzde 5 idi.
- 2002 Aralık ayında Selic faiz oranı 300 baz puan artırılarak yüzde 25'e yükseltmiştir. 2003 Ocak-Şubat aylarında da faiz artışları devam etmiş ve 19 Şubat tarihi itibarıyla Selic faiz oranı yüzde 26.5'e çıkartılmıştır.
- 2002 yılında, Konsolide Kamu Sektörü Faiz Dışı Fazlası ile Net Kamu Borcunun GSYİH'ya oranı, hedeflere göre daha olumlu olmuş ve sırasıyla, yüzde 3.9 ve yüzde 56 olarak gerçekleşmiştir. Hükümet, 2003 yılında maliye politikasını daha daraltmayı ve faiz dışı fazlanın GSYİH'ya oranını yüzde 4 ¼'e çıkarmayı (önceki hedefin 0.5 puan üzerinde) taahhüt etmiştir.
- Piyasa koşullarının elverdiği ölçüde, borçlanma vadelerini uzatmak, dövize endekli borçlanmayı azaltmak ve borç stoku içinde sabit faizli borçların payının artırılması benimsenmiştir.
- 27 eyalet başkanı ile, sosyal güvenlik ve vergi reformunun genel ilkeleri üzerinde anlaşma sağlanmıştır.

¹⁰ Zorunlu karşılıklarda yapılan bu artışlara, Selic faiz oranı dikkate alınarak faiz ödemesi yapılmıştır. 2002 Mayıs ayı itibarıyla, yaklaşık 42 Milyar Real olan zorunlu karşılık tutarının yarısına faiz ödenmezken, 2002 Ekim ayında toplam zorunlu karşılık tutarı 90 Milyar Real'i aşmış ve faiz ödemesi yapılmayan kısım aynı miktarda (yaklaşık 22 Milyar Real) tutulmuştur. Kaynak: "The effects of recent changes in compulsory reserve rates on the credit markets", Monetary Policy Report, March 2003.

- 2003 Mayıs ayı sonuna kadar İflas Yasası'nın hazırlanması, Haziran sonuna kadar 4 federal kamu bankasının satılması ve sosyal güvenlik ile vergi reformunun Kongre'ye sunulması taahhüt edilmiştir.

28 Mayıs 2003 tarihli niyet mektubunda, Bütçe İlkelerine yönelik yasa tasarısı Kongre'ye sunulmuş ve orta vadede faiz dışı fazla hedefinin GSYİH'nın yüzde 4.25'i olması benimsenmiştir. Finansal sektör regülasyonu ile ilgili Anayasa değişikliği yapılmış ve bu çerçevede Merkez Bankasının operasyonel bağımsızlığı konusunda adım atılmıştır. İkincil piyasanın derinliğini artırmak ve yatırımcı tabanını genişletmek için, kamu borçlanma senetlerinin satışı ile ilgili birincil ve ikincil piyasa yapıcılığı sistemi başlatılmıştır. Bu dönemde, programın performans kriterlerinin tümü karşılanmıştır.

20 Ağustos 2003 tarihli niyet mektubunda, enflasyon ve enflasyonist beklentilerdeki olumlu gelişmenin para politikasının gevşetilmesini sağladığı belirtilmektedir (Not: 2003 yılı Şubat ayında yüzde 26.5'e yükseltelen Selic faiz oranı, Merkez Bankası tarafından Haziran ayında yüzde 26'ya, Temmuz ayında yüzde 24.5'e ve Ağustos ayında yüzde 22'ye indirilmiştir). Ulusal Para Konseyi (CMN) 25 Haziran 2003 tarihinde, 2004 ve 2005 yıl sonu enflasyon hedefini, sırasıyla, yüzde 5.5 ve yüzde 4.5 olarak belirlemiş ve band genişliğini +/- 2.5 puan olarak açıklamıştır. Sosyal güvenlik ve vergi reformu ile iflas yasası konusunda önemli adımlar atılırken, 4 kamu bankasının satılması konusunda yasal engeller aşılanamıştır.

21 Kasım 2003 tarihli niyet mektubu ile, IMF ile Brezilya arasındaki Stand-by anlaşmasının süresi 2004 yılı sonuna kadar uzatılmış ve 4.6 milyar SDR kredi kullanım imkanı sağlanmıştır. 2003 yılında mali performansın, hedeflenenden daha iyi olduğu belirtilmiş ve 2004 yılı faiz dışı fazla hedefi GSYİH'nın yüzde 4.25'i olarak yeniden taahhüt edilmiştir. Enflasyon hedefi 2004 yıl sonu için yüzde 5.5'te korunmuş (+/- 2.5 puan band genişliği ile) ve Mart, Haziran ve Eylül dönemleri için hedefler ilan edilmiştir. Bu arada, 2003 yılı sonu hedefi yüzde 8.5'den yüzde 9.5'e yükseltilmiştir (Not: Merkez Bankası, Eylül-Kasım döneminde de faiz indirimine devam etmiş ve Ağustos ayında yüzde 22 olan Selic faiz oranını, Kasım ayında yüzde 17.5'e kadar düşürmüştür).

Bütçe esnekliği, kamu yatırımları, yatırım ortamının geliştirilmesi, sosyal politikalar ve borç yönetiminin geliştirilmesi konusunda mevcut politikaların sürdürüleceği veya yeni politikaların uygulanacağı konusunda niyet belirtilmiştir. Kredi maliyetleri ve finansal aracılık maliyetlerinin azaltılması konusunda önlem alınacağı ifade edilmiştir. Bu çerçevede, Merkez Bankasının zorunlu karşılıkları gözden geçirmesi ve Merkez Bankası bünyesinde merkezi kredi derecelendirme sisteminin kurulması gibi konularda çalışmalar yapılması kararlaştırılmıştır.

3 Mart 2004 tarihli niyet mektubunda, ekonomide canlanmanın başladığı, yeni istihdamın arttığı, enflasyonun hedefle uyumlu olduğu ve dönemle ilgili tüm performans kriterlerinin tutturulduğu ifade edilmiştir. Ayrıca, 2005-2007 dönemi için faiz dışı fazla hedefinin GSYİH'nın yüzde 4.25'i olarak hedeflendiği belirtilmiştir.

3 Haziran ve 8 Eylül 2004 tarihli niyet mektuplarında da, bir önceki niyet mektubunda yer alan hususlara tekrar değinilmiş ve tüm performans kriterlerinin

tutturulduğu ifade edilmiştir. **Bu iki niyet mektubunda, ilk kez IMF anlaşmasının ihtiyati niteliğe dönüştürüldüğü (the arrangement as precautionary)¹¹ açıklanmıştır.**

Merkez Bankası, 2003 Aralık ayında yüzde 16.5'e düşürdüğü Selic faiz oranını, 2004 Mart ayında yüzde 16.25'e, Nisan ayında yüzde 16'ya indirmiş, Eylül ayı ortasında ise tekrar yüzde 16.25'e yükseltmiştir.

2 Aralık 2004 tarihli niyet mektubunda, ekonomide dengeli ve yaygın bir büyüme sürecinin başladığı, yatırımların ve istihdamın arttığı, faiz dışı fazlanın hedefi aşarak GSYİH'nin yüzde 4 ½'sine yükseldiği belirtilmiştir. 2005 yılı için faiz dışı fazla hedefinin GSYİH'nin yüzde 4 ¼' ü seviyesinde belirlendiği ve Ulusal Para Konseyi tarafından belirlenen 2005 yılı enflasyon hedefine (yüzde 4.5 ve band genişliği +/- 2.5 puan) ulaşmak için çaba gösterileceği ifade edilmiştir. Bu mektupta da IMF anlaşmasının ihtiyati nitelikte olduğu tekrarlanmıştır.

Merkez Bankası bu dönemde de, faiz artırımlarını sürdürmüştür (Not: 2004 Eylül ayında yüzde 16.25'e yükseltilen Selic faiz oranı, Ekim-Aralık döneminde üç kez 50 baz puan artırılarak, Aralık ayı ortasında yüzde 17.75'e çıkartılmıştır).

IMF tarafından 22 ve 28 Mart 2005 tarihlerinde yapılan basın açıklamaları ile, IMF Yönetim Kurulunun Brezilya ile yapılan Stand-by anlaşmasının nihai gözden geçirmesini tamamladığı ve **Stand-by anlaşmasının sona erdiği** açıklanmıştır. Eylül 2002 ve Aralık 2003 tarihli Stand-by anlaşmaları ile Brezilya'ya 27.4 milyar SDR (41.8 milyar dolar) kredi imkanı sağlanmıştır. Ancak, Brezilya hükümeti sağlanan kredi imkanından 17.2 milyar SDR'lık (26.2 milyar dolar) kısmı kullanmış, kalan kısmı kullanmamıştır. Brezilya hükümeti, 2003 yılı Eylül ayından itibaren, IMF kredisinden herhangi bir kullanım yapmamıştır.

b. IMF Programı Çerçevesinde Makroekonomik Gelişmeler :

Brezilya, 1999 yılı Ocak ayında karşılaştığı kriz sonucunda, döviz kurunu dalgalanmaya bırakmış ve IMF ile Stand-by anlaşması imzalamıştır. Kurdaki değer kaybının enflasyona etkisini sınırlandırmak ve ekonomide bekleyişleri olumlu etkileyerek tekrar istikrar sağlamak amacıyla, 1999 Temmuz ayından itibaren enflasyon hedeflemesi sistemi uygulanmaya başlamıştır.

