

Enflasyon Hedeflemesi Stratejisi ile Fiyat İstikrarının Sağlanması¹

Achieving Price Stability with Inflation Targeting Strategy

Bahar BURTAN DOĞAN²
Zeki AKBAKAY³

Geliş Tarihi: 21.09.2016 / Düzenleme Tarihi: 07.11.2016 / Kabul Tarihi: 11.11.2016

Özet

1970'lerde uygulanan aktivist para politikaları bir taraftan enflasyon oranını artırırken, diğer taraftan işsizlik oranlarını düşürmede başarısız olmuş ve sonuçta stagflasyon krizi yaşanmıştır. Bu durum teorik alanda Monetaristlerin ortaya koyduğu gibi, para politikasının uzun dönemde ancak fiyatlar üzerinde etkili olabileceğini pratikte de göstermiştir. Teorik ve pratik alanda yaşanan bu gelişmeler literatürde "para politikasının öncelikli amacı fiyat istikrarıdır" şeklinde bir fikir birliğini doğurmuştur. Böylece enflasyon oranının sorun olduğu bir ortamda ülkelerin çoğu fiyat istikrarını önceleyen para politikalarını uygulamaya başladılar. Bu amaçla uygulanan parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi başarılı olamamıştır. En son uygulanan politika ise ilk olarak 1990'da Yeni Zelanda tarafından kabul edilen enflasyon hedeflemesidir. Bu çalışmanın amacı enflasyon hedeflemesinin gerekçelerini ortaya koymaktır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Fiyat İstikrarı, Hedefleme Stratejileri, Enflasyon Hedeflemesi

Abstract

The activist monetary policies that were imposed in the 1970s increased inflation rate on one hand, and failed to reduce the unemployment rate on the other hand; consequently, the stagflation crisis was experienced. This situation, as the Monetarists put forward in theory, shows that, in practice, monetary policy may be effective on prices only in the long run. These developments that were experienced both in theory and practice led to the emergence of a consensus in literature that "the primary goal of monetary policy is price stability". Thus, in a situation that inflation was a serious problem, most of the countries began to impose monetary policies that gave priority to price stability. To that end, countries used monetary targeting and exchange rate targeting, but nevertheless, these strategies failed. The last policy to be imposed is inflation targeting that was adopted for the first time by New Zealand in 1990. The objective of this study is to put out the rational for inflation targeting.

Key Words: Monetary Policy, Price Stability, Targeting Strategies, Inflation Targeting

Giriş

1970'li yıllarda dünya ekonomisinde görülen stagflasyon krizi aynı zamanda para politikası uygulamaları için bir dönüm noktası olmuştur. Keynezyen⁴ iktisat yaklaşımının para politikasını kullanarak, enflasyon oranlarını artırması karşılığında işsizlik oranlarını düşürme çabası yaşanan stagflasyon ile birlikte başarısızlığa uğramıştır. Böylece para politikası kullanılarak neyin başarılı olup neyin başarısız olacağını tartışmaları hız kazanmıştır. Monetaristlere göre kısa dönemde enflasyon ile işsizlik arasında var olan değiş tokuş (tradeoff) ilişkisi uzun dönemde yoktur. Yani Phillips Eğrisi uzun dönemde diktir. Diğer bir ifadeyle genişlemeci bir para politikası uygulayarak artan fiyatlar karşılığında işsizlik oranları azaltılamaz. Öyleyse para politikası uzun dönemde reel değişkenleri değil, sadece fiyatları etkileyebilir. Pratik ve teorik alanda yaşanan bu gelişmelerin birbirini desteklemesi, *para politikasının öncelikli amacı fiyat istikrarı olmalıdır* argümanı etrafında bir ortak görüşün oluşmasına neden olmuştur.

¹ Bu çalışma Doç. Dr. Bahar Burtan Doğan danışmanlığında Zeki Akbakay tarafından hazırlanan ve 2016 yılında Dicle Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsünde kabul edilen "Dünyada ve Türkiye'de Enflasyon Hedeflemesi Politikaları ve Türkiye Uygulamasının Etkinliği" başlıklı doktora tezinden oluşturulmuştur.

² Yazışma Adresi: Doç. Dr., Dicle Üniversitesi İİBF, İktisat Bölümü, Diyarbakır, Türkiye. E-Posta: baharburtandogan@yahoo.com

³ Yazışma Adresi: Dr., Milli Eğitim Bakanlığı, Türkiye. E-Posta: zekiakbakay@gmail.com

⁴ Keynezyen İktisat; 1929 krizi ile birlikte Klasik İktisat yaklaşımının ileri sürdüğü argümanların inandırıcılığını yitirmesinden hareketle, hasılanın ve buna bağlı olarak istihdamın ancak toplam talebi artırmakla mümkün olabileceğini savunan bir iktisadi ekoldür. Keynezyen iktisatçılara göre toplam talebin artması için devlet kamu harcamalarını artırmalıdır. Ayrıca merkez bankası genişleyici bir para politikası uygulayarak istihdam düzeyini yükseltebilir.

Yaşanan bu gelişmeler karşısında, ülkeler fiyat istikrarını sağlamaya yönelik nominal çapaları esas alan yani kural odaklı yeni para politikası arayışlarına girdiler. Bu anlamda günümüze kadar fiyat istikrarını nihai hedef olarak belirleyen üç önemli hedefleme stratejisinin uygulandığı görülmektedir. Bunlardan birincisi parasal büyüklüklerin nominal çapa olarak kullanıldığı parasal hedefleme stratejisidir. Bazı gelişmiş ülkeler başta olmak üzere birçok ülke 1970'lerin ortalarına doğru parasal hedefleme stratejisini uygulamaya başladılar. Ne var ki, parasal büyüklükler ile amaç değişkenler arasındaki ilişkinin istikrarlı olmayışı, parasal hedeflemenin sorunlu bir strateji olmasına neden olmuş ve terk edilmiştir. Diğer bir hedefleme stratejisi ise döviz kurunun nominal çapa olarak kullanıldığı döviz kuru hedeflemesidir. Finansal krizlere neden olmasından dolayı döviz kuru hedeflemesi rejimini uygulayan ülkelerin birçoğu özellikle 1990'larda parasını dalgalanmaya bırakmıştır.

Hedefleme stratejilerinin en sonucusu ve en yenisi enflasyon hedeflemesidir. Parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi deneyimlerinin başarısızlıkla sonuçlanmasının ardından ülkeler fiyat istikrarını sağlamak amacıyla yeni bir para politikası olan enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başladılar. İlk kez 1989 yılında Yeni Zelanda tarafından kabul edilen enflasyon hedeflemesi başta gelişmiş ülkeler arasında, sonrasında ise gelişmekte olan ülkeler arasında hızla geniş bir alana yayıldı. Bu anlamda, enflasyon hedeflemesi bir anda ortaya atılan yeni bir fikrin ürünü değil, pratik deneyim ve teorik gelişmelerin sunucunda olgunlaşan bir stratejidir.

Enflasyon hedeflemesinin nihai amacı fiyat istikrarının gerçekleştirmek ve sürdürmektir. Fiyat istikrarı genel makro ekonomik istikrarın bir ön koşulu olarak kabul edilmesinden dolayı diğer hedefleme stratejilerinde olduğu enflasyon hedeflemesine geçişin de bir gerekçesi olarak kabul edilmelidir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin diğer bir gerekçesi ise döviz kuru ve parasal hedefleme stratejilerinin uygulamada başarısız olmasıdır. Enflasyon hedeflemesinin kabul edilmesi ve yaygınlık kazanmasındaki üçüncü bir gerekçe enflasyon hedeflemesinin sağlam bir nominal çapa sunmasının yanında şeffaflık, hesap verebilirlik ve esneklik gibi operasyonel özelliklere sahip olmasıdır. Çalışmada enflasyon hedeflemesinin gerekçelerini ortaya koyabilmek amacıyla öncelikle fiyat istikrarının yararları üzerinde durulduktan sonra döviz kuru ve parasal hedefleme stratejileri anlatılarak başarısız olmalarındaki etkenlere vurgu yapılacaktır. Daha sonra, yine aynı amaçla, enflasyon hedeflemesinin kuramsal ve operasyonel özellikleri üzerinde durulacak ve böylece sahip olduğu avantajlar ortaya konulacaktır.

1. Para Politikasının Nihai Hedefi Olarak Fiyat İstikrarı ve Gerekçeleri

Fiyat istikrarı, gerek literatürde ve gerekse merkez bankacıları arasında para politikasının öncelikli amacı olmasının gerekliliği konusunda geniş bir kabul görmektedir. Birçok merkez bankası fiyat istikrarını para politikasının birincil amacı olarak kabul etmekle birlikte, fiyat istikrarının tanımlanması hususunda bazı farklılıkların öne çıktığı görüldü de (Castelnuovo vd. 2003:9) 1990'larda Fed başkanı A. Greenspan'ın yaptığı tanımlama sıkça kullanılmaktadır. Buna göre fiyat istikrarı, "iktisadi ajanların tüketim, tasarruf ve yatırıma yönelik kararlarında fiyatlar genel düzeyindeki değişmeyi dikkate almadıkları durum" olarak ifade edilmektedir.

Bu tanımlamaya göre, ekonomik birimlerin karar alma sürecinde dikkate almadıkları enflasyon oranının ne olduğu konusu tam olarak açıklanmamıştır. Bunun temelinde ise *sıfır enflasyon- pozitif enflasyon* tartışması bulunmaktadır. Fiyat istikrarının hangi tanımlanmasının daha uygun olduğu tartışması devam ederken, pratikte fiyat istikrarı denince düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı anlaşılmaktadır. Yalnız, optimal enflasyon oranlarının ne olması gerektiği konusunda tam bir uzlaşma sağlanamamıştır. Bununla birlikte, %1-3 arasındaki bir enflasyonun fiyat istikrarı tanımlamalarına uygun olduğu düşünülmektedir.

