

# ENFLASYON HEDEFLEMESİ ve ÜLKE DENEYİMLERİ

Arař. Gör. Kadir TUNA

*İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi*

*Bankacılık Araştırma Merkezi*

## ÖZET

*Enflasyon hedeflemesi fiyat istikrarını sağlamak amacıyla ara hedef yerine enflasyon tahminlerinin kullanıldığı bir para politikası stratejisidir. Enflasyon hedeflemesinde Bağımsız Merkez Bankaları belli bir dönem için ilan edilen enflasyon hedefine ulaşılmasına yönelik politika uygulamaktadırlar. 1990 yılında enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlayan Yeni Zelanda'nın başarılı olması, bu politikayı diğer gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler için de alternatif bir politika stratejisi haline getirmiştir. Bu çalışmada, enflasyon hedeflemesinin uygulanması için gerekli ön koşullar ve incelenmiş olan sekiz ülke deneyiminden elde edilen veriler çerçevesinde Türkiye'de uygulanabilirliği ele alınmıştır.*

## ABSTRACT

*Inflation targeting is a strategy of monetary policy which uses inflation forecasting instead of an intermediate goal in order to achieve price stability. During inflation targeting, central banks implement policies towards reaching a numerical target declared for a certain period. Success of this policy that New Zealand, have applied since 1990, gave rise to an alternative strategy for other countries. In this study, preconditions for implementing inflation targeting and its applicability to Turkey in the context of the findings of experiences of eight observed countries is examined.*

## GİRİŞ

Merkez Bankalarının uzun dönemde para politikasında temel amacı, fiyat istikrarının sağlanması ve bunun sürdürülmesidir. Merkez Bankaları bu hedefe ulaşmak için önceden belirledikleri ve belli bir dönemi kapsayan para politikası stratejilerini uygulamaktadırlar. Bu amaçla, söz konusu stratejinin belirlenmesinde ve uygulanmasında ekonominin temel değişkenlerinden yararlanılmaktadır. Bu değişkenler ara hedef olarak, fiyat istikrarı hedefine ulaşılmasında kullanılmaktadır. Bugüne kadar uygulamalarda faizler, nominal gelir, parasal büyüklükler ve döviz kurları ara hedef değişken olarak yer almışlardır. Ancak, 1980'li yıllarda gelişen mali piyasaların etkisi özellikle döviz kuru ve parasal büyüklük değişkenlerinin kullanılmasını güçleştirmiştir. Bu durum, ara hedef ile nihai hedef arasındaki bağı zayıflaması olarak nitelendirilirken para politikasında nihai hedefe ulaşmada yön verecek yeni stratejilerin kullanılmasını sağlamıştır. 1990'da ilk kez Yeni Zelanda'da alternatif politika stratejisi olarak enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlanmıştır.

Enflasyon hedeflemesi, Bağımsız Merkez Bankaları tarafından yürütülen, ara hedef yerine enflasyon tahminlerinin kullanıldığı, politikanın uygulama aşamasında şeffaflık, hesap verebilirlik ve güvenilirlik esaslarının oluşturulduğu bir para politikası uygulamasıdır. Bu yaklaşımın uygulama sonuçları açısından diğer politikalara göre daha başarılı olması, zaman içinde bir çok ülke tarafından benimsenmesini sağlamıştır. Bu çalışmada gelişmiş ve gelişmekte olan sekiz ülke deneyimleri ele alınmıştır.

### I. Değişen Para Politikasında Merkez Bankalarının Yeni Stratejisi: Enflasyon Hedeflemesi

Para politikası stratejileri iki farklı yaklaşıma ayrılmaktadır. Birinci olarak, Keynesyen yaklaşımın benimsediği, para politikası uygulayıcısının politikayı ne şekilde yürüteceğini belirleme serbestinin "discretion" verilmesidir.