2001 yılı ortalarına kadar uygulanan politikalar olumlu sonuçlar vermiş, enflasyon hedefler çerçevesinde gerçekleşirken, GSYİH büyümesi de ivme kazanmıştır. Ancak, 2001 yılı ortalarından itibaren, karşılaşılan dışsal şokların da etkisiyle doğrudan yabancı sermaye girişleri yavaşlamaya başlamış ve döviz kuru değer kaybetmiştir. Bu durum, enerji fiyatları başta olmak üzere yönetilen fiyat artışlarını hızlandırmış, enflasyonist bekleyişlerde bozulma yaratmıştır. Merkez Bankası, yıl boyunca Selic faiz oranını artırmasına karşın, döviz kurundaki değer kaybı devam etmiş, 2001 yılında enflasyon hedefi aşılmış, büyüme hızı yavaşlamış ve işsizlik oranı artmıştır.

¹¹ İhtiyati düzenleme bir Stand-by düzenlemesi olmakta, ancak, ekonomik koşullarda bozulma olmadıkça, ülkenin IMF'den kaynak kullanmayacağını göstermektedir. Kaynak: www.imf.org.

Tablo: 10- Temel Makroekonomik Büyüklükler (Yüzde Değişim)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
GSYİH Büyüme Hızı	0.8	4.4	1.3	1.9	0.5	5.2
İşsizlik Oranı	7.6	7.1	10.6	10.5	12.0	11.5
Tüketici Fiyatları (Yıl Sonu,IPCA)	8.9	6.0	7.7	12.5	9.5	7.6
İhracat (f.o.b) (Milyar \$)	48.0	55.1	58.2	60.4	73.1	96.5
İthalat (f.o.b) (Milyar \$)	49.3	55.8	55.6	47.2	48.3	62.8
Cari İşlem Dengesi (Milyar \$)	-25.4	-24.2	-23.2	-7.6	4.2	11.6
Cari İşlem Den./ GSYİH (%)	-4.7	-4.0	-4.5	-1.7	0.8	1.9
Sermaye Hareketleri Den.(Milyar \$)	17.4	19.3	27.1	7.6	4.2	11.6
Doğrudan Yabancı Ser./Milyar \$)	28.6	32.8	22.5	16.6	10.1	18.2
Kamu Kesimi Faiz Dışı Den./GSYİH	3.2	3.5	3.6	4.0	4.2	4.6
Net Kamu Borcu/GSYİH	49.4	49.3	53.3	56.2	57.9	52.3
Ortalama Gecelik Faiz (%)	26.3	17.4	17.3	19.1	23.4	16.2
Ortalama Kur (Real/\$)	1.82	1.83	2.36	2.92	3.08	2.93

Kaynak: "IMF Press Releases-No:02/40 ve No:03/217" ve Brezilya Merkez Bankası.

2002 yılında ekonomideki olumsuz gelişmeler devam etmiş, yaklaşan Başkanlık seçimlerinin yarattığı belirsizlik ortamının da etkisiyle, özellikle yılın son çeyreğinde, sermaye girişleri hızla azalmış (sudden stop) ve finansal piyasalarda ciddi dalgalanmalar yaşanmıştır. Yılın ilk yarısında, döviz kurundaki değer kaybının ve enflasyondaki artış eğiliminin durması nedeniyle, Merkez Bankası faiz indirimine gitmiş, ancak, Ekim ayından itibaren döviz kuru artışının hızlanması, enflasyonist beklentilerin bozulması, tekrar hızlı bir faiz artırım sürecine girilmesine neden olmuştur. Döviz kurundaki reel değer kaybı enflasyon hedefinin önemli ölçüde aşılmasına yol açmış, ancak cari işlemler açığında da ciddi bir daralma sağlamıştır. 2002 yılında, faiz kararlarında sık değişiklik yapılmış ve enflasyon hedefleri revize edilmiştir.

İktidara gelen yeni yönetim, IMF ile yeni bir Stand-by anlaşması yaparak piyasalarda tekrar güvenin oluşmasına çaba göstermiştir. Faiz dışı fazla hedefi artırılmış, yılın ilk yarısında Merkez Bankası faiz oranlarını artırmış, ancak enflasyon bir önceki yıldan kaynaklanan etki ile yükselmeye devam etmiştir. Yılın ikinci yarısında, finansal piyasalarda sağlanan istikrarın etkisiyle döviz kuru değer kazanmış ve fiyat artışları da yavaşlamıştır. 2003 yılında enflasyon hedefi aşılrken, cari işlemler dengesi fazla vermiş, büyüme yavaşlamış, işsizlik oranı ise artmıştır.

Brezilya, 2003 Eylül ayından itibaren IMF kredisi kullanmamış ve 2004 yılı ortasında ise Stand-by anlaşmasını ihtiyati niteliğe dönüştürmüştür. 2001 ve 2002 yıllarında yaşanan şokların etkisi önemli ölçüde ortadan kalkmış ve 2004 yılında, ekonomi tekrar hızlı bir büyüme sürecine girmiş ve işsizlik oranı gerilemiştir. Cari işlemler dengesi fazlası devam ederken, enflasyon ve enflasyonist beklentiler gerilemiş, döviz kurunda ise değerlenme gözlenmiştir. Merkez Bankası, yılın son çeyreğine kadar faiz indirimini sürdürmüş, ancak yılın son aylarında enflasyondaki yükselişi dikkate alarak faizleri artırmıştır.

III. TÜRKİYE: IMF PROGRAMLARI ÇERÇEVESİNDE ENFLASYON HEDEFLEMESİ SİSTEMİNE GEÇİŞ SÜRECİ :

1. Niyet Mektupları :

Enflasyon hedeflemesine ilişkin ilk işaret 9 Aralık 1999 tarihli niyet mektubunda yer almaktadır. Bu niyet mektubu ile, döviz kuruna dayalı istikrar programı uygulamaya konulmuş ve günlük döviz kurları 1 Ocak 2000 – 31 Aralık 2000 dönemi için TCMB tarafından önceden kamuoyuna açıklanmıştır. Her üç ayda bir, günlük döviz kurlarının üç aylık bir dönem için uzatılması ve 18 aylık dönemin sonunda genişleyen bant uygulamasının başlatılması öngörülmüştür. 2002 yılı Aralık sonuna kadar uygulanacak bu politika sonrasında, para politikasının enflasyon hedefine yönelik uygulanması planlanmıştır (paragraf: 34). Bu amaca yönelik olarak TCMB, para politikası raporu yayınlamış ve IMF'den enflasyon hedeflemesi stratejisinin uygulanması konusunda teknik yardım (July 2000, Inflation Targeting – MAE) almıştır.

Kasım krizi sonrasında imzalanan 18 Aralık 2000 tarihli niyet mektubunda, döviz kuruna dayalı para politikası stratejisinden kademeli olarak enflasyon hedeflemesi sistemine geçileceği ifade edilmiştir. Bu çerçevede, Merkez Bankasının bağımsızlığını ve para politikasında etkinliğini artıracak yasal düzenlemelerin 2001 yılı Nisan ayı sonuna kadar yapılması koşul olarak getirilmiştir (paragraf: 30).

Şubat krizi sonrasında dalgalı kur rejiminin uygulamaya konulması, "Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı"nın açıklanması ve yeni T.C.Merkez Bankası yasasının yürürlüğe girmesinden sonra imzalanan 3 Mayıs 2001 tarihli niyet mektubunda, mümkün olan en kısa sürede tam enflasyon hedeflemesine geçilmesi benimsenmiştir (paragraf: 41). Bu amaçla, enflasyon öngörü teknikleri de dahil enflasyon hedeflemesi için gerekli teknik hazırlıkların yapılması ve para politikasının yönetimi ve şeffaflığının güçlendirilmesi öngörülmüştür.

31 Temmuz 2001 tarihli niyet mektubunda, TCMB'nin bilgi akımı, modelleme ve araştırma konusunda önemli gelişme kaydettiği ve para politikası kararlarının enflasyon eğilimine göre şekillendirildiği belirtilmiştir. Bu çerçevede, para politikası raporunun Ekim ayı başlarında yayınlanması ve 2001 yılı son çeyreğinde enflasyon hedeflemesinin para politikasının nominal çapısı olarak belirlenmesi kararlaştırılmıştır (paragraf: 12). Enflasyon hedeflemesi stratejisi için gerekli model çalışmalarını koordine etmek ve bilgi sistemini geliştirmek için, Eylül 2001 tarihinde IMF'den ikinci kez teknik yardım (September 2001, Inflation Targeting, MAE/RES) sağlanmıştır.

20 Kasım 2001 tarihli niyet mektubunda, yılın son çeyreğinde başlatılması öngörülen enflasyon hedeflemesi sisteminin, 11 Eylül terör saldırısı nedeniyle, ertelenmesi kararlaştırılmıştır. 2002 yılında, koşulların uygun olması durumunda, enflasyon hedeflemesi sistemine geçileceği belirtilmiştir. Bu ertelemenin, kamu finansmanında istikrarın sağlanması ve bankacılık sisteminin daha güçlendirilmesi için zaman tanıyacağı da ifade edilmiştir. Para Politikası Raporunun yayınlanması ve yeni kurulan Para Politikası Kurulu'nun fonksiyonları konusunda bazı temenniler de niyet mektubunda yer almıştır (paragraf: 13).