Günümüzde fiyat istikrarının para politikasının öncelikli amacı olması konusundaki ortak görüşün temelinde 1970'lerden bu yana yaşanan teorik tartışmalar ve para politikasına yönelik uygulamalar bulunmaktadır. Uzun dönemde fiyat istikrarını para politikasının öncelikli amacı kılan temel dinamiklerin başında 1970'lerde uygulanan aktivist⁵ para politikalarının başarısızlığı gelmektedir. 1970'lere kadar temel amacı üretim ve işsizlik seviyesini tam istihdama yakın tutmak olan aktivist politikalar birçok politika yapıcı ve ekonomist tarafından destek bulmuştur. Aktivist politika taraftarları uzun dönemde enflasyon ile işsizlik arasında bir değiş-tokuş olduğuna inanmaktaydılar. Buna göre para otoritelerinin yüksek bir enflasyon karşılığında düşük bir işsizlik oranını devamlı bir şekilde sürdürmesi mümkündür. Ne var ki 1960 ve 1970'lerin aktivist para politikaları vaat etmiş oldukları yüksek makroekonomik performansı başaramadıkları gibi aynı zamanda yüksek bir ekonomik maliyeti olan stagflasyon problemi ile karşı karşıya kaldılar.

Aktivist para politikalarına karşı üç önemli argüman ileri sürülmektedir. Bunlar fiyat istikrarının öncelikli amaç olmasındaki teorik gerekçeleri oluşturmaktadırlar (Mishkin, 1997:9). İlk argümana göre para politikasının makroekonomik değişkenler üzerindeki etkileri gecikmeli olarak ortaya çıkmaktadır. Aktivist politikaların uygulanması durumunda, uzun ve değişken gecikmelerin varlığı ekonomide belirsizliklere yol açmaktadır. Bu yüzden Monetaristler aktivist politikaların ekonomi üzerinde sadece negatif etkilerinin olduğunu ileri sürerek, para arzının sabit bir oranda büyümesini gerektiren pasif politikaları savunurlar.

İkinci argüman ise uzun dönemde işsizlik ve enflasyon arasında değiş-tokuşun (trade-off) bulunmamasıdır. Bilindiği gibi Paul A. Samuelson ve Robert Solow'un geliştirdiği Phillips eğrisi analizinde enflasyon oranı ile işsizlik oranı arasında bir değiş-tokuş ilişkisi bulunmaktadır. Buna karşın Edmund Phelps (1967) ve Milton Friedman (1968) enflasyon beklentilerinin gerçekleşen enflasyona göre belirlendiğini ve böylece Phillips Eğrisi'nde kaymalar olacağını ileri sürmüşlerdir. Bu şartlar altında işsizlik oranını devamlı olarak doğal

⁵ Aktivist para politikası, işsizlik düzeyinin tam istihdam seviyesinin üstüne çıkması durumunda genişlemeci para politikaları kullanılarak işsizlik düzeyinin düşürülmesi çabası şeklinde tanımlanabilir.

düzeinin altında tutulamayacağı ve böyle bir girişimde bulunmanın sadece enflasyonu artıracığı kabul edilmiştir (Fischer, 1995:8). Bu yüzden Friedman'a göre uzun dönemde genişleyici bir para politikası sadece enflasyon oranlarını etkilemekte, üretim ve işsizlik kendi 'doğal' düzeylerine geri dönmektedir. Dolayısıyla Friedman'a göre 'uzun dönemde enflasyon ile işsizlik arasında bir değiş-tokuş olamaz'. Bu yüzden para politikası uzun dönemde öncelikli amacı fiyat istikrarı olmalıdır (Bernanke vd. 1999:14).

Aktivist politikalara karşı ileri sürülen bir başka arguman Kydland ve Prescott(1977) tarafından ortaya atılan ve sonrasında Calvo(1978), Barro ve Gordon(1983) tarafından geliştirilen para politikasının "zaman tutarsızlığı problemi" argümanıdır ((Mishkin, 1997:12). Zaman tutarsızlığı probleminin temelinde üretim ile enflasyon arasında var olan değiş-tokuş ilişkisi yatmaktadır. Buna göre, ekonomide var olan bazı nominal katılıklar, politikacıların kısa dönem Phillips eğrisinden faydalanmasını teşvik eder. Bu şekilde politika yapıcılar kısa dönemde istenilen çıktı düzeyine ulaşmaya çalışırken ekonomik ajanların yüksek enflasyon beklentileri, söz konusu politikalarda enflasyon sapmasına (inflation bias) yol açar ve uzun dönemde de reel hasıla artmamış olur (Freedman and Laxton, 2009:19).

Fiyat istikrarı amacının ön plana çıkmasındaki ikinci ve daha önemli nedeni yüksek ve değişken enflasyonun düşük ekonomik büyümeye sebep olduğuna dair güçlü ampirik kanıtların olmasıdır (Khan, 2003:4). Enflasyon-büyüme ilişkisini ele alan çalışmalarda, sadece yüksek enflasyonun değil, ılımlı bir enflasyonun bile ekonomik büyümeye zarar verdiği sonucuna varılmıştır. Enflasyonun vermiş olduğu bu zararlar uzun bir periyot göz önüne alındığında dramatik seviyelere ulaşmaktadır. Nitekim Barro, enflasyon oranında %10'luk bir artışın reel GSMH büyüme oranını yıllık %0.2-0.3 civarında düşürdüğünü, bu oranın küçük olmasının aldatıcı olduğunu belirterek 30-40 yıl içinde GSMH büyümesi üzerindeki etkisinin %4-7 civarında olacağını ifade etmektedir (Barro, 2013:107).

2. Alternatif Para Politikası Hedefleme Stratejileri

Fiyat istikrarının sağlanması için para politikasının nasıl yürütüleceği konusunda günümüze kadar çeşitli para politikası rejimleri uygulanmıştır. Para politikası hedefleme stratejileri olarak da nitelendirilen bu rejimler; döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme ve enflasyon hedeflemesi şeklinde uygulanmıştır.

Nihai hedefi fiyat istikrarı olan bu stratejilerin temeli kurallara yani nominal çapalara dayanmaktadır. Hedefleme stratejilerinde temel değişken enflasyon ve döviz kuru gibi nominal çapa olarak kullanılmaktadır. Nominal çapa ekonomik karar alma süreçlerinde referans olarak alınan büyüklükleri ifade eden değişkenlerdir. Merkez bankasının belli bir değişken için öngördüğü değer, ekonomik birimlerin davranışlarını şekillendirir.

2.1 Döviz Kuru Hedeflemesi

Bretton Woods sisteminin çökmesiyle birlikte döviz kuru rejimlerinde önemli değişimler yaşanmıştır. Öncelikle gelişmiş ülkeler sabit döviz kuru sistemini devam ettirmedeki çabalarını sona erdirerek dalgalı döviz kurunu kabul ettiler. Gelişmekte olan ülkeler ise 1982'de yaşanan borç krizinden sonra sabit döviz kurunu terk etmeye başlamışlardır. Ülkelerin çoğu dışsal finansmanda ani kesilmelerle (sudden cuts) karşı karşıya kalmışlardır. Daha fazla kredi sağlayabilmek amacıyla ülkeler devalüasyonlar dahil birçok düzenlemeye gitmişlerdir. Bu şartlar altında ülkelerin birçoğunda uzun süredir uygulanan sabit döviz kuru uygulamaları önemli ölçüde terk edilmiştir (Edwards, 1992:2-3).

Döviz kuru hedeflemesi, enflasyonu düşürmek ve enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla bir ülkenin ulusal parasının değerini, güçlü bir ülkenin parasına bağlayarak yürüttüğü parasal bir stratejidir. Döviz kurunun sabit bir değerde kalması veya önceden belirlenmiş bir oranda değiştirilmesine izin verilmesinden amaç, çapa olarak seçilen ülkenin politikalarından ve güvenilirliğinden yararlanmaktır (Quispe-Angoli, 2001:3).

2.1.1 Döviz Kuru Hedeflemesinin Avantajları

1. Geleceğe ilişkin belirsizliklerin azalması ve ticaret hacminin genişlemesi: Dalgalı kur rejiminin öngörülemeyen değişkenliği ekonomi üzerine bazı maliyetler yükleyebilir. Bu maliyetler uluslar arası ticaretin azalması ve yatırımların engellenmesi şeklinde kendisini gösterir (Obstfeld ve Rogoff, 1996:76). Bu bağlamda katı bir döviz kuru hedeflemesi ticarete açıklığı ve ekonomik entegrasyonu teşvik eder. Bu yüzden ticaret hacmini genişletme arayışı içinde olan ülkeler ticari ortakları ile aralarında sabit döviz kurlarının geçerliliğine oldukça önem verirler (Calvo ve Mishkin, 2003:110).

2. Disiplin ve kredibilitayı sağlaması. Bir ülkede yurt içinde para politikasının kredibilitası sağlanamıyorsa, bu ülke ulusal parasının değerini kredibilitası yüksek, daha güçlü bir ülke parasına sabit bir oranda bağlayarak bir anlamda o ülkeden kredibilitayı ithal etmiş olur. Döviz kuru hedeflemesi parasal ve mali disiplini sağlaması açısından da destek görmektedir. Gevşek mali politikaların uygulanması sabit döviz kuru sisteminin son bulmasına yol açabilir. Sabit döviz kurunun çökmesiyle oluşan politik bedeli ödemek istemeyen politika yapıcılar para ve maliye politikasında disiplini sağlamak zorundadırlar (Valesco, 2000:3).

3. Enflasyonu düşürmesi: Döviz kurunun nominal çapa olarak seçilmesi uluslar arası ticareti yapılan malların fiyatlarını sabitleştirmek suretiyle enflasyonun kontrol altında tutulmasına doğrudan bir katkı yapmaktadır. Diğer taraftan enflasyon beklentileri çapa ülkenin enflasyon oranlarına bağlanır ve sonuç olarak düşük enflasyon beklentileri enflasyon oranını kısa bir süre içinde düşük enflasyonlu çapa ülkenin enflasyon oranına yaklaştırır (Mishkin, 2007:445-446).