28 Ocak 2002 tarihli niyet mektubunda, enflasyon hedeflemesine başarılı geçiş için gerekli ön koşulların tamamlanmasına yönelik önemli adımlar atıldığı belirtilmektedir. Bunlar, faiz dışı bütçe fazlasının artırılması ve borç yönetimindeki

iyileşme, bankacılık sisteminin güçlendirilmesi, ekonomik programın güçlendirilmesi ve enflasyon hedeflemesine yönelik teknik hazırlıklar olarak sayılmaktadır. Bu dört unsurun, başarılı bir enflasyon hedeflemesi sistemine geçiş için gerekli önkoşulları 2002 yılı ortasında karşılayabileceği ifade edilmiştir.

3 Nisan, 19 Haziran ve 30 Temmuz 2002 tarihli niyet mektuplarında, resmi enflasyon hedeflemesi sistemine geçiş konusunda hazırlıkların yapıldığı ve yıl ortasında veya yıl sonundan önce bu sisteme geçileceğine ilişkin ifadeler yer almıştır. Bu çerçevede, resmi enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli teknik hazırlıkların tamamlanması ve bilgi sisteminin oluşturulmasına yönelik olarak IMF'den üçüncü kez teknik yardım alınmıştır (April/May 2002, Inflation Targeting, MAE/RES). Ancak, 2002 yılı ortasında siyasi belirsizliklerin artması, erken seçim kararının alınması ve 3 Kasım 2002 tarihinde erken seçime gidilmesi, enflasyon hedeflemesi sistemine geçişin ertelenmesine neden olmuştur.

5 Nisan 2003 tarihli niyet mektubunda, resmi enflasyon hedeflemesi sistemine 2002 yılı sonunda geçilmesi öngörülmesine rağmen, bu sisteme geçişin kesin zamanlamasının, 2003 yılı bütçesinin onaylanmasının ardından iç ve dış gelişmeler değerlendirildikten sonra belirleneceği ifade edilmiştir (paragraf. 36). Enflasyon hedeflemesi sisteminin başarısının, kalıcı mali disiplin, geriye yönelik endekslemenin sınırlandırılması ve destekleyici gelirler politikası gibi olumlu iç ortamın yanısıra, olumlu dış koşullara da bağlı olduğu belirtilmiştir.

25 Temmuz 2003 tarihli niyet mektubunda, enflasyon hedeflemesi sistemine geçilmeden önce, faiz dışı bütçe fazlası hedefinin tutturulması ve mali disiplinin kurulması gibi güçlü bir program uygulamasının görülmesi gerektiği ifade edilmiştir.

31 Ekim 2003 tarihli niyet mektubunda, resmi enflasyon hedeflemesine yönelik koşullar yerine getirilmesine karşın, 2004 yılında parasal hedefleme politikasının sürdürüleceği açıklanmıştır (paragraf: 8). Bu niyet mektubunda, resmi enflasyon hedeflemesine geçiş zamanlamasına ilişkin herhangi bir atıfta bulunulmamıştır.

2 Nisan 2004 tarihli niyet mektubunda, enflasyon hedeflemesi ile ilgili herhangi bir ifade yer almamıştır.

15 Temmuz 2004 tarihli niyet mektubunda, uygulanan örtük enflasyon hedeflemesi politikasının başarılı olduğu, resmi enflasyon hedeflemesine geçiş için de ilerleme sağlandığı ifade edilmiştir (paragraf: 11).

26 Nisan 2005 tarihli niyet mektubunda, Merkez Bankası'nın 2006 yılı başında resmi enflasyon hedeflemesi sistemine geçileceğini ilan ettiği ve para politikası karar mekanizmasına ilişkin TCMB duyurusunda yer alan hususların özetlendiği görülmektedir (paragraf: 5). Ayrıca, **"IMF programı şartlılığı"** için, para tabanı ve net iç varlıklar hedefleri yerine **"enflasyon gözden geçirme kriterleri"**nin konulacağı ifade edilmiştir.

2. TCMB Para Politikası Duyuruları :

Kasım 2000 krizi sonrasında hazırlanan **T.C.Merkez Bankası'nın 22 Aralık 2000 tarihli "2001 Yılı Para ve Kur Politikası" başlıklı duyurusunda**, enflasyon hedeflemesi ve gerekli düzenlemeler konusunda şu ifadeler yer almaktadır ; "Döviz kurlarının enflasyonu doğrudan ve dolaylı olarak etkilemesi eksenine odaklanan para

politikasının yerini, kademeli olarak, bir çok gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde başarı ile uygulanmakta olan ve resmi enflasyon hedeflerinin nominal çapa olduğu, **"Enflasyon Hedeflemesi"** uygulaması olacaktır. Bu doğrultuda, politikaya yönelik olarak Merkez Bankası bünyesinde analitik ve istatistiksel çalışmalar da yürütülmektedir. Fiyat istikrarını hedefleyen bir Merkez Bankası'nın bu hedefe ulaşması için para politikasının etkin olarak yürütülebilmesi, etkin para politikası yürütmenin temel şartları olan Merkez Bankası'nın elindeki para politikası araçlarının yeterli olması, bu araçları kullanabilme özgürlüğünün sağlanması ve bilançosu üzerindeki kontrolünün kalıcı olması ile yakından ilişkilidir. Dolayısıyla T.C Merkez Bankası Kanunu'nun, Banka'nın amacını, politika araçlarını ve görevlerini net bir biçimde kapsayacak şekilde yeniden düzenlenmesi ile hem Merkez Bankası'nın operasyonel bağımsızlığının hem de sorumluluk alanlarının altı çizilmiş olacaktır. Türkiye'nin gelecekte, Avrupa Birliği'ne geçiş sürecinin önemli yapı taşlarından biri de Merkez Bankası Kanunu'nun Maastricht Antlaşması'na uyumlu hale getirilmesi gereğidir. Bu amaç doğrultusunda hazırlanan yeni **"Merkez Bankası Kanunu"** hükümete en kısa sürede sunulacaktır. Merkez Bankası şeffaflık ve hesap verebilirlik politikası gereği, bilançosunu ve Para Programı uygulamalarını yayınlamaya devam edecektir. Aynı şekilde politika uygulamalarına ilişkin sinyalleri ve uygulama yöntemlerini içeren basın duyuruları ile yine kamuoyu bilgilendirilmeye devam edilecektir. Diğer taraftan, Merkez Bankası'nca hazırlanan **"Enflasyon Raporu'nun"** ilk iki sayısı da yayınlanmış durumdadır."

Şubat 2001 krizi sonrasında dalgalı kur rejimine geçilmesi ve krizin etkisini gidermek amacıyla alınan kararlar para politikasında önemli bir değişime neden olmuştur. Bu nedenle, **T.C. Merkez Bankası 15 Mayıs 2001 tarihinde yeni bir "2001 Yılı Para Politikası" duyurusu** yayımlamıştır. Bu duyuruda, "Doğrudan enflasyon hedeflemesinin önkoşulları sağlanana kadar bir geçiş süreci olarak nitelendirilebileceğimiz bu dönemde, Merkez Bankası, kısa vadede parasal büyüklüklerin kontrol edilmesine yoğunlaşacaktır" ifadesi yer almaktadır..

T.C. Merkez Bankası, 2 Ocak 2002 tarihinde " 2002 Yılında Para ve Kur Politikası ve Muhtemel Gelişmeler" konulu duyurusunu yayınlamıştır. Bu duyuruda "....ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve beklentileri şekillendirmek amacıyla 2002 yılında kullanılabilir iki tür nominal çapa bulunmaktadır: Parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi. 2002 yılına parasal hedefleme (para tabanı, net uluslararası rezervler ve net iç varlıklara ilişkin kriterler) ile başlanılacak ve aynı zamanda ayrıntıları aşağıda belirtilen biçimde "gelecek dönem enflasyonu"na odaklanan bir para politikası uygulanacaktır. Dikkat edilirse, **"gelecek dönem enflasyonu"na odaklanan bir para politikası, aynı zamanda "örtük bir enflasyon hedeflemesi" anlamına gelmektedir.** Koşullar oluştuğunda ise açık biçimde enflasyon hedeflemesi politikasına geçilecektir" ifadesi yer almaktadır. Ayrıca, Merkez Bankasının enflasyon hedeflemesine geçmeyi beklemeden kısa vadeli faizleri enflasyona yönelik kullanacağı ve örtük enflasyon hedeflemesi politikasının parasal hedeflemenin sakıncalarını en aza indirecek ek bir çapa işlevi göreceği belirtilmiştir. Merkez Bankası, enflasyonun gelecekte alabileceği değerleri dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidileceğini ve öngörülen enflasyona bağlı olarak ek önlemler alınacağını taahhüt etmiştir. Bu çerçevede, para tabanının artış hızı üzerine konulan kısıtlar ve örtük enflasyon hedefi uygulamasının sadece enflasyon beklentilerini şekillendirmeyi amaçlamadığı, diğer önemli bir amacının da enflasyonu belirleyen iç talep ve maliyetleri etkileyen unsurları kontrol etmeye çalıştığı belirtilmiş ve mali disiplin sağlanmadan, beklentileri doğrudan etkileyen reform süreci kesintisiz uygulanmadan, enflasyonla mücadele yapılamayacağı ifade edilmiştir.

TCMB'nin bu duyurusunda, 2002 yılında resmi enflasyon hedeflemesi sistemine geçilmemesinin nedeni olarak, geçmiş enflasyona dayalı fiyatlandırma alışkanlığı ve döviz kuru artış hızı ile enflasyon oranı arasındaki ilişkinin hala çok kuvvetli olması sayılmıştır.

Devlet Bakanlığı ve Merkez Bankası 17 Aralık 2002 tarihli ortak basın duyurusu ile, 2003 yılı enflasyon hedefinin yüzde 20 olarak belirlendiğini kamuoyuna duyurmuştur. **T.C.Merkez Bankası, 3 Ocak 2003 tarihinde “2003 Yılı Para ve Kur Politikasının Genel Çerçevesi”**ni kamuoyuna açıklamıştır. Bu duyuruda, enflasyon hedeflemesine geçilene kadar, 2003 yılında da “örtük enflasyon hedeflemesi” stratejisine devam edileceği, kısa dönemli faiz oranlarının gelecek dönem enflasyonuna odaklı olarak belirleneceği ve para tabanının ek bir çapa işlevi göreceği ifade edilmiştir. Erken seçim nedeniyle 2003 yılı bütçesi hazırlanamamış ve yılın ilk çeyreği için geçici bütçe hazırlanmıştır. Ayrıca, bu dönemde Irak sorunu önemli bir dışsal şok olarak ortaya çıkmıştır. Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesi sisteminin başarılı olabilmesi için, teknik hazırlıklara ilave olarak, maliye ve gelirler politikasının kesinleştirilmesinin yanısıra dışsal faktörlerin de değerlendirilerek, doğrudan enflasyon hedeflemesi sistemine geçiş zamanlamasının daha sonra açıklanacağını belirtmiştir.

Merkez Bankası, para politikası uygulamaları konusunda kamuoyunu aydınlatmak ve şeffaflığı artırmak amacıyla, üçer aylık para politikası raporları yanısıra 2002 yılında, aylık enflasyon gelişmeleri ve beklenti anketine ilişkin değerlendirmelerini de kamuoyuna açıklamaya başlamıştır. Ayrıca, Merkez Bankası Başkanı, Bakanlar Kurulu ile TBMM Plan ve Bütçe Komisyonuna yılda iki kez para politikası ve genel ekonomik konuları kapsayan brifingler vermeye başlamıştır.

T.C.Merkez Bankası, 2 Ocak 2004 tarihinde “2004 Yılı Para ve Kur Politikasının Genel Çerçevesi” başlıklı duyurusunu yayınlamıştır. Bu duyuruda, “2004 yılında da dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesi sistemine devam edileceği” açıklanmıştır. Para politikasında önceliğin, program çerçevesinde belirlenen parasal hedefler yanısıra, gerçekleşecek olan enflasyonun hedeflenen düzeye yakınsaması olacağı ifade edilmiştir. Bu kapsamda, enflasyondaki düşüş eğilimi sırasında para talebinin tahminindeki güçlükler nedeniyle, para tabanının kesin bir hedef olmaktan ziyade, gelecek dönem enflasyonuna ilişkin içerdiği bilgilerin değerlendirileceği belirtilmiştir. Kamu sektöründe verimliliğin ve faiz dışı bütçe fazlasının kalitesinin artırılmasına yönelik reformların sürdürülmesi ile mali sektör reformunun derinleştirilmesinin, Merkez Bankası'nın temel politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarının etkinliğini artıracacağı ve enflasyonla mücadelenin kalıcılığına katkıda bulunacağı ifade edilmiştir. 2004 yılı enflasyon hedefi açısından, kamu borcunun milli gelire oranının halen yüksek olması, Mart ayında yapılacak yerel seçimler ve döviz kuru enflasyon ilişkisinin zayıflamakla birlikte halen yüksek olması, risk unsurları olarak sayılmıştır.

T.C.Merkez Bankası, 20 Aralık 2004 tarihinde “2005 Yılında Para ve Kur Politikası” başlıklı duyuruyu yayınlamıştır. Merkez Bankası, bu duyuru ile 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi sistemine geçileceğini ilan etmiştir. Kamu borç stokunun çevrilebilirliğine ilişkin kaygıların azalması, güvenilirliliğin artması, yapısal reformlarda önemli aşamalar kaydedilmesi ve kredi aktarım mekanizmasının

işlerliğinin artmaya başlamasının, 2006 yılında enflasyon hedeflemesine geçiş kararında etkili olduğu belirtilmiştir.

2005 yılında, parasal hedeflemenin yanısıra, örtük enflasyon hedeflemesi politikasının sürdürülmesi kararlaştırılmıştır. Ayrıca, para politikası kararlarında şeffaflığın artırılması ve Para Politikası Kurulunun (PPK) rolünün güçlendirilmesi benimsenmiştir. Geçiş aşamasında, nihai faiz kararlarının alınmasında Para Politikası Kurulunun tavsiye veren bir konumda olacağı, 2006 yılında ise resmi enflasyon hedeflemesine geçilmesiyle birlikte, faiz kararlarının Para Politikası Kurulunda oylanacağı ve kurul toplantısı özetlerinin yayınlacağı ifade edilmiştir. Ayrıca, halen üç ayda bir yayımlanan Para Politikası Raporu yerine, sayısal enflasyon tahminlerinin de yer alacağı "Enflasyon Raporu" nun yayımlanacağı açıklanmıştır.

3. IMF Programı Çerçevesinde Makroekonomik Gelişmeler :

Bu bölümde, 1999 yılı Aralık ayında başlayan IMF program uygulaması çerçevesinde, enflasyon ve makroekonomik göstergelerde meydana gelen gelişmeler özet olarak değerlendirilecektir. Enflasyon hedeflemesinin ön koşulları olarak kabul edilen ve niyet mektupları ile para politikası duyurularında da vurgu yapılan, enflasyon düzeyi, mali disiplin ve mali baskınlık göstergelerinin değerlendirilmesinde yarar görülmektedir.

Tablo : 10- Temel Makroekonomik Büyüklükler: Hedef ve Gerçekleşmeler

	2000(1)	2001(2)	2002(3)	2003 (3)	2004 (3)
Orijinal Program Projeksiyonları					
GSMH Büyüme Hızı (%)	5.6	-3.0	3.0	5.0	5.0
TEFE-12 Aylık % Değişim	20.0	57.5	31.0	16.2	12.0
TÜFE-12 Aylık % Değişim	25.0	52.6	35.0	20.0	12.0
Ort.DİBS Bileşik Faizi (%)	49.8	81.0	69.2	47.1	32.4
T.Kamu Faiz Dışı Fazla/GSMH-%	2.2	5.5	6.5	6.5	6.5
Net Faiz Ödemeleri/GSMH	24.2	23.5	17.9	16.3	15.0
Toplam Kamu Dengesi/GSMH	-22.0	-18.0	-11.4	-9.8	-8.5
Net Kamu Borcu/GSMH (%)	57.9	79.7	82.1	75.2	74.1
Net Dış Borç/GSMH	16.5	30.5	34.0	29.2	26.2
Net İç Borç/GSMH	41.4	49.2	48.0	46.1	47.9
Cari İşlem Dengesi/GSMH (%)	-1.8	-0.5	-0.8	-1.0	-1.0
Gerçekleşmeler (4)					
GSMH Büyüme Hızı (%)	6.3	-9.5	7.9	5.9	9.9
TEFE-12 Aylık % Değişim	32.7	88.6	30.8	13.9	15.3
TÜFE-12 Aylık % Değişim	39.0	68.5	29.7	18.4	9.3
Ort.DİBS Bileşik Faizi (%)	38.0	99.1	63.5	45.4	24.9
T.Kamu Faiz Dışı Fazla/GSMH-%	3.0	5.5	4.2	6.2	6.9
Net Faiz Ödemeleri/GSMH	16.0	26.4	16.1	16.0	13.1
Toplam Kamu Dengesi/GSMH	-13.0	-20.9	-11.9	-9.8	-6.2
Net Kamu Borcu/GSMH (%)	58.3	90.5	78.5	70.4	63.5
Net Dış Borç/GSMH	19.0	37.7	32.3	22.1	17.5
Net İç Borç/GSMH	39.3	52.8	46.2	48.3	46.0
Cari İşlem Dengesi/GSMH (%)	-4.9	2.4	-0.8	-3.4	-5.1

Kaynak: IMF – Uzman Raporları ve Basın Duyuruları

(1) Aralık 1999 tarihli projeksiyon.

(2) Haziran 2001 tarihli projeksiyon.

(3) Haziran 2002 tarihli projeksiyon.

(4) 11 Mayıs 2005 tarihli IMF Basın Duyurusu.

Türkiye, 2002-2004 döneminde enflasyon oranını hedeflerin altında tutmayı başarabilmiş ve enflasyon ile enflasyon beklentileri arasındaki farkı önemli ölçüde daraltarak, kredibilite ve güven kazanmıştır. 2000 ve 2001 yıllarında hedeflerin önemli ölçüde üzerinde gerçekleşen yıllık TÜFE enflasyonu, hedefin 2002 yılında 5.3 puan, 2003 yılında 1.6 puan ve 2004 yılında 2.7 puan altında gerçekleşmiştir. Bu dönemde, GSMH büyüme hızı da öngörülerin önemli ölçüde üzerinde gerçekleşmiştir.