2.1.2 Döviz Kuru Hedeflemesinin Dezavantajları

1. Para politikasının bağımsızlığını yitirmesi: Döviz kuru hedeflemesine yöneltilen en önemli eleştiri, sabitlemeyi yapan ülkede para politikasının bağımsızlığını kaybetmesidir. Döviz kuru hedeflemesi yapan ülkenin faiz oranları, çapa ülkenin faiz oranları ile yakın bir ilişki içindedir ve benzer şekilde para arzı çapa ülkedeki parasal büyüme tarafından sınırlanmaktadır. Bu yüzden parasını çapa bir ülkenin parasına bağlayan ülke, çapa ülkeyi vuran şoklardan bağımsız olarak gerçekleşen yurt içi şoklara karşı para politikasını kullanabilme kabiliyetini kaybeder (Mishkin, 1997:18).
2. Çapa ülkeden aktarılan şoklar: Döviz kuru hedeflemesine karşı yöneltilen önemli eleştirilerden biri de çapa ülkede gerçekleşen şokların sabitlemeyi yapan ülkeye, negatif sonuçları ile birlikte, kolayca aktarılabilmesidir. Örneğin 1994'te ABD'de faiz oranlarının %3'ten %6'ya çıkması Meksika ekonomisine anında aktarılmış ve faiz oranları %10'dan %20'ye çıkmıştır. Faiz oranlarındaki bu artış 1994'te Meksika'da başlayan finansal krizin temel nedenlerinden biri olmuştur (Mishkin, 2007:448).
3. Spekülatif ataklara açık olma: Bir kriz sırasında mevduat sahipleri ticaret bankalarındaki ulusal para cinsinden olan mevduatlarını çekerek merkez bankasından döviz satın alırken, aynı zamanda merkez bankası da bankaları desteklemek amacıyla ulusal para basmaya devam eder. Sabit döviz kuru rejiminde art arda gerçekleşen bu eylemler merkez bankasının döviz stokunu tüketmek suretiyle kendi kendini besleyen bir paniğin oluşmasına neden olur. Oysa esnek döviz kuru şartları altında merkez bankası spekülatif ataklara karşı koymak için kasasındaki döviz rezervlerinin tümünü satmak gibi bir sorumluluğu yoktur (Chang ve Valesco, 2000:72-73).
4. Finansal krizlere yatkın olması: Gelişmekte olan ülkelerde ulusal paranın değerindeki keskin düşüş döviz cinsinden borçlananları borçlarını geri ödeyememe riskiyle karşı karşıya bırakır. Çünkü bu ülkelerde ekonomik ajanların geliri ulusal para cinsindeyken, borçlanmaları döviz karşılığında olmaktadır. Borçların dolarizasyonu (liability dollarization) olarak ifade edilen bu durumda ulusal paranın değerinde bir düşüş aynı zamanda ekonomik ajanların net değerinde de düşüşlere neden olur. Bunun sonucunda ise banka iflasları, borç ödeyememe, kredilerde düşüşler ve ekonomik daralma yaşanır (Calvo ve Mishkin, 2003:105).

2.2 Parasal Hedefleme

Parasal hedefleme, enflasyonist beklentileri kontrol altına almak amacıyla, belirli bir parasal büyüklüğe ilişkin artış oranının hedef olarak belirlenmesidir. Parasal hedefleme stratejisinin tercih edilmesi, para arzı değişkeninin yetkili para otoritelerince kısa süre içerisinde yönlendirilebileceği gerekçesine dayanmaktadır (Erdoğan, 2005:39).

1960'ların başında Keynesyen ekonomistler, tam istihdamı gerçekleştirmek için aktivist para ve maliye politikalarını yoğun bir şekilde kullandılar. Başta Friedman olmak üzere aktivist politikalara karşı tepki gösteren Monetaristlere göre uzun dönemde Phillips eğrisi diktir ve işsizliği doğal seviyesinin altına indirme girişimleri sadece enflasyonu yükseltir. Bu anlamda para politikası sadece enflasyonu kontrol altına almaya yönelik olarak kullanılmalıdır. Enflasyonu kontrol edebilmek için en etkin strateji ise Keynesyenlerin kullandığı faiz oranları değil, para arzında sabit bir büyüme kuralının takip edilmesidir (Mishkin, 2006:2-3). Döviz kuru hedeflemesi ile karşılaştırıldığında parasal hedeflemenin en önemli avantajı, parasal otoriteye diğer ülkelerden bağımsız bir enflasyon hedefi seçme olanağı sağlamasıdır. Diğer taraftan, parasal hedefleme stratejisinde para ile ilgili verilerin diğer verilere göre daha kısa bir sürede elde edilmesi, enflasyondan önce nominal para arzının doğrudan kontrol edilebilmesine imkan verir. Para arzı üzerindeki sıkı bir kontrol aynı zamanda borç monetizasyonu ile bağdaşmadığı için maliye politikasını disipline edici bir etkisinin olduğuna inanılmaktadır (Batini vd. 2005:164).

Parasal hedefleme stratejisinin belirtilen avantajları iki önemli koşula bağlı olarak ortaya çıkmaktadır (Mishkin, 1998:12-13). Birinci ve görece olarak daha önemli olan koşul, amaç değişken (enflasyon veya nominal gelir) ile hedeflenen parasal büyüklük arasında güçlü ve güvenilir bir ilişkinin var olması zorunludur. Eğer dolanım hızı istikrarsız ise, hedeflenen parasal büyüklük ile amaç değişkenler arasındaki ilişki zayıflayacağından parasal hedefleme stratejisi çalışmayacaktır. Sinyal değerini kaybeden parasal büyüklükler aynı zamanda hesap verebilirliğe dair nominal çapa olma özelliğini de yitirecektir. İkinci koşul ise hedeflenen parasal büyüklüğün merkez bankası tarafından kontrol edilebilmesi ile ilgilidir. Dar tanımlı parasal büyüklükler merkez bankası tarafından daha kolay kontrol edilmesine rağmen, aynı şey geniş tanımlı (M2, M3 gibi) parasal büyüklükler için geçerli değildir.

Gelecek enflasyon oranları sadece parasal büyüme oranıyla öngörülebilir olsaydı, parasal hedefleme enflasyon hedefinin başarılmasında optimal bir yol olabilirdi. Daha açıkçası, parasal büyümenin ideal bir ara hedef olarak kullanılabilmesi için para politikası araçlarının sadece para üzerinde yaptığı etkinin sonucuna bağlı olarak gelecek fiyat seviyesini etkilemesi gerekir. Ne var ki, para politikası aktarım mekanizması ile ilgili baskın görüş parasal büyüklüklerin önemli bir role sahip olmadığı şeklindedir. Bu nedenle parasal hedeflemenin genellikle ideal bir ara hedef olarak görülmediği vurgulanmaktadır (Svensson, 1998:22-23). Sonuç olarak enflasyon hedeflemesinin uygulanmasındaki gerekçelerin başında fiyat istikrarının genel olarak makro ekonomik istikrar için önemli bir unsur olduğunun anlaşılmış olması gelmektedir. Enflasyon hedeflemesi stratejisinin bir diğer gerekçesi ise fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak kullanılan döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme stratejilerinin başarısız olması ve böylece başvurulacak alternatif bir stratejinin olmamasıdır. Enflasyon hedeflemesinin kullanılması ve yaygınlık kazanmasının üçüncü bir gerekçesi ise bu stratejinin enflasyonun kendisini hedeflemek suretiyle sağlam bir nominal çapa sunmasının yanında şoklar karşısındaki esnekliği, yüksek standartlı şeffaflık ve hesap verebilirlik gibi operasyonel özelliklere sahip olmasıdır. Şimdi enflasyon hedeflemesinin üçüncü gerekçesini daha iyi anlayabilmek için stratejinin kuramsal ve operasyonel yönlerini incelemeliyiz.

3. Enflasyon Hedeflemesi

Fiyat istikrarı amacının gerçekleştirilmesi için birçok ülkede para politikası uzun bir süre parasal büyüklükler ve döviz kuru gibi ara hedefler kullanılarak yürütülmüştür. Ne var ki finansal yeniliklerin parasal büyüklükler ile enflasyon ve nominal gelir arasındaki ilişkilerin öngörülebilirliğini azaltması, parasal hedefleme stratejisinden kopuşları hızlandırmıştır. Diğer taraftan döviz kuru hedeflemesinin özellikle finansal yapısı zayıf ekonomilerde finansal krizlere neden olması üzerine birçok ülke döviz kurlarını dalgalanmaya bırakarak bu stratejiden vazgeçmişlerdir. Döviz kuru ve parasal hedefleme stratejilerinden istenilen sonucu elde edilememesi üzerine başta Yeni Zelanda olmak üzere bazı gelişmiş ülkeler 1990'ların başında para politikasının yürütülmesinde yeni bir strateji olarak enflasyon hedeflemesini kabul ettiler. Sonrasında özellikle Latin Amerika ve Avrupa'da gelişmekte olan bazı ülkeler gelişmiş ülke deneyimlerinden de faydalanarak enflasyon hedeflemesine geçiş yaptılar. Bu anlamda enflasyon hedeflemesi, literatürdeki gelişmelerin ve pratik deneyimler sonucunda olgunlaşan bir para politikası stratejisi olarak kabul edilmektedir.

Günümüzde enflasyon hedeflemesi dünyanın her kıtasında uygulanan küresel bir para politikası stratejisi konumundadır. Avrupa Parasal Birliği'ne katılan ülkeler haricinde, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinin aksine enflasyon hedeflemesini kabul eden ülkelere hiç biri enflasyon hedefindeki sapmalar karşısında bu stratejiyi uygulamaktan vazgeçmemiştir. (Roger and Stone, 2005:4).

3.1 Kuramsal Çerçeve

3.1.1 Enflasyon Hedeflemesinin Tanımlanması

Günümüzde fiyat istikrarının birçok merkez bankası tarafından öncelikli amaç olarak belirlenmiş olması ve bunlardan bazılarının enflasyon hedefleyicisi olarak adlandırılmaması, sadece fiyat istikrarı kriteri göz önünde bulundurarak bir enflasyon hedeflemesi tanımını yapmanın yeterli olamayacağını göstermektedir. Bunun en iyi örneği Avrupa Merkez Bankası (ECB)'dir. Avrupa Merkez Bankası (ECB) fiyat istikrarını para politikasının öncelikli amacı olarak belirlemesine rağmen, enflasyon hedefleyicisi olarak kabul edilmemektedir. Bu yüzden yapılacak bir tanımlamada enflasyon hedeflemesinin ayırt edici özelliklerinin ortaya konulması gerekir.

Literatürde enflasyon hedeflemesinin en genel tanımlaması Bernanke vd. (1999) tarafından yapılmaktadır. Buna göre enflasyon hedeflemesi, enflasyon oranı için yıllık ya da daha fazla bir zaman ufkunu içeren resmi bir sayısal hedefin (ya da hedef aralığının) kamuoyuna ilan edildiği ve fiyat istikrarının açık bir şekilde para politikasının nihai ve öncelikli amacı olarak kabul edildiği bir para politikası çerçevesidir. Enflasyon hedeflemesinin diğer karakteristikleri arasında para otoritelerinin para politikasının yönü ve geleceğine ilişkin planları ve amaçları ile ilgili olarak kamuoyu ile güçlü bir iletişim prosedürü ve şeffaflığa dayalı politika süreçleri oluşturmaları yanında söz konusu amaçlara ulaşmak için merkez bankasının hesap verebilirliğini sağlayıcı mekanizmaların bulunması yer almaktadır (Bernanke vd. 1999:4).

Yukarıdaki tanım çerçevesinde bakıldığında enflasyon hedeflemesinin şu temel özelliklerinin öne çıktığı görülmektedir:

- Belli bir zaman ufkunun varlığı
- Rakamsal bir hedefin kamuoyuna ilan edilmesi
- Fiyat istikrarının para politikasının nihai ve öncelikli amacı olması
- Para politikası uygulamalarının şeffaflık içinde yürütülmesi
- Merkez bankasının hesap verebilir olması
- Enflasyon hedeflemesinin bir para politikası çerçevesi olması

Yukarıdaki açıklamalar çerçevesinde, enflasyon hedeflemesi yeni bir para politikası rejimi veya formel bir kural olmaktan çok farklı para politikası rejimlerinin en iyi özelliklerini de içinde barındıran genel bir para politikası çerçevesi olarak ifade edilebilir. Temel karakteristiği merkez bankasının bir sayısal enflasyon hedefi ilan etmek suretiyle, bir anlamda bu hedefe ulaşmada kendini yükümlü kıldığı enflasyon hedeflemesi ileriye dönük bir para politikası rejimidir. Esnek bir politika çerçevesi olarak enflasyon hedeflemesi reel ekonomideki kısa dönemli hareketlenmeleri hesaba katarak uygulandığından dolayı katı para politikası kuralı ve saf ihtiyari para politikasının temel avantajlarını da içermektedir. Bu yüzden, bir enflasyon hedefinin varlığı bir sınırlılığı veya kuralı empoze ederken, yorumlanması ve uygulamasının esneklik sunduğu enflasyon hedeflemesini Bernanke vd. 'sınırlandırılmış ihtiyarilik' olarak tarif etmektedirler (Bernanke ve Mishkin, 1997:104). Kısa dönemli şoklar ile karşılaşıldığında, sınırlı ihtiyarilik yaklaşımı çerçevesinde davranan merkez bankası üretim ve istihdam istikrarı ile ilgili kararları vermekte serbesttir. Bu yüzden enflasyon hedeflemesini klasik Friedmancı anlamda bir para politikası kuralı şeklinde yorumlamak doğru değildir (Bernanke, 2003:2-3).

3.1.2 Merkez Bankasının Kayıp Fonksiyonu ve Katı-Esnek Enflasyon Hedeflemesi Ayırımı

Merkez bankasının sadece enflasyon oranlarına odaklandığı ve reel değişkenleri göz ardı ettiği strateji katı enflasyon hedeflemesi, enflasyon yanında reel değişkenlere de belli bir ağırlığın verildiği stratejiye ise esnek enflasyon hedeflemesi denilmektedir. Esnek enflasyon hedeflemesi şartlarında merkez bankasının amaçları ikinci dereceden bir kayıp fonksiyonu çerçevesinde incelenmektedir. Merkez bankasının kayıp fonksiyonu, Svensson tarafından geliştirilen ve enflasyon tahminlerinin merkezi bir rol oynadığı enflasyon hedeflemesi teorisinde toplam arz ve toplam talep eğrileri ile birlikte incelenmektedir. Modelde nominal faiz oranları üretimi bir yıllık gecikme ile etkilemekte, üretim ise enflasyonu bir yıllık gecikme ile etkilemektedir. Dolayısıyla

nominal faiz ile enflasyon arasında iki yıllık bir kontrol gecikmesi (control lag) söz konusudur (Svensson, 1996:4).

Merkez bankasının enflasyon(π^*) dışında başka bir amacının olmadığı katı enflasyon hedeflemesinde kayıp fonksiyonu şu şekilde ifade edilebilir (Svensson, 1996:5):

$$L = \frac{(\pi_t - \pi^*)^2}{2} \quad (1)$$

Üretim amacının da dahil edildiği esnek enflasyon hedeflemesi uygulamasında merkez bankası uzun dönem enflasyon hedefini π^* olarak belirlemekte ama para politikası uzun dönemde üretimi etkileyemediği için merkez bankasının uzun dönem üretim hedefi söz konusu olamaz. Kısa dönemde para politikasının amacı uzun dönem enflasyon hedefi ve doğal üretim (hasıla) etrafında hem enflasyonun hem de üretimin istikrarını sağlamaktır. Esnek enflasyon hedefleyici bir merkez bankasının kayıp fonksiyonu şu şekilde ifade edilmektedir (Svensson, 1996:20).

$$L = \frac{(\pi_t - \pi^*)^2}{2} + \frac{\lambda y^2}{2} \quad (2)$$

Burada; π_t dönemdeki enflasyonu, π^* enflasyon hedefini veya hedef aralığının orta noktasını, y değişkeni t dönemindeki üretim açığını ve λ ise merkez bankasının kayıp fonksiyonunda üretim istikrarına verilen ağırlığı göstermektedir. Katı enflasyon hedeflemesi olarak ifade edilen $\lambda = 0$ durumunda para politikasının tek amacı olarak sadece enflasyon kayıp fonksiyonunda yer almaktadır. Oysa $\lambda > 0$ olması durumunda üretim açığı da kayıp fonksiyonuna dahil edilmekte ve böylece reel ekonominin de istikrarına dikkat edilmektedir.

Merkez bankasının üretim ve fiyat istikrarına vereceği ağırlığın derecesi fiyat istikrarının sağlanıp sağlanmadığına bağlı olarak değişir. Enflasyon bir defa kontrol altına alındıktan sonra merkez bankası politika enstrümanlarını reel ekonomiye eskisinden daha çok ağırlık verecek şekilde seçer (Cukierman, 2006:19-20).

3.1.3 Açık Ekonomi Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesinin standart teorik analizi kapalı ekonomi modeli temelinde yapılmaktadır. Svensson (1998) ve Ball (1998) analize döviz kuru kanalını da katarak standart kapalı ekonomi enflasyon modelini açık enflasyon modeline genişletmişlerdir. Kapalı bir ekonomiden farklı olarak açık bir ekonomide merkez bankası döviz kurunun reel ekonomi ve enflasyon üzerindeki etkilerini hesaba katmak zorundadır. Bu anlamda açıklık modelin temel parametrelerini etkileyen önemli bir faktördür. Zira merkez bankasının enflasyonist bir baskıya karşı faiz oranlarını ne kadar agresif bir şekilde kullanacağı açıklık derecesine bağlıdır (Clarida vd. 2001:1). Açık ekonomi enflasyon hedeflemesi çalışmalarında iki konunun öne çıktığı görülmektedir (Agenor, 2002:95-96). Birincisi, döviz kuru kanalının üretim istikrarı için önemli olup olmadığı ile ilgilidir. Bu bağlamda merkez bankası TÜFE hedeflemesi yaparsa Svensson modeli çerçevesinde açık bir ekonomide enflasyon hedeflemesi üretimde istikrarsızlığa yol açar. Bunun temel nedeni, nominal döviz kurundaki değişmelerin dış ticareti yapılan mallar üzerinden enflasyonu etkiliyor olmasıdır. Aktarım kanalı çok hızlı bir şekilde işlediği için döviz kurundaki büyük hareketlenmeler faiz oranlarında önemli değişimlere yol açmak suretiyle üretimde aşırı dalgalanmaların oluşmasına neden olabilir. Dövizdeki hareketlenmeler karşısında dış ticareti yapılan malları üreten ve üretmeyen sektörlerin kısa dönemde farklı tepkiler verebildiği göz önüne alındığında, eğer merkez bankası amaç fonksiyonunda sektörel üretimdeki dalgalanmalara farklı ağırlıklar verirse toplam üretim üzerindeki istikrarsızlaştırıcı etki yumuşatılabilir.