Mali disiplinin göstergesi olan toplam kamu kesimi faiz dışı fazlasının GSMH'ya oranı, 2000-2004 döneminde, 2002 yılı hariç, program hedefleri çerçevesinde gerçekleşmiştir. Bu olumlu gelişmenin etkisiyle, mali baskınlık göstergesi olan, net kamu borç stokunun GSMH'ya oranı da, 2002-2004 döneminde program hedeflerinin altında kalmıştır. 2004 yılı sonu itibarıyla, net kamu borç stokunun GSMH'ya oranı hedefin 10.6 puan altında kalarak yüzde 63.5 olarak gerçekleşmiştir. Bu gelişmede, GSMH büyümesinin öngörülerin üzerinde gerçekleşmesi, net faiz ödemelerinin tahminlerin altında kalması ve program projeksiyonlarının aksine Türk lirasının aşırı değerlendirilmesi etkili olmuştur. Nitekim, net iç borç stokunun GSMH'ya oranı, genelde öngörüler çerçevesinde gerçekleşirken, Türk lirasının değerlendirilmesinin etkisiyle, net dış borç stokunun GSMH'ya oranı öngörülerin önemli ölçüde gerisinde kalmıştır. Aynı zamanda, 2002-2004 döneminde Türk lirasının değerlendirilmesi, yüksek büyüme hızının da etkisiyle, cari işlemler açığının öngörülerin üzerinde artış göstermesine neden olmuştur.

Niyet mektupları incelendiğinde, IMF'nin, Brezilya'da olduğu gibi, dalgalı kur rejimine geçişin ardından enflasyon hedeflemesi sistemini uygulama konusunda Türkiye'yi zorladığı görülmektedir. Ancak, dalgalı kur rejimine geçilen 2001 yılında, ülkemizde enflasyonun yüksek seviyede olması ve krizin etkisiyle borç stokundaki ani artış, enflasyon hedeflemesinin ön koşullarının yerine getirilmesini engellemiştir. Ayrıca, 11 Eylül 2001 terör saldırılarının uluslararası finansal piyasalarda yarattığı dalgalanma ve enflasyon hedeflemesi sistemini uygulayan Brezilya'nın da bundan etkilenmesi, Türkiye'de enflasyon hedeflemesi sistemine geçişin ertelenmesine neden olmuştur. 2002-2003 döneminde, erken seçim kararı, yeni hükümetin işbaşına gelmesi, geçici bütçe hazırlama süreci ve Irak savaşı gibi nedenlerle, enflasyon hedeflemesi sistemine geçiş sürekli ertelenmiştir. Bu olaylar dışında, IMF tarafından erteleme talebinin kabul edilmesinin iki nedeni daha olduğu düşünülmektedir. Bunlar; mevcut örtük enflasyon hedeflemesi uygulamasının olumlu sonuçlar vermesi ve bu dönemde Brezilya'da uygulanan resmi enflasyon hedeflemesinin karşılaştığı sorunlardır.

Tablo : 11 – Enflasyon Hedeflemesi Ön Koşulları : Türkiye-Brezilya Karşılaştırılması

	Brezilya	Türkiye	
	1999	2001	2005 (*)
GSYİH Büyümesi (%)	0.8	-9.5	5.0
Tüketici Fiyatları (Yıllık, %)	8.9	68.5	8.0
T.Kamu Faiz Dışı Denge/GSMH (%) (**)	3.2	5.5	6.5
Net Kamu Borcu/GSMH (%) (**)	49.4	90.5	60.0
Cari İşlemler Den./GSMH (%) (**)	-4.7	2.4	-4.4

Kaynak: IMF-Press Releases, No: 02/40 ve No: 05/104, www.imf.org.

(*) Projeksiyon.

(**) Brezilya için GSYİH'ya oranlardır.

Yukarıdaki tabloda, Türkiye ve Brezilya'da, enflasyon hedefleme sistemine geçişin ön koşulları olan, mevcut enflasyon düzeyi ve mali baskınlık göstergelerinin

karşılaştırılması verilmektedir. Tablodan da görüleceği gibi, 2005 yılına ilişkin Türkiye ekonomisi verileri, 2001 yılına göre, enflasyon hedeflemesine geçiş açısından önemli mesafenin alındığını göstermektedir.

IV. SONUÇ VE DEĞERLENDİRME :

Bu çalışma da, 1999 yılı ortalarında enflasyon hedeflemesi sistemine geçen Brezilya'nın deneyimi ayrıntılı olarak incelenmiştir. IMF programı ile birlikte enflasyon hedeflemesi sistemi uygulayan Brezilya'nın deneyimi, Türkiye açısından da ilginç bir örnek oluşturmaktadır. Enflasyon hedeflemesi sisteminin kurumsal yapısı, piyasalarla iletişim yöntemleri, hedeflerin belirlenmesi, bu hedeflere ulaşılması için kullanılan araçlar ve karşılaşılan sorunlara ilişkin değerlendirmeleri şu şekilde özetleyebiliriz;

1. Enflasyon hedeflemesi sistemi, Merkez Bankası ile piyasalar arasındaki iletişimi güçlendirmiş, para politikasının şeffaflığını ile hesap verilebilirliğini önemli ölçüde artırmıştır. Bu amaca yönelik olarak, Ulusal Para Konseyi (CMN) ileriye yönelik enflasyon hedeflerini açıklamış, Para Politikası Komitesi (COPOM) aylık düzenli toplantılar yapmış, toplantılara ilişkin değerlendirme ve özet tutanaklar yayınlanmış, faiz kararları oylama suretiyle belirlenmiş, ekonomideki gelişmeler değerlendirildiği ve üçer aylık dönemler itibariyle enflasyon projeksiyonlarının yer aldığı para politikası raporları yayınlanmaya başlamıştır. Ayrıca, enflasyon hedefinin aşılması durumunda, Merkez Bankası Başkanı tarafından Maliye Bakanı'na açık mektup yazılması uygulaması getirilmiş ve enflasyonun aşılma nedenleri ile alınacak önlemlerin belirtildiği mektuplar, kamuoyuna da açıklanmıştır.

2. 1999-2000 döneminde, enflasyon hedefleri gerçekleştirilmiş, enflasyonist beklentiler gerilemiş ve Merkez Bankası kredibilitesi artmıştır. Ancak, 2001 yılı ortalarından itibaren, dışsal faktörlerin de etkisiyle döviz kurundaki artış enflasyon performansını olumsuz etkilemiştir. 2002 yılında sermaye girişlerindeki ani yavaşlama (sudden stop) döviz kurlarındaki artışı tekrar hızlandırmış, enflasyonist beklentiler ve enflasyon yükselmiştir.

3. 2001-2003 döneminde, enflasyon hedefleri, revize edilmesine rağmen, sürekli aşılmıştır. Hedefin aşılması nedeniyle, Merkez Bankası Başkanı tarafından Maliye Bakanı'na açık mektup gönderilmiş ve enflasyondaki yükselmenin gerekçeleri ile alınacak önlemler konusunda bilgi verilmiştir. Bu dönemde, enflasyon hedefleri sürekli revize edilmiş, COPOM farklı yönde sık, sık faiz kararları almış ve enflasyon projeksiyonları ile gerçekleştirmeler arasında büyük farklılaşmalar ortaya çıkmıştır.

4. Sermaye girişlerindeki ani yavaşlama sonucunda döviz kurlarındaki yükselme yönetilen fiyat artışlarını ve enflasyonu hızlandırmış ve finansal piyasalardaki belirsizlikleri artırmıştır. Bu ortamda, COPOM'un faiz kararlarında, enflasyonun gelecek dönemdeki trendinden çok (forward-looking inflation targeting framework), kısa vadedeki mevcut eğiliminin etkili olduğu görülmektedir. Enflasyondaki kısa vadeli dalgalanmaya bağlı olarak, COPOM'un farklı yönde sık, sık faiz kararları alarak, ekonomideki belirsizliklere katkıda bulunduğu düşünülmektedir.

5. COPOM faiz kararlarında, gelecek dönem enflasyon trendi yerine mevcut enflasyon eğiliminin etkili olmasının bir diğer temel nedeni de, IMF programı çerçevesinde oluşturulan enflasyon konsültasyon yöntemidir. Niyet mektubunda belirlenen dönemler itibariyle gerçekleşen 12 aylık enflasyonun konsültasyon

bandlarını aşması durumunda, Merkez Bankasının veya hükümetin gerekli önlemleri alması şartı bulunmaktadır. Bu durum, ileriye yönelik enflasyon değerlendirmesi yerine mevcut enflasyon trendinin faiz kararlarında etkili olmasına neden olmaktadır.¹²

6. Enflasyon hedefleme sisteminin uygulandığı tüm dönem boyunca, özellikle 2001-2003 döneminde, döviz kurundaki volatilitenin enflasyonist beklentileri etkilemesi nedeniyle, enflasyonist süreçte ve faiz kararlarında önemli bir etken olduğu görülmektedir. Brezilya'da, enflasyon hedefleme sisteminin uygulandığı dönemde, döviz kurundan fiyatlara geçiş etkisi (exchange rate pass-through), Real Planı'nın uygulandığı döneme göre azalmış, ancak enflasyondaki değişkenliğin temel unsuru olmaya devam etmiştir.¹³

7. 2002-2003 döneminde, döviz kurundaki volatilitenin enflasyonda yaratacağı belirsizliği önlemek amacıyla döviz arz ve talebini etkilemek için, kısa vadeli faizlerin yanısıra miktar ayarlamasına yönelik tedbirler de alınmıştır. Bu önlemlerin başlıcaları, konsolide kamu kesimi faiz dışı fazlasının artırılması, zorunlu karşılıkların yükseltilmesi, net döviz açık pozisyonlarının daraltılması ve Merkez Bankasının döviz piyasasına doğrudan müdahaleleridir. Brezilya deneyimi, kriz anında, enflasyon hedeflemesi sistemi çerçevesinde bile, sadece kısa vadeli faizlerin kullanılmasının yeterli olamayacağını, diğer politika araçlarının da kullanılması gerektiğini göstermektedir.