İkinci konu ise enflasyon hedeflemesinin sadece dış ticareti yapılmayan mallar (yurt içi enflasyon) esas alınarak yapılmasının TÜFE'ye göre daha uygun olup olmadığıdır. Merkez bankası yurt içi enflasyona göre hedefleme yaparsa kayıp fonksiyonu şu şekilde yazılabilir:

$$L = \frac{(\pi_t^N - \pi^{*N})^2}{2} + \frac{\lambda y^2}{2} \quad (3)$$

Burada; π_t^N dış ticarete konu olmayan mal ve hizmetlerin enflasyon oranını, π^{*N} ise beklenen enflasyon oranını göstermektedir. Kısa dönemde sermaye çıkışlarının yaşanması nominal döviz kurunun değer kaybetmesine yol açacaktır. Kurdaki değer kaybının kısa bir süre içindeki ilk etkisi, ithal malları fiyatlarının artması şeklinde olacaktır. Diğer taraftan dış ticarete konu olmayan malları üreten sektörler eğer üretim süreçlerinde ithal ara malları girdilerini kullanıyorlarsa bu sektörlerde de enflasyonist baskılar yaşanacak ve fiyatlar artacaktır.

3.2 Enflasyon Hedeflemesinin Ön Koşulları

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanabilmesi ve başarılı olabilmesi için ekonomide bazı ön koşulların sağlanması gerekmektedir. Literatürde enflasyon hedeflemesinin başlangıç veya ön koşulları genel olarak; merkez bankasının bağımsızlığı, şeffaflık ve hesap verebilirlik, enflasyon hedefinin önceliği, mali baskınlığın olmayışı ve finansal derinlik olarak kabuk edilmektedir.

3.2.1 Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Merkez bankası bağımsızlığının neden önemli olduğunu Frazer (1994) enflasyonist baskının iki önemli kaynağına bağlamaktadır. Birincisi enflasyon sapmasına neden olan zaman tutarsızlığı problemi, ikincisi ise hükümetin bütçe açıklarını merkez bankasından borçlanmak suretiyle finanse ettiği mali baskınlık ortamıdır. Merkez bankası bütçe açıklarını finanse ettiği müddetçe fiyat istikrarı merkez bankasından ziyade mali otoritelerin kontrolüne geçmiş olur. Enflasyonist baskılara karşı ancak bağımsız bir merkez bankası durabilir (Frazer, 1994:2-3).

Merkez bankasının bağımsızlığı; amaç bağımsızlığı, araç bağımsızlığı ve hedef bağımsızlığı açısından değerlendirilmektedir. Amaç bağımsızlığı merkez bankasının nihai hedefleri politik bir baskıya maruz kalmaksızın belirleyebilmesidir. Enflasyon hedeflemesi rejimini uygulayan merkez bankalarından çoğu amaç

bağımsızlığına sahip değildir. Diğer bir ifade ile para politikasının amaçlarını belirleyen temel mercii merkez bankası değil hükümettir. Demokrasiye temel teşkil eden bir ilke olarak politika yapımcıların hesap verebilir olması açık bir şekilde para politikası amaçlarının seçilmiş bir hükümet tarafından belirlenmesi gerektiğini önermektedir. Yani merkez bankası amaç bağımsız olamaz. Bu yaklaşımın doğal bir sonucu fiyat istikrarına yönelik kurumsal taahhüdün hükümet tarafından açık bir şekilde yapılması ve fiyat istikrarının takip edilmesinde merkez bankasının yasal yükümlülüğünün olmasıdır. Merkez bankasının amaç bağımlı (goal dependent) olması maliye politikasının para politikasına uyumunu sağlamak suretiyle zaman tutarsızlığı probleminin gerçekleşme ihtimalini azalttığı için de önemlidir (Mishkin, 2000:5-6).

Merkez bankası bağımsızlığının ikinci boyutunu araç bağımsızlığı oluşturmaktadır. Araç bağımsızlığı merkez bankasının kendi amaçlarını gerçekleştirirken kullanabileceği araçları dışsal bir baskıya maruz kalmadan serbestçe seçebilmesi şeklinde ifade edilmektedir. Para politikasının etkileri gecikmeli olarak ortaya çıktığı için politika yapımcılar karar verirken uzun dönemli bir perspektife sahip olmaları gerekir. Merkez Bankasının bağımsız kabul edildiği bir rejimde politika yapımcıların böyle bir perspektife sahip olmaları kaçınılmazdır. Böylece araç bağımsızlığı merkez bankasının politik süreçlerin bir özelliği olan miyopik davranışlardan alıkoyarak ileriye dönük yaklaşımlar içinde olmasına da katkı sağlar.

Merkez bankasının politika enstrümanlarını belirlemede yeteri kadar bağımsız davranabilmesi güvenilir ve etkin bir enflasyon hedeflemesi için oldukça önemlidir. Enflasyon amacının takip edilmesi konusunda merkez bankasına verilen sorumluluk aynı zamanda bu amaca ulaşmak için kendi politika enstrümanlarını belirleme yetkisinin de verilmesini gerektirir. Merkez bankasına para politikası enstrümanlarını belirleme yetkisinin verilmesi, kısa dönemde enflasyon ve istihdam arasındaki değiş-tokuş ilişkisinden yararlanmayı amaç edinen politik baskıyı elimine eder.

Merkez bankası bağımsızlığının diğer bir boyutu hedef bağımsızlığıdır. Hedef bağımsızlığı, merkez bankasının seçilmiş olan temel amacı doğrultusunda rakamsal hedefini kendisinin belirleyebilmesidir. Uygulamada enflasyon hedeflerinin rakamsal olarak belirlenmesi merkez bankası veya merkez bankası ile hükümetin ortak kararıyla belirlenebilmektedir. Kamuoyu tarafından daha iyi anlaşılması açısından hedeflerin belirlenmesinde alınan kararlar maksimum ortaklığı yansıtmalıdır. Hedefin belirlenmesinde hükümet kararlarının da olması mali otoritelerin planlarında ve alacağı kararlarda enflasyon hedefini ciddi bir şekilde hesaba katmalarını gerektiren önemli bir faktördür. Merkez bankasının hükümetin açık desteğini olması para politikasının güvenilirliği açısından oldukça önemlidir (Heenan vd. 2006:7-9).

3.2.2 Şeffaflık ve Hesap Verebilirlik

1990'lardan önce merkez bankaları genellikle kapalı kurumlar olarak varlıklarını sürdürmüşlerdir. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi ile birlikte merkez bankaları şeffaflığın başarılı bir para politikası için gerekli olduğunu kabul etmişlerdir (Mishkin, 2004:1-2). Giderek artan şeffaflık trendi merkez bankalarının uzun süredir ortaya koydukları pratiklerinin bir yansımasıdır. Bu bağlamda Dincer ve Eichengreen merkez bankası şeffaflığındaki artışın birbiriyle bağlantılı bazı konuların irdelenmesi ile daha iyi anlaşılabilirliğini belirtmektedirler. Öncelikle 1989'da Yeni Zelanda'da uygulamaya konulan enflasyon hedeflemesi rejimi ile birlikte merkez bankasının şeffaflığı bir gereklilik olarak kabul edilmiştir. İkinci olarak şeffaflık merkez bankası bağımsızlık alanı içerisinde hesap verebilirliğin temel bir unsuru olarak görülmektedir. Şeffaflık, merkez bankasının eylemleri ile amaçları arasında uyumun olup olmadığının değerlendirmesine imkan veren bir mekanizma görevi üstlenmektedir. Üçüncüsü merkez bankasının şeffaflığı arttıkça para politikası kararlarında bir sürprizin yaşanması olasılığı azalacaktır. Dördüncü olarak şeffaflık merkez bankasının kredibilitelerini arttırmanın bir aracı olarak görülmektedir. Merkez bankasının düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını sağlamaya yönelik bir taahhüt ile kendini yükümlü kılması, güvenin temel kaynağını oluşturmaktadır. Güven verici bir taahhüt, beklenmeyen durumlar karşısında merkez bankasına belirlenen hedeflerden daha rahat bir şekilde sapabilme imkanı verebilir, çünkü kamu oyu söz konusu sapmaların geçici olduğunu ve uzun dönem para politikası hedefleri ile bir uyumsuzluğun olmayacağına inanmaktadır. Dolayısıyla şeffaflık sadece kredibiliteleri değil, aynı zamanda esnekliği de artırır (Dincer ve Eichengreen, 2013:1-3).

Şeffaflık şu uygulamaları içermektedir (Khan, 2003:11).

1. Enflasyon hedeflerinin açık bir şekilde ilan edilmesi
2. Kamuoyunun para politikasına dair yeterli bir bilgiye ulaşabilmeleri
3. Para politikası uygulamalarındaki değişimlerin kamuoyuna ilan edilmesi
4. Olası hedef sapmaları, sapmanın nedenleri ve enflasyonu hedefe geri getirebilecek politika önlemlerinin açıklanması

Esasen merkez bankasının bağımsızlığı ile şeffaflık ve hesap verebilirlik birbiri ile yakın bir ilişki içerisinde olduklarıdır. Demokratik toplumlarda merkez bankası bağımsızlığının hesap verebilirlik ile desteklenmesi gerekmektedir. Bununla birlikte daha fazla şeffaflık, hesap verebilirliğin sağlanabilmesi için önemli bir araç olarak görülmektedir (Walsh, 2007:277). Merkez bankalarının hesap verebilir durumda oldukları kesimler; kamuoyu, hükümet ve yasal organları kapsamaktadır. Tipik olarak merkez bankasının performansı gerçekleşen enflasyonun hedef oranından sapmalar temelinde değerlendirilmektedir. İlgili kesimlerin (kamuoyu, hükümet, yasal organ) enflasyon hedefine bağlılığı açısından merkez bankasını hesap verebilir konumda tutmaları için merkez bankası operasyonlarında ve ne yapmak istediği konusunda şeffaf olmak zorundadır (Roger ve Stone, 2005:14). Bu anlamda, merkez bankasının amaçları ne kadar açık olursa, şeffaflık ve hesap verebilirlik düzeyi o derece artacak ve böylece merkez bankasının bağımsızlığı da dengelenmiş olacaktır.

3.2.3 Enflasyon Hedefinin Önceliği

Para politikasının öncelikli amacının enflasyon hedefi olması enflasyon hedeflemesinin en temel özelliğidir. Merkez bankasının tek bir amacının veya en azından açık bir şekilde tanımlanmış öncelikli bir amacının olması merkez bankası bağımsızlığı ve hesap verebilirliği için açık bir dayanak teşkil etmektedir. Tersine çoklu amaçlar merkez bankasının etkinliğini ve hesap verebilirlik derecesini azalttığı gibi ekonomik politikalar arasındaki koordinasyonu da daha karmaşık hale sokar.

Düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranını para politikasının temel amacı olarak kabul etmek, prensip olarak, para otoritelerinin enflasyon hedefi dışında döviz kurları gibi nominal değişkenlere ilişkin katı bir taahhütte bulunmamasını gerektirir. Bununla birlikte esnek döviz kurunu resmi olarak seçmiş gelişmekte olan ülkelerin birçoğunda parasal otoriteler, fiili olarak bir hedef patikası kabul etmek suretiyle, ulusal paranın değerinin korunmasına yönelik çabalarını sürdürmektedirler. Yalnız, döviz kurundaki dalgalanmaların sınırlandırılması para politikasının örtük bir hedefi olarak kabul edildiğinde merkez bankalarının fiyat istikrarına öncelik vermeye yönelik niyetlerini güvenilir ve şeffaf bir şekilde kamuoyuna aktarmaları oldukça zor olacak ve böylece yaşanan kredibilite sorunu daha yüksek enflasyon beklentilerine neden olacaktır. Bu yüzden enflasyon hedefinin diğer politika amaçlarından önce geldiğinin açık bir şekilde ortaya konulması, enflasyon hedeflemesine geçiş için önemli bir ön şart olarak kabul edilmektedir (Agenor, 2002:104-105).

Gelişmekte olan ülkelerden bazıları özellikle enflasyon hedeflemesini kabul ettikten sonraki başlangıç periyodunda nominal çapa olarak hem enflasyon hem de döviz kuru hedeflerini seçmişlerdir. Böyle bir tercih birçok açıdan sorunludur. Öncelikle her iki hedefin çatışma içinde olduğu bir durumda hangisinin baskın geleceği kamuoyu ve finansal piyasalar açısından belirsizdir. Bu yüzden İsrail ve Şili'de olduğu gibi enflasyon hedeflemesinin başlangıç safhasında hem enflasyon hem de döviz kuru oranlarını hedefleyen ülkelerde döviz kuru hedefi aşamalı olarak önemini yitirmiş ve sonuç olarak tamamen terk edilmiştir (Freedman ve Ötke-Robe, 2010:5).

Enflasyon hedefinin para politikasının öncelikli amacı olması merkez bankasının üretim ve istihdam gibi diğer ekonomik değişkenlere karşı kayıtsız kalacağı anlamına gelmez. Zira esnek enflasyon hedeflemesini kabul eden merkez bankaları fiyat istikrarı yanında üretim istikrarını da içeren bir kayıp fonksiyonuna sahipmiş gibi hareket etmektedir. Bu bağlamda enflasyon hedeflemesi 'sadece enflasyonu hedefleyen' bir rejim olarak anlaşılmamalıdır.

3.2.4 Mali Baskınlığın Olmaması

Mali baskınlık (fiscal dominance), yüksek düzeydeki kamu borcunun merkez bankası tarafından belirlenen kısa vadeli faizler ile piyasa faizleri arasındaki ilişkiyi zayıflatarak aktarım mekanizmasının istenildiği gibi çalışmasını engellemesi ve böylece para politikasının etkinliğini azaltması şeklinde ifade edilebilir (TCMB, 2006:6).

Tabsova iki tür mali baskınlığın geçerliliğinden söz etmektedir. Daha çok gelişmekte olan ülkelerde geçerli olan birinci tip mali baskınlıkta kamu açıklarının finanse edilmesi merkez bankasının para basımı (money creation) yoluyla gerçekleşir. Bu şartlar altında eğer merkez bankası düşük bir enflasyon hedefi taahhüdünde bulunmuşsa hükümet kamu açıklarını enflasyon vergisi ile finanse etmeyi sürdüremez. Çünkü düşük bir enflasyon oranı düşük enflasyon vergisi ve böylece daha düşük senyörj geliri anlamına gelmektedir. Dolayısıyla enflasyon hedeflemesi hükümetleri enflasyon vergisinden çok vergi toplama sistemini güçlendirmeye, kamu harcamalarını rasyonelize etmeye teşvik etmektedir. İkinci tip mali baskınlık, borçlanma maliyetlerini düşürmek için faiz oranlarını düşük tutması konusunda hükümetin merkez bankasına baskısı şeklinde ortaya çıkmaktadır. Diğer taraftan enflasyonun düşük bir seviyede tutulması için merkez bankası agresif bir şekilde kısa dönem faiz oranlarını arttırması gerekecektir. Sonuçta, enflasyon hedefine ulaşmak için merkez bankasının faiz oranlarını arttırma isteği ile borçlanma maliyetini düşürmek için hükümetin faizleri düşürme isteği arasında bir çatışma çıkacaktır. Bu çatışmayı önlemek ve buna bağlı olarak ekonomik ajanların güvenini sağlamak için para politikasının maliye politikasına bağımlı olmaması gerekir. Bu yüzden hükümet vergi toplama sistemini güçlendirmek ve harcamalarını rasyonelize etmek suretiyle mali yönetimini disipline etmelidir (Tabsova, 2010: 6).

Merkez bankası bir taraftan bütçe açıklarını finanse etme diğer taraftan enflasyon hedefine ulaşmak gibi iki amacı gerçekleştirmek isteyebilir. Ne var ki merkez bankasının bunu sahip olduğu tek enstrüman olan faiz oranını kullanarak yapması her iki amaçta da başarısız olmasına neden olabilir. Daha teknik anlamda, eğer merkez bankası kamu açıklarını finanse ederse, kendi bilançosunu kontrol edebilme kabiliyetini kaybedecektir. Bu yüzden merkez bankası çok yüksek veya düşük enflasyon oranlarına karşılık verilmesi gereken durumlarda faiz oranları üzerinde yeteri kadar etkili olamaz ve böylece aktarım mekanizması istenilen şekilde işleyemez (Freedman ve Ötke-Robe, 2010:5).

3.2.5 Güçlü ve Gelişmiş Finansal Piyasalar

Aktarım mekanizmasının iyi çalışabilmesi, yani merkez bankası faiz kararlarının enflasyon üzerinde istenen etkileri yaratabilmesi ve dolayısıyla enflasyon hedeflemesi rejiminin iyi işleyebilmesi için finansal sistemin temellerinin güçlü olması gerekir. Bu ise ancak sağlam bir bankacılık sektörü ile gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının varlığı ile gerçekleşen finansal istikrar ile sağlanabilir. Finansal sistemin istikrarlı oluşu para politikasının kredibilitelerini arttırarak enflasyon beklentilerinin çapa olmasına yardımcı olur.

Para politikasının yürütülmesi sürecinde ortaya çıkabilecek problemlerden biri parasal bir sıkılaştırmanın finansal krizlere neden olabileceği korkusudur. Zayıf veya sığ bir finansal sistemin ortaya çıkardığı bu durum, para politikasının nominal çapa olan enflasyon hedefine ulaşılması amacına yönelik olarak uygulanamayacağı beklentisinin oluşmasına neden olabilir. Fraga vd. bu durumu 'finansal baskınlık'

(financial dominance) olarak karakterize etmektedir. Zira bankacılık krizi ile karşı karşıya kalan bir merkez bankasının sıkı bir para politikasını tercih etmesi düşük bir ihtimaldir (Fraga vd. 2003:25).

Yeterince derin olmayan sermaye piyasaları aynı zamanda mali baskınlığın da bir boyutunu yansıtmaktadır. Uluslar arası sermaye piyasalarına tam olarak ulaşamayan, mali esnekliği ile yerel servet düzeyi düşük ve dar bir finansal sisteme sahip olan ekonomiler hükümetin finansal piyasalardan borçlanma kapasitesini sınırlandırır. Böylece senyoraaj ve faiz tavanları, yüksek karşılık oranları, sektörel kredi politikaları gibi diğer bazı finansal yöntemler tek seçenek olarak kalmaktadırlar (Masson vd. 1997:23).

Finansal piyasaların iyi işlemesi enflasyon hedeflemesi altındaki bir para politikasının uygulamasını kolaylaştırır. Derin ve likit finansal piyasalar, varlık fiyatlarındaki hareketlenmeler sayesinde, piyasa bekleyişleri üzerinden merkez bankasına bilginin taşınmasını sağlamaktadırlar. Diğer taraftan derin ve likit finansal piyasaların şokları emebilme özelliğinden dolayı merkez bankası enflasyon hedefi üzerine daha çok odaklanma olanağı elde edebilir (Carare vd. 2002:5).

3.3 Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Yönleri

Enflasyon hedeflemesinin kabul edildiği ülkelerde üretimdeki büyümeyi engellemeden düşük ve istikrarlı bir enflasyon amacına ulaşılması enflasyon hedeflemesinin bir başarısı olarak kabul edilmekle birlikte bu rejimin en iyi şekilde nasıl uygulanacağı konusu tartışılmaya devam etmektedir. Ülkeden ülkeye farklılık gösteren enflasyon hedeflemesinin operasyonel çerçevesinin belirlenmesi için; fiyat endeksi, hedef ve zaman ufku parametreleriyle ilgili tercih yapılması gerekir.

3.3.1 Fiyat Endeksinin Seçimi

Enflasyon hedeflemesi rejiminin dizaynında atılması gereken ilk adım hangi fiyat endeksinin hedefleneceğine karar vermektir. Maksimum şeffaflık için, seçilecek olan fiyat endeksi kamuoyu tarafından iyi bilinmeli, geniş tabanlı olmalı (broad-based), doğru bilgiler içermeli (accuracy) ve zamanında elde edilip yayınlanmalıdır (timely). Maksimum esneklik için ise seçilecek olan fiyat endeksi dar tanımlı sektörlerdeki fiyat değişimlerini içermemelidir (Bernanke vd. 1999:27).