8. Literatürde, enflasyon hedeflemesi sisteminin temel aracının, kısa vadeli faiz oranları olduğu belirtilmektedir. Faiz kararlarının alınmasına destek olmak amacıyla geliştirilen modellerde ise en sık kullanılan terimler; parasal aktarım mekanizması (monetary transmission mechanism), döviz kurundan fiyatlara geçiş (exchange rate pass-through), potansiyel üretim (potential output), üretim açığı (output gap), enflasyonist beklentiler ve Taylor kuralıdır. Gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde, özellikle mali baskınlığın yüksek olduğu ülkelerde, parasal aktarım mekanizmasının beklenen yönde çalışmadığı¹⁴, potansiyel üretim ve üretim açığına ilişkin tahminlerin önemli hata payları içerdiği¹⁵, döviz kuru hareketlerinin enflasyon ve enflasyonist beklentiler üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu sık, sık vurgulanmaktadır. Bu koşullar altında, özellikle ekonomide belirsizliklerin gözlendiği dönemlerde, faiz kararlarının beklenen etkiyi göstermesi ciddi bir riskle karşı karşıya bulunmaktadır. Nitekim, Brezilya'da enflasyon projeksiyonları ile gerçekleştirmeler arasında ki büyük farklılık da bu gerçeği teyid etmektedir. Para politikası kararlarının etkilerinin gecikmeli görüleceği sık, sık ifade edişine karşın, faiz kararlarının farklı yönde sıkça değiştirilmesi de, faiz politikasının etkinliğinin sorgulanmasını gündeme getirmektedir.

9. Brezilya'da, Ulusal Para Konseyi, her yılın Haziran ayında gelecek iki yıla ilişkin enflasyon hedefini açıklamaktadır. Para politikası raporlarında da gelecek iki yıla ilişkin üçer aylık dönemler itibariyle enflasyon projeksiyonu verilmektedir. Ancak, bir önceki paragrafta bahsedilen, parasal aktarım mekanizması, potansiyel üretim ve üretim açığına ilişkin belirsizlikler uzun dönem hedef ve projeksiyonların güvenilirliğini azaltmaktadır. Özellikle, ekonomik istikrarsızlığın yaşandığı dönemlerde, uzun dönemli

¹² Kaynak: Blejer, Mario; M.Leone, Alfredo; Rabanal, Pau and Schwartz, Gerd "Inflation Targeting in the Context of IMF-Supported Adjustment Programs", IMF Working Paper, WP/01/31, March 2001.

¹³ Kaynak: Minella, Andre; Springer de Freitas, Paulo; Goldfajn, Ilan and Kfoury Muinhos, Marcelo "Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility, Banco Central do Brasil, Working Paper No: 77, July 2003.

¹⁴ Brezilya için bakınız "Brazil: Selected Issues and Statistical Appendix, IMF, January 2001.

¹⁵ Bakınız para politikası raporları "Inflation Outlook" bölümleri.

hedef ve projeksiyonların sürekli değiştirilmek zorunda kalınması, Merkez Bankası kredibilitésini de olumsuz etkilemektedir.

10. Para politikası raporlarında ve niyet mektuplarında yer alan değerlendirmeler incelendiğinde, döviz kurlarında artış ve finansal piyasalarda istikrarsızlık gözleendiği dönemlerde, bu olumsuz gelişmelerin genellikle dışsal şoklardan kaynaklandığı ifade edilmektedir. Enerji fiyatlarındaki yükselme, Arjantin Krizi, 11 Eylül terör saldırısı, Irak savaşı, seçim dönemi belirsizliği ve sanayileşmiş ülkelerin hisse senedi piyasalarındaki gerilemeler, ülkeye sermaye girişlerini etkilemesi nedeniyle olumsuz dışsal şoklar olarak değerlendirilmekte ve bu dönemlerde para politikasının etkinliğinin azaldığı belirtilmektedir. Ancak, döviz kurlarında değerlenme ve finansal piyasalarda istikrar olduğu dönemler de, bu sonucun güçlü para ve maliye politikalarından kaynaklandığı ve ülkeye sermaye girişlerinin olduğu ifade edilmektedir. Ticaret hadlerinin lehe dönmesi, uluslararası likiditenin bolluğu, uluslararası piyasalarda faiz oranlarının düşmesi ve sanayileşmiş ülkelerin hisse senedi piyasalarındaki canlanma, olumlu dışsal şok olarak değerlendirilmemektedir. Özetle, olumsuz dışsal şoklar ön plana çıkarılırken, olumlu dışsal şoklar görmemezlikten gelinmektedir.

11. Niyet mektupları incelendiğinde, sık, sık enflasyon konsültasyon bandlarının aşılması ve hedeflerin revize edilmesine karşın, IMF'nin Brezilya'ya karşı daha ılımlı yaklaştığı görülmektedir. Bu durum, genelde, yukarıda da belirtildiği gibi, konsültasyon bandlarının aşılması ve hedeflerin revize edilmesinin dışsal şokların sonucunda olduğu değerlendirmesinden kaynaklanmaktadır. Bir diğer unsur da, Brezilya'nın 2003 Eylül ayından itibaren IMF kredisi kullanmaması ve IMF anlaşmasının 2004 yılı ortasında ihtiyati niteliğe (precautary arrangement) dönüştürülmesidir.

Sonuç olarak, enflasyon hedeflemesi, Brezilya'da Merkez Bankası ile piyasalar arasındaki iletişimi güçlendirmiş, para politikasının şeffaflığını artırmış ve krizler sırasında enflasyonun kontrolden çıkmasını önlemiştir. Ayrıca, dışsal olumsuz şoklar ve piyasalarda güven bunalımının gözleendiği dönemlerde, enflasyon hedeflemesi sisteminin ciddi sorunlarla karşılaşabileceğini, kısa vadeli faizlerin etkinliğinin sınırlı olduğunu ve iddialı projeksiyon ve yorumlardan kaçınılması gerektiğini de göstermiştir.

Bilindiği gibi, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası resmi enflasyon hedeflemesi sistemine 2006 yılı başında geçeceğini ilan etmiş ve Hükümet, IMF ile 2005-2007 dönemini kapsayan yeni Stand-by anlaşmasını imzalamıştır. Türkiye, 2001 Şubat Krizi sonrasında, enflasyon hedeflemesi sisteminin ön koşullarının sağlanması konusunda önemli aşamalar kaydetmesine karşın, Brezilya deneyiminden çıkarılabilecek önemli dersler olduğu düşünülmektedir. Resmi enflasyon hedeflemesi sisteminin uygulanacağı dönemde, dikkate alınması gereken hususlar ve karşılaşılabilecek sorunları şu şekilde özetleyebiliriz:

1. Brezilya, kriz ortamında ve dalgalı kur rejimine geçişin ardından, enflasyon hedeflemesi sistemini uygulamaya başlamıştır. Türkiye'nin; kriz ortamından çıktktan, dalgalı kur rejiminin piyasalarda büyük ölçüde benimsenmesinden ve sistemin ön koşulları konusunda önemli bir mesafe aldıktan sonra, enflasyon hedeflemesi sistemine geçecek olması ciddi bir avantaj teşkil etmektedir. Ayrıca, 2002 yılından itibaren faiz kararlarının "örtük enflasyon hedeflemesi" çerçevesinde oluşturulması, buna ilişkin rapor ve duyuruların yayınlanması ve enflasyonun belirlenen hedeflerin altında gerçekleşmesi, Merkez Bankasına önemli bir kredibilite sağlamış ve enflasyonist beklentilerin hızla gerilemesine katkıda bulunmuştur.

2. Bu avantajlara karşın, enflasyon hedeflemesi sisteminde sorun olarak kabul edilen mali baskınlık ve onun temel göstergesi olan Net Kamu Borcu/GSMH oranı, halen Brezilya'ya göre daha yüksek seviyede bulunmaktadır. 2001 yılında, yüzde 90.5 olan Net Kamu Borcu/GSMH oranının, 2005 yılında yüzde 60'a gerileyeceği tahmin edilmektedir. Ancak, Net Kamu Borcu/GSMH oranındaki 30.5 puanlık bu hızlı düşüşün 21.3 puanı, Türk lirasının değerlenmesinin etkisiyle, kamu kesiminin Net Dış Borç Stoku/GSMH oranındaki gerilemeden kaynaklanmıştır. Net kamu borcunun yüksek olması, faiz ve kur şoklarının kamu kesimi finansman dengesi üzerindeki etkisini artırmakta ve para politikasının etkinliğini sınırlandırmaktadır. Nitekim, benzer durum 2001-2002 döneminde Brezilya'da yaşanmış ve kamu borçlarının döndürülmesine ilişkin sorunlar para politikasının etkinliğini azaltmıştır. Ayrıca, mali baskınlığın yüksek olması, parasal aktarım mekanizmasının beklenen yönde çalışmasını da engellemektedir.

3. 2002-2004 döneminde, yılda ortalama yüzde 7.9 oranında büyüme sağlanan Türkiye ekonomisinde, 2005 yılında da yüzde 5 oranında büyüme beklenmektedir. Büyüme performansındaki bu olumlu gelişme sonucunda, 2006 yılına girerken ekonominin potansiyel üretim seviyesine ulaşması ve üretim açığının (aynı zamanda iç talep yetersizliğinin) hızla kapanması beklenmektedir. Özellikle, 2002-2003 döneminde enflasyonun hızla düşürülmesine önemli ölçüde katkıda bulunan üretim açığı (yetersiz iç talep) olgusunun, 2006 yılından itibaren dezenflasyon sürecine katkısının azalması beklenmektedir.

4. Son yıllarda yüksek büyüme hızı yanısıra, sermaye girişlerinin etkisiyle Türk lirasının değerlenmesi dış ticaret ve cari işlemler açığının hızla yükselmesine neden olmuştur. Bugüne kadar cari açığın finansmanında herhangi bir sorunla karşılaşmamış, ancak cari açığın finansmanında kısa vadeli sermaye girişleri ağırlıklı bir yapı göstermiştir. Yüksek cari açık ve bunun kısa vadeli sermaye girişleri ile finanse edilmesi bir risk unsuru olarak değerlendirilmektedir. Nitekim, 1999-2001 döneminde, ortalama olarak, GSYİH'nın yüzde 4.4'ü kadar cari işlemler açığı veren ve bunun hemen tümünü doğrudan yabancı sermaye girişleri ile finanse eden Brezilya, 2002 yılında sermaye girişlerinin durması (sudden stop) ile ciddi sorunlarla karşılaşmıştır. Bu dönemde, dalgalı kur rejimi altında döviz kurlarında ciddi artışlar meydana gelmiş, Net Kamu Borcu/GSYİH oranı yükselmiş ve enflasyon hedefleri büyük ölçüde aşılmıştır.

5. Brezilya'da döviz kurunun değerlendirildiği dönemlerde, döviz kurlarından fiyatlara geçiş konusunda iyimser değerlendirmeler yapılmış, ancak döviz kurlarında sürekli artışların gözlemlendiği 2001-2002 döneminde, döviz kurlarındaki oynaklığın enflasyon ve enflasyonist beklentiler üzerinde önemli etkileri olduğu ifade edilmiştir. Özellikle, döviz kurlarının enerji fiyatları başta olmak üzere, yönetilen fiyatlar ve piyasa fiyatlarını olumsuz etkilediği belirtilmiştir. Benzer değerlendirmenin, Türkiye ekonomisi için de geçerli olduğu düşünülmektedir. Nitekim, Türk lirasının değerlenmesinin etkisiyle, son yıllarda ithalatın toplam arz içindeki payı yükselmekte ve bu eğilim enflasyonu da olumlu etkilemektedir. Ancak, döviz kurlarında olası bir tersine dönüşün, enflasyon ve enflasyonist beklentiler üzerinde önemli olumsuz etkileri olabileceği düşünülmektedir.

6. Enflasyon hedeflemesi sisteminin teknik alt yapısını oluşturan kısa vadeli tahmin modelleri ve yapısal modeller açısından, standart, uygun ve güncel istatistiki veri tabanının olması önemli koşullardan birisidir. Merkez Bankası, tahmin modelleri

geliştirme ve anketler aracılığıyla piyasa beklentilerini takip etme konusunda önemli aşamalar kaydetmiştir. Ancak, son yıllarda Devlet İstatistik Enstitüsü ve ilgili diğer kuruluşlar tarafından, fiyat endeksleri, üretim endeksleri, istihdam verileri, ödemeler dengesi istatistikleri ve bütçe istatistiklerinde yapılan değişiklikler zaman serisi analizlerinin sağlıklı bir şekilde yapılmasını engellemektedir. Özellikle, revize edilen istatistiklerin geçmişe götürülmemesi, serilerde devrevi hareketlerin belirlenmesine ve mevsimlik düzeltme yapılmasına imkan vermemektedir. Bu yılın sonlarında milli muhasebe verilerinin de revize edilecek olması, istatistiki veri sorununun önemini daha da artıracak ve tahmini zaten güç olan potansiyel üretim, üretim açığı ve parasal aktarım mekanizmaları gibi kavramların açıklanmasını daha da zorlaştıracaktır. Bu sorunlara ilave olarak, DİE'nin, özellikle yeni fiyat endekslerinde çok sık revize yapması (özel kapsamlı TÜFE göstergelerinin beş ay içinde iki kez revize edilmesi gibi), enflasyonun bile sağlıklı yorumlanmasını güçleştirmektedir.

7. Maliye ve para politikası uygulamalarını etkileyebilecek siyasi ve idari belirsizlikler, finansal piyasalarda güveni ve istikrarı olumsuz etkilemektedir. Nitekim, Brezilya'da Başkanlık seçimi nedeniyle ortaya çıkan maliye politikası belirsizliği ve Merkez Bankası yönetimi değişikliğine ilişkin haberler, 2002 yılı ikinci yarısında finansal piyasalardaki dalgalanmalara katkıda bulunmuş ve enflasyon ile enflasyonist beklentilerin hızla yükselmesine neden olmuştur. Bu nedenle, ülkemizde de seçim ve seçim sürecine ilişkin belirsizlikler, 2006 yılında başlayacak olan enflasyon hedeflemesi sistemi açısından bir risk oluşturabilecektir.

8. Yukarıda yapılan değerlendirmeler ve Brezilya deneyimi dikkate alındığında, resmi enflasyon hedeflemesine geçildiği dönemde, modellere dayalı yorumlarda ihtiyatlı olunması ve çok uzun vadeli enflasyon projeksiyonlarından kaçınılması gerektiğine inanılmaktadır. Bu çerçevede, para politikası raporlarında üçer aylık dönemler itibariyle bir yıllık dönem için band genişliği ile birlikte tahmin verilmesi (her para politikası raporunda projeksiyon dönemi bir yıla uzatılacaktır) ve uzun dönem enflasyon oranının belirtilmesinin yeterli olacağı düşünülmektedir. Örneğin, 2005 yılı sonunda, 2006 yılı enflasyon hedefi üçer aylık dönemler itibariyle belirli bir band genişliği ile birlikte (+/- 2 puan gibi) ilan edilebilir ve uzun dönem enflasyon hedefinin yüzde 4 olduğu belirtilebilir. 2006 yılı Mart ayında ise, yıllık enflasyon projeksiyonu Nisan 2006-Mart 2007 dönemini kapsayacak şekilde uzatılabilir (band genişliği +/- 2 puan ile birlikte) ve uzun dönem enflasyon hedefinin yüzde 4 olduğu tekrarlanabilir.

9. Her yıl, Haziran ayında "Bütçe Çağrısı" yapılırken, Para Politikası Kurulu ve ilgili Devlet Bakanlığı'nın, gelecek yıl için enflasyon hedefini, band genişliğini ve uzun dönem enflasyon hedefini kamuoyuna resmen açıklaması uygun olacaktır. Ayrıca, seçilen fiyat endeksi konusunda da, kamuoyuna detay bilgi verilmesinin yararlı olacağı düşünülmektedir.

KAYNAKLAR

1. IMF, "Brazil: Letter of Intends", www.imf.org.
2. IMF, "Brazil: Memorandum of Economic Policies", March 8, 1999, www.imf.org.
3. IMF, "Brazil: Selected Issues and Statistical Appendix", September 1999, IMF Staff Country Report No: 99/97, www.imf.org.
4. IMF, "Brazil: Selected Issues and Statistical Appendix", January 2001, IMF, www.imf.org.
5. IMF, "Press Releases", www.imf.org.
6. IMF, "Turkey: Letter of Intends and Staff Reports", www.imf.org.
7. Bevilacqua, Afonso, "Inflation Targeting and the Exchange Rate in Brazil", The Central Bank of Brazil, May 2005.
8. Blejer, Mario; M. Leone, Alfredo; Rabanal, Pau and Schwartz, Gerd "Inflation Targeting in the Context of IMF-Supported Adjustment Programs", IMF Working Paper, WP/01/31, March 2001.
9. Minella, Andre; Springer de Freatis, Paulo; Glodfajn, Ilan and Kfoury Muinhos, Marcelo "Inflation Targeting in Brazil: Constructing Credibility under Exchange Rate Volatility", Banco Central do Brasil, Working Paper No: 77, July 2003.
10. The Central Bank of Brazil, "The Effects of Recent Changes in Compulsory Reserve Rates on the Credit Markets", Monetary Policy Report, March 2003.
11. The Central Bank of Brazil, "Monetary Policy Reports", Çeşitli sayılar, www.bcb.gov.br.
12. TCMB, "Para Politikası Duyuruları", www.tcmb.gov.tr.
13. www.bcb.gov.br/?INTEREST.
14. www.fazenda.gov.br/ingles/orgaos/icmn.
15. www.bcb.gov.br/ingles/copom/a-hist.asp.
16. www.bcb.gov.br/?OPENLETTER.