Enflasyon hedefinin hesaplanmasında kullanılacak olan fiyat endeksinin seçimi kısmen Tüketici Fiyat Endeksi(TÜFE)'nin hesaplanmasındaki farklı metodolojileri, kısmen de TÜFE enflasyon oranının arz şoklarına olan görel duyarlılığını yansıtmaktadır. TÜFE temelinde hesaplanan çekirdek enflasyon oranını manşet TÜFE enflasyon (headline CPI inflation) oranına tercih eden ülkelerin temel amacı enflasyonun parasal olmayan belirleyicilerini enflasyon hesaplamalarının dışında tutmaktır. Genellikle iklim gibi doğa koşullarına bağlı olmasından dolayı gıda fiyatlarının öngörülebilirliği düşüktür. Bu ise TÜFE enflasyonunun daha değişken olmasına neden olur. Bununla birlikte, her ne kadar olası geçici şokların etkilerini içermeyen ve böylece daha kolay kontrol edilebilen dar tanımlı bir çekirdek enflasyonun hedeflenmesi daha uygun olsa da, gıda fiyatlarını içermeyen bir enflasyon hesabı yaşam maliyetini (cost of living) tam olarak yansıtamaz. Bu durumun özellikle gelişmekte olan ülkelerdeki merkez bankaları tarafından kamuoyuna anlatılması oldukça zordur. Bu yüzden çekirdek enflasyonun hedeflenmesi bağımsız bir merkez bankasının arkasındaki kamuoyu desteğini azaltabilir (Levin vd. 2004:70).

Tanım gereği geçici şokların gelecek enflasyon üzerinde etkilerinin olmayışı veya çok az olmasından dolayı, geçici şokların etkilerini kapsamayan çekirdek enflasyon ile manşet enflasyonun gelecek enflasyon tahminleri üzerindeki etkileri birbirine oldukça yakındır. Bu bağlamda Meyer para politikası uzun dönem enflasyon amacına odaklandığı müddetçe, kısa dönem enflasyon oranlarının artmasına neden olan gıda ve enerji fiyatlarındaki dalgalanmaların etkileri uzun dönemde kaybolacaklarından dolayı manşet enflasyonun hedeflenmesinin uygun olduğunu belirtmektedir (Meyer, 2001:11).

Tüm bu dezavantajlarına rağmen çekirdek enflasyon politikaların oluşturulması ve hesap verebilirlikteki temel rollerini devam ettirmektedir. Bu bağlamda tüm enflasyon hedefleyici ülkeler farklı çekirdek enflasyon hesaplamalarını geliştirmekte ve izlemektedirler. Bu hesaplamalar enflasyon tahminlerinde ve ileriye dönük politikaların oluşturulmasında olduğu kadar hem merkez bankası içinde hem de kamuoyuna karşı sorumluluk açısından enflasyon gelişmeleri analizlerinde kullanılmaktadır (Roger ve Stone, 2005:9).

Sonuç olarak; her ay hesaplanmış olması, daha geniş tabanlı olması, kamuoyu tarafından kolayca anlaşılması ve merkez bankası manipülasyonlarına fazla açık olmaması gibi genellikle pratik ve operasyonel nedenlerden dolayı enflasyon hedefleyici ülkelerin tamamı manşet TÜFE enflasyonunu hedeflemektedirler.

3.3.2 Hedefin Seçimi

Hedef bandının açık bir şekilde belirlenmesi ihtiyacı para politikasının enflasyon oranı üzerindeki kontrolünün tam olmaması ve geçici şoklara uyum sağlama ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Para politikasının uzun ve değişken etkileri ile gelecek enflasyon tahminlerine yönelik yetersiz kapasitesi göz önüne alındığında belli bir düzeyin altındaki enflasyon değişkenliğini azaltmak mümkün değildir. Bant genişliği aynı zamanda kısa süreli şoklara karşılık verilmesinde bir miktar esneklik sağlamasından dolayı da ihtiyaç duyulduğu ifade edilmektedir (Debelle, 1997:14).

İyi dizayn edilmiş bir enflasyon hedefi şu özelliklere sahip olmalıdır (Heenan vd. 2006:17):

Enflasyon hedefi enflasyonist bekleyişler için çapa olmalıdır.

Merkez bankasının hesap verebilirliği için bir kriter sunmalı, merkez bankası tarafından kolayca manipüle edilmemeli ve sıkça revizyona tabi tutulmamalıdır.

Merkez bankası amaçları ile uyum içinde olmalıdır.

Merkez bankasının hedef için bir aralık seçmiş olması durumunda, geniş bir aralığa nazaran dar bir aralık, merkez bankasının enflasyon hedefine yakın bir taahhütte bulunduğu anlamına gelmektedir. Bu ise merkez bankasının hedeflenen enflasyonu başarabileceğine dair beklentileri güçlendirerek kredibilitesinin artmasına yardımcı olur. Bununla birlikte, hedef aralığından sapmanın merkez bankası kredibilitesine verdiği zarar nokta hedeften sapmanın verdiği zarardan oldukça büyüktür (Bernanke vd. 1999:32). Çünkü enflasyon oranını bir bant içinde tutmak ve sürdürmek aynı şeyi bir nokta hedef için yapmaktan daha kolaydır. Dolayısıyla daha kolay başarılabilir bir hedeften sapmak doğal olarak merkez bankasının kredibilitesini zayıflatacaktır. Bu bağlamda, optimal hedef bandının seçilmesinde kredibilite (credibility) ile esneklik (flexibility) arasında bir değiş-tokuş ilişkisinin olduğu açıkça görülmektedir. Buna göre bant ne kadar geniş olursa hedefe ulaşılma olasılığı ve şoklara karşılık verebilme yeteneği o kadar yüksek olurken, tersine hedefin kredibilitesi o kadar düşük olacaktır.

Yapılan çalışmalar, orta ve uzun vadede nokta hedefin enflasyon beklentileri üzerinde daha etkili olduğunu ortaya koymaktadır. Bu anlamda Levin vd. yaptıkları çalışmada, özellikle gelişmekte olan ülkelerde, nokta hedefin enflasyon beklentilerinin önemini arttırmada oldukça etkili olduğunu ifade etmektedirler (Levin vd. 2004:26). Benzer şekilde DeBelle bir hedef bandının tercih edilmesi durumunda, beklentiler sadece üst sınır üzerinde yoğunlaşacağından dolayı enflasyon hedefinin nominal çapa olma yönü zayıflayacak ve böylece fiyat istikrarı zarar görecektir (DeBelle, 2001:75).

3.3.3 Enflasyon Hedefinin Zaman Ufku

Enflasyonu uzun gecikmelerle etkilemesinden dolayı para politikası spesifik bir enflasyon oranına kısa bir sürede değil ancak zamanla ulaşabilir. Bununla birlikte ekonomik şoklar para politikası eylemleri ile etkileri arasındaki bu ara dönemde ortaya çıkarlar. Bu yüzden politika yapıcılar enflasyon hedefini gerçekleştirebilmek için hangi zaman ufkunun uygun olacağına karar vermek zorundadırlar. Yapılan çalışmalarda ortaya çıkan ortak görüş şudur ki; para politikasının şoklara vereceği tepki merkez bankasının politika duruşundan ziyade enflasyonun hedef ufkunu ayarlamak ile mümkün olabilmektedir. Böylece para politikasının kısa dönem enflasyonist şokları emebilme ve üretim dalgalanmalarını bastırabilme yeteneği artmış olur.

Hedef ufku iki değişkene bağlı olarak değişmektedir. Birincisi merkez bankasının kabul ettiği enflasyon değişkenliği/üretim değişkenliği oranı (üretim değişkenliğini azaltmak için enflasyon değişkenliğindeki artışı kabul etmek), ikincisi ise şokların özelliği ve süresidir. Bu yüzden hedef ufku merkez bankasının tercihleri ve amaçlarını yansıtmaktadır (King, 1997:8).

Merkez bankası kararlarını verirken fiyat istikrarı yanında reel ekonomideki gelişmeleri de dikkate almaktadır. Bu anlamda merkez bankalarının diğer bir amacı da üretim istikrarının sağlanmasıdır. Ne var ki enflasyon istikrarı ile üretim istikrarı amaçları arasında çoğu zaman bir çatışma söz konusudur. Beklenmeyen bir şok enflasyon tahminlerinin yükselmesine neden olursa, merkez bankası ekonomik aktivite düzeyini düşürmek için kısa dönem faiz oranlarını yükseltecektir. Bununla birlikte eğer merkez bankası üretim istikrarına da belli bir ağırlık veriyorsa politika tepkisi enflasyon istikrarının tek amaç olduğu duruma göre daha yumuşak olacaktır. Bu durumda doğal olarak, enflasyonun tekrar hedefe geri gelmesi iki yıldan daha uzun bir sürede gerçekleşir. Bu bağlamda hedef ufkunun uzunluğu üretim istikrarı ve fiyat istikrarının merkez bankası amaç fonksiyonundaki görece önemine ve beklenmeyen şokların büyüklüğüne bağlı olarak değişmektedir. Eğer merkez bankası sadece enflasyon istikrarına ağırlık verirse ($\lambda = 0$), enflasyon iki yıl gibi bir süre içinde hedefe geri dönecektir. Bunun tersine, enflasyon ve üretim istikrarına eşit bir ağırlık verilirse ($\lambda = 1$) enflasyon oranı iki yıldan daha uzun bir süre sonra hedefe geri dönecektir. Diğer taraftan yaşanan şok ne kadar büyük olursa hedefleme ufku o kadar uzun olur (Apel vd. 1999:17).

Genel olarak enflasyonu kendisi açısından optimal bir dengeye getirmiş olan ülkelerde zaman ufku, dezenflasyon sürecini hala devam ettiren ülkelere göre daha uzundur. Bu anlamda cari enflasyon oranı uzun dönem enflasyon oranı üzerinde olan ülkeler, dezenflasyon sürecini hızlandırdığı için daha kısa zaman ufkunu tercih ederlerken, enflasyon oranı uzun dönem hedefi düzeyinde olan ülkelerde hedef ufku genellikle politika aktarım gecikmeleri ile para politikası enstrümanları ve üretimdeki değişikliklerden kaçınma isteğini yansıtabilecek şekilde genişlemektedir. Dolayısıyla farklı ülkelerde kabul edilen enflasyon hedefinin zaman ufku kısmen de başlangıç hedefi dönemindeki enflasyon oranına bağlıdır.

Sonuç

1970'lerde gerçekleşen yüksek enflasyon oranları fiyat istikrarının önemi artırmıştır. Ekonomistler ve merkez bankacıları arasında fiyat istikrarının para politikasının öncelikli amacı olması konusunda bir görüş birliği oluşmuş ve buna bağlı olarak ülkelerin birçoğu fiyat istikrarını esas alan kural odaklı nominal çapalara başvurmuşlardır. Bunlardan biri parasal hedefleme stratejisidir. Özellikle parasal büyüklüklerin enflasyon ve gelir gibi nihai hedefler ile arasındaki ilişkinin zayıf olması ve bu anlamda iyi bir çapa olamayışından dolayı parasal hedefleme stratejisi terk edilmiştir. Fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik uygulanan stratejilerden bir diğeri ise döviz kuru hedeflemesidir. Sağladığı birçok avantaja rağmen döviz kuru hedeflemesi bağımsız bir para politikasının uygulanmasına izin vermediği için uygulandığı ülkelerde finansal krizlere neden olmuş ve sonuçta uygulayıcı ülkelerin çoğu bu stratejiyi terk etmişlerdir. Parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesini terk eden ülkelerin çoğu yeni bir hedefleme stratejisi olan enflasyon hedeflemesini kabul etmişlerdir. Döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedefleme stratejisinin fiyat istikrarını sağlamada başarısız olması ve dolayısıyla uygulamada başarılı bir alternatif stratejinin olmaması enflasyon hedeflemesi stratejisinin önemli bir gereğesidir. Bununla birlikte diğer stratejilerde olduğu gibi fiyat istikrarının makro

ekonomik istikrar için önemli olması enflasyon hedeflemesinin kabulündeki diğer bir gerekçe olarak kabul etmek gerekir. Tüm bunların yanında enflasyon hedeflemesinin kabul edilmesi ve yaygınlık kazanması stratejinin kendi özellikleri ile yakından alakalıdır. Zira gerek enflasyon hedeflemesi stratejisinde enflasyonun kendisinin hedeflenerek güçlü bir nominal çapa sunmuş olması gerekse şeffaflık esneklik ve hesapverebilirlik gibi operasyonel özelliklere sahip olması stratejinin daha talepkar olmasını sağlamıştır. Tüm bu gerekçelerden dolayı, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesinde kullanılan ara hedefler yerine enflasyonun kendisini doğrudan hedefleyen bir strateji olan enflasyon hedeflemesi ilk kez 1989'da Yeni Zelanda'da kabul edilmiş ve kısa bir sürede hızla yayılmıştır. Enflasyon hedeflemesini kabul eden ülkelerden hiç biri (Avrupa Birliği'ne katılan Finlandiya ve İspanya hariç) bu stratejiyi uygulamaktan vazgeçmemiştir.

Kaynakça

- Agenor, P.-R. (2002). Monetary Policy Under Flexible Exchange Rates: An Introduction To Inflation Targeting, Norman L. ve Raimundo S. (Ed). *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, içinde (ss.79-169), Santiago, Chile, Central Bank of Chile.
- Apel, M., Nassen, M., Söderström U. ve Vredin, A. (1999). Different Ways of Conducting Inflation Targeting- Theory and Practice, *Quarterly Review* 4
- Barro, R. J., (2013). Inflation and Economic Growth, *Annals Of Economics And Finance* 14-1, 85–109.
- Batini, N., Kuttner, K. Ve Laxton, D. (2005). Does Inflation Targeting Work in Emerging Market? Chapter 4, *World Economic Outlook*, İMF
- Bernanke, B. S. (2003). Constrained discretion and Monetary Policy, Remarks before the Money Marketeers of New York University, New York.
- Bernanke, B. S. ve Mishkin, F.S. (1997). Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?, *Journal of Economic Perspectives*, Vol.11 No.2, 97-116
- Bernanke B. S., Laubach, T., Mishkin F.S. ve Posen, A.(1999). *Inflation Targeting: Lessons from International Experience*, Princeton, Princeton University Press,
- Calvo, G. A. ve Mishkin, F. S. (2003). The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 4., 99-118
- Carare, A., Schaechter, A., Stone M., ve Zelmer M. (2002). Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting, IMF Working paper, 02/102. Washington, D.C.: International Monetary Fund
- Castelnuova, E., Altımarı S. N. Ve Palenzuela, D. R. (2003). Definition of Price Stability, Range and Point Inflation Targets: The Anchoring of Long Term Inflation Expectations, Issing O.(Ed). *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy* içinde (ss. 43-90) European Central Bank
- Chang, R. ve Valesco, A. (2000). Exchange-Rate Policy for Developing Countries, *AEA Papers and Proceedings*, Vol.90, No.2, 71-75
- Clarida, R. Gali J. ve Gertler, M. (2001). Optimal Monetary Policy in Open versus Closed Economies: An Integrated Approach, *NBER Working Paper* 8604,
- Cukierman, A. (2006). Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions: Past, Present, and Future, *Central Bank of Chile Working Papers*, N° 360
- Debelle, G. (1997) Inflation Targeting in Practice, *IMF Working Paper*, WP/97/35,
- Debelle, G. (2001). The Case for Inflation Targeting in East Asian Countries, Gruen D. Simon J. (Ed) *Future Directions for Monetary Policies in East Asia* içinde (ss.67-87). Reserve Bank of Australia,
- Dincer, N. N. ve Eichengreen, B. (20013). Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures, *BOK Working Paper* No.2013-21
- Edwards, S. (1992), Exchange Rates As Nominal Anchors, *NBER Working Paper* No. 4262

- Erdoğan, S. (2005). Alternatif Para Politikası Stratejileri Üzerine Karşılaştırmalı Bir Değerlendirme, *Kocaeli Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi* (9)/1
- Fischer, S. (1995). Modern Approaches to Central Banking, *NBER Working Paper*, No.5064
- Fischer, S. (1996) Why Are Central Banks Pursuing Long Run Price Stability?, *Achieving Price Stability*, içinde (ss.7-37) A Symposium Sponsored by The Federal Reserve Bank of Kansas City, Wyoming
- Fraga, A., Goldfajn I., ve Minella, A. (2003). Inflation Targeting In Emerging Market Economies *NBER Working Paper* No. 10019.
- Frazer, B. W. (1994). Central Bank Independence: What does it mean?, *Reserve Bank of Australia Bulletin*,
- Freedman C. ve Ötke-Robe, I.(2010) Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies, *IMF Working Paper*, WP/10/113
- Freedman, C. ve Laxton, D. (2009). Why Inflation Targeting, *IMF Working Paper*
- Heenan, G. Peter, M. ve Roger, R. (2006), Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communications, *IMF Working Paper*, WP/06/27
- Khan, M. S. (2003). Current Issues in the Design and Conduct of Monetary Policy, *IMF Working Paper*, WP/03/56
- King, M. (1997). The Inflation Target Five Years On, *Speech At the London Schools of Economics* 29 October 1997, www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/default.aspx, (erişim: 06.06.2014)
- Levin, A. T., Natalucci, F.M. ve Piger, J.M. (2004). The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting, *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July/August, 2004
- Masson, P. R., Sharma S. ve Savastano, M.A. (1997). *The Scope For Inflation Targeting In Developing Countries*, *IMF Working Paper* No.130
- Meyer, L. H.,(2001). Inflation Targets and Inflation Targeting, , Federal Reserve Bank of St. Louis,
- Mishkin, F.S. (1995) Symposium on the Monetary Transmission Mechanism, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 9,
- Mishkin, F. S. (1998) International Experiences of Different Monetary Policy Regimes, *IIES Seminar Paper*, No.648,
- Mishkin, F. S. (2000) What Should Central Banks Do?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, November/Desember
- Mishkin, F. S. (2004) Can Central Bank Transparency Go Too Far?, *NBER Working Paper*, 10829,
- Mishkin, F. S. (2006) Inflation Targeting: True Progress or Repackaging of an Old Idea?, <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/papers/05snb.pdf>, (erişim: 10.03.2014)
- Mishkin, F. S. (2007) *Monetary Policy Strategy*, MIT Press.
- Obstfeld, M. ve Rogoff, K. (1995) The Mirage of Fixed Exchange Rates *Journal of Economic Perspectives*, Volume 9, Number 4, 73-96
- Quispe- Angoli, M. (2001). Monetary Policy Aternatives for Latin America, *Fedefal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Third Quarter
- Roger, S. and Stone, M. (2005). On Target? *The International Experience With Achieving Inflation Targets*, *IMF Working Paper*, WP/05/163
- Svensson, L. E.O. (1996) Inflation Forecasting Targeting: Implementing And Monitoring Inflation Targets, *NBER Working Papers* 5797
- Svensson, L. E.O. (1998). Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule, *IIES Seminar Paper*, No.646, A

Tapsoba, R. (2010), Does Inflation Targeting Improve Fiscal Discipline? An Empirical Investigation *CERDI, Etudes et Documents*, E 2010.20,

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası (2006). *Enflasyon Hedeflemesi Rejimi*, Ankara: TCMB, 2006

Velasco, A. (2000) Exchange-rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Know?, *G-24 Discussion Paper* No. 5

Walsh, C. E. (2007) Transparency, Flexibility, and Inflation Targeting, Frederic Mishkin and Klaus Schmidt-Hebbel (Ed), *Monetary Policy under Inflation Targeting*, içinde (ss. 227-263) Central Bank of Chile