EK TABLO VE GRAFİKLER :

Ek Tablo : 1 – BREZİLYA: Enflasyon, Aylık Ortalama Döviz Kuru ve Faiz Oranı

	IPCA (%)		Enflasyon Beklentisi (%)(*)	Döviz Kuru		SELIC (%)
	Aylık	Yıllık		Real/\$	Aylık % Değ,	
1999 - 1	0.7	1.6		1.502	24.6	31.2
2	1.1	2.2		1.914	27.4	39.0
3	1.1	3.0		1.897	-0.9	43.3
4	0.6	3.3		1.694	-10.7	36.1
5	0.5	3.1		1.684	-0.6	27.1
6	0.2	3.3		1.765	4.8	22.0
7	1.1	4.6		1.800	2.0	20.7
8	0.6	5.7		1.881	4.5	19.5
9	0.3	6.3		1.898	0.9	19.4
10	1.2	7.5		1.970	3.8	18.9
11	0.9	8.6		1.930	-2.0	19.0
12	0.6	8.9		1.843	-4.5	19.0
2000 - 1	0.6	8.9		1.804	-2.1	18.9
2	0.1	7.9		1.775	-1.6	18.9
3	0.2	6.9		1.742	-1.9	18.9
4	0.4	6.8		1.768	1.5	18.9
5	0.0	6.5		1.828	3.4	18.6
6	0.2	6.5		1.808	-1.1	18.5
7	1.6	7.1		1.798	-0.6	18.0
8	1.3	7.9		1.809	0.6	16.9
9	0.2	7.8		1.839	1.7	16.5
10	0.1	6.7		1.880	2.2	16.6
11	0.3	6.0		1.948	3.6	16.6
12	0.6	6.0		1.963	0.8	16.5
2001 - 1	0.6	5.9		1.955	-0.4	16.2
2	0.5	6.3		2.089	6.9	15.5
3	0.4	6.4		2.089	0.0	15.2
4	0.6	6.6		2.193	5.0	15.4
5	0.4	7.0		2.297	4.7	16.0
6	0.5	7.3		2.376	3.4	16.4
7	1.3	7.1		2.466	3.8	17.3
8	0.7	6.4		2.511	1.8	18.6
9	0.3	6.5		2.672	6.4	19.0
10	0.8	7.2		2.740	2.5	19.0
11	0.7	7.6	5.57	2.543	-7.2	19.0
12	0.6	7.7	4.84	2.363	-7.1	19.0

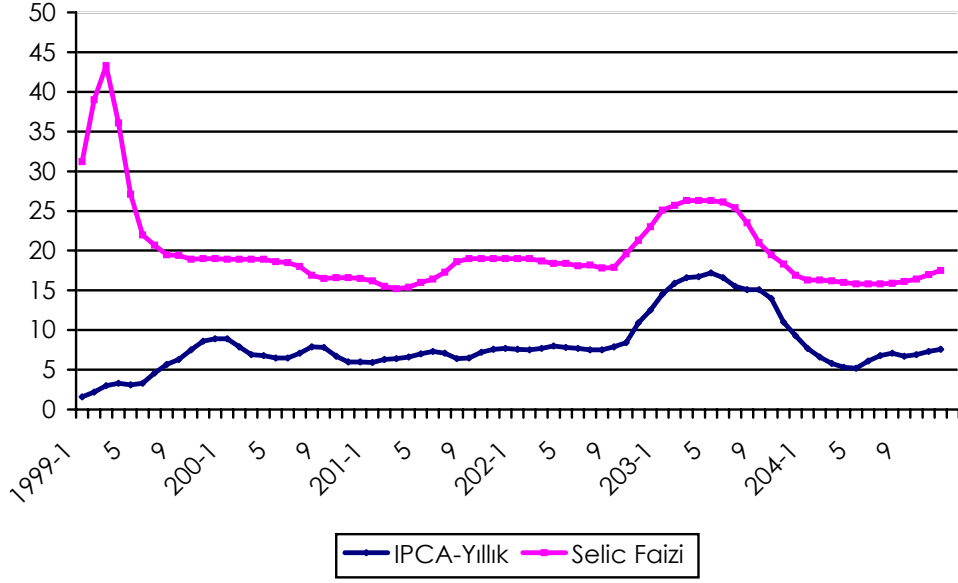
Ek Tablo : 1 – BREZİLYA: Enflasyon, Aylık Ortalama Döviz Kuru ve Faiz Oranı - Devamı

	IPCA (%)		Enflasyon Beklentisi (%)(*)	Döviz Kuru		SELIC (%)
	Aylık	Yıllık		Real/\$	Aylık % Değ.	
2002 - 1	0.5	7.6	4.76	2.378	0.6	19.0
2	0.4	7.5	4.70	2.420	1.8	19.0
3	0.6	7.7	4.94	2.347	-3.0	18.7
4	0.8	8.0	4.90	2.320	-1.2	18.4
5	0.2	7.8	4.37	2.480	6.9	18.4
6	0.4	7.7	4.57	2.714	9.4	18.1
7	1.2	7.5	5.08	2.935	8.1	18.2
8	0.7	7.5	5.40	3.110	6.0	17.8
9	0.7	7.9	6.28	3.342	7.5	17.9
10	1.3	8.4	8.94	3.806	13.9	19.6
11	3.0	10.9	12.47	3.576	-6.0	21.3
12	2.1	12.5	13.24	3.626	1.4	23.0
2003 - 1	2.3	14.5	11.72	3.438	-5.2	25.1
2	1.6	15.9	11.07	3.591	4.5	25.7
3	1.2	16.6	9.90	3.447	-4.0	26.3
4	0.9	16.7	9.18	3.118	-9.5	26.3
5	0.6	17.2	8.23	2.955	-5.2	26.3
6	-0.1	16.6	7.08	2.882	-2.5	26.1
7	0.2	15.5	6.39	2.879	-0.1	25.4
8	0.4	15.1	6.32	3.002	4.3	23.5
9	0.7	15.1	6.56	2.922	-2.7	21.0
10	0.3	14.0	6.15	2.861	-2.1	19.5
11	0.3	11.0	5.80	2.908	1.6	18.3
12	0.5	9.3	5.92	2.924	0.6	16.9
2004 - 1	0.8	7.7	6.01	2.851	-2.5	16.3
2	0.6	6.6	5.74	2.930	2.8	16.3
3	0.5	5.8	5.54	2.905	-0.9	16.2
4	0.4	5.3	5.60	2.905	0.0	16.0
5	0.5	5.2	5.98	3.100	6.7	15.8
6	0.7	6.1	6.33	3.128	0.9	15.8
7	0.9	6.8	6.36	3.036	-2.9	15.8
8	0.7	7.1	6.27	3.002	-1.1	15.9
9	0.3	6.7	6.24	2.890	-3.7	16.1
10	0.4	6.9	6.22	2.852	-1.3	16.4
11	0.7	7.3	6.30	2.785	-2.3	17.0
12	0.9	7.6	6.08	2.717	-2.4	17.5

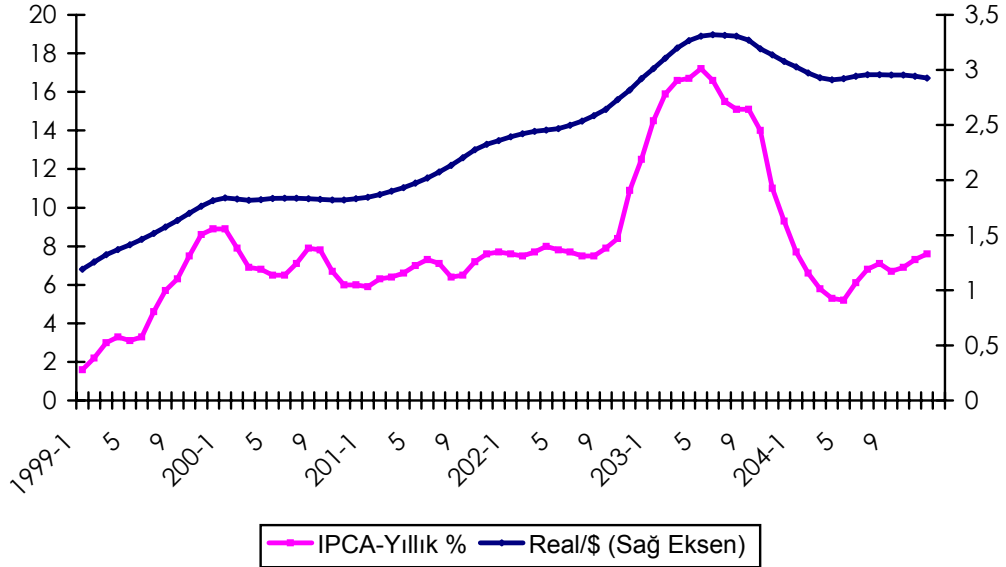
Kaynak : Brezilya Merkez Bankası.

(*) Ay sonunda gelecek 12 ay için IPCA beklentisi.

Ek Grafik: 1- Yıllık Tüketici Enflasyonu ve Aylık Ortalama Faiz (%)



Ek Grafik: 2- Yıllık Tüketici Enflasyonu ve Aylık Ortalama Kur



Ek Grafik: 3- Enflasyon Beklentisi (Gelecek 12 ay) (%)