İkinci ise monetarist yaklaşımın savunduğu para politikasının kurala bağlanarak "rules", belirli koşullar altında yürütülmesidir. Kurala bağlanmış para politikası, merkez bankasının öncelikli hedef olarak enflasyonu seçmesini ve beklenmeyen gelişmelere karşı müdahale etmemesi gerektiğini savunurken, değişebilir para politikası, Merkez Bankalarının beklenmeyen durumlara karşı müdahale etmesi gerektiğini savunmaktadır. Buna göre kurala bağlanmış para politikası uygulandığında, enflasyon hedefinin tutturulmasına rağmen, reel ekonominin yaratacağı istikrarsızlık nedeniyle önceden belli hedefler doğrultusunda politika belirlemiş olan Merkez Bankasının hedefleri tutturmasını zorlaştırabilmektedir. Diğer taraftan, değişebilir para politikasının uygulanması durumunda ise, piyasanın değişen koşullarda, merkez bankasının müdahalesini beklemesinin yaratacağı belirsizlik, enflasyon beklentilerinin artmasına neden olabilmektedir (Karasoy, Saygılı ve Yalçın, 1998: 19-20). Bu çerçevede enflasyon hedeflemesi, para politikası uygulayıcısının, uygulamaya ilişkin olarak serbestçe hareket ettiği dikkate alındığında, kurala bağlı politika olarak değerlendirilmeyeceği gibi, değişebilir politika yaklaşımına göre de daha esnek olması nedeni ile her iki yaklaşımı da tam olarak yansıtmamaktadır. Bu durum iki farklı görüşü ortaya çıkarmıştır. Görüşlerden birincisi, bu yaklaşımın kural yönünde olduğunu savunurken, Bernanke ve Mishkin'in savunduğu ikinci görüşe göre ise her iki politikanın sentezi olan kural benzeri "rule like" olduğu ifade edilmektedir (Oktar, 1998: 49-50). Bu görüşün temelinde, hedeften sapmalara karşı sınırlı koşullarda bir müdahale imkanı veren katı uygulanan bir politika özelliği taşıması yanında şeffaflık ve açıklık unsurları içeren esnek bir politika olmasıdır.

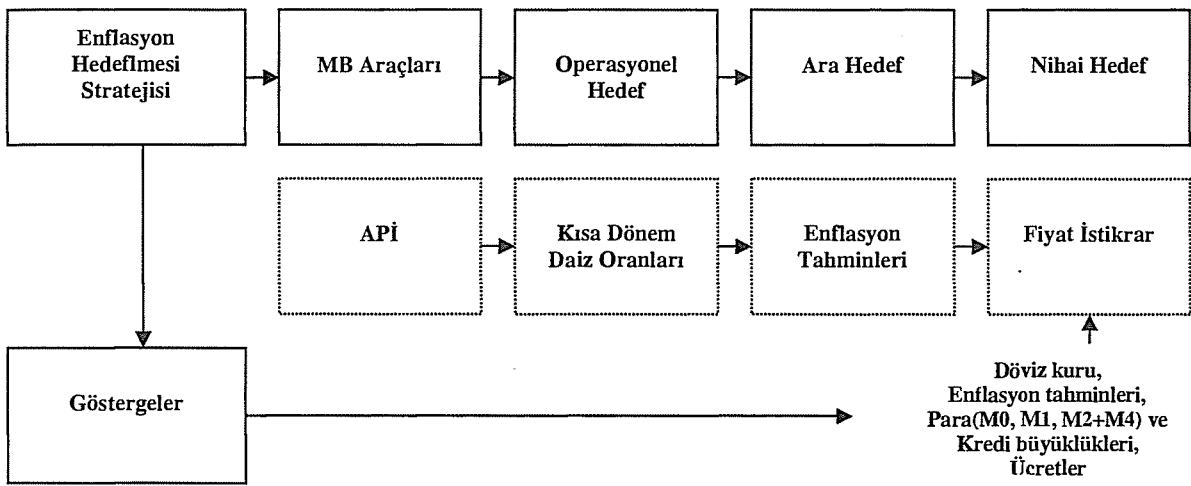
Enflasyon hedeflemesi, temel amacı fiyat istikrarı olan merkez bankası tarafından, makul bir dönem için belirlenen sayısal bir

enflasyon hedefini ilan ederek, taahhüt edilen bu hedefe ulaşılmasına yönelik uygulanan bir para politikası stratejisidir (Mishkin and Posen, 1997: 9). Söz konusu bu politikada, ekonominin genel değişkenleri ve verileri kullanılarak, belirlenen bir dönem aralığında, kabul edilebilir bir sayısal enflasyon hedefi için, ara hedef kullanımı gerekmeden, politika yürütülmektedir. Bu

(Şekil 1). Uygulamada izlenecek olan bu aşamaları gerçekleştirebilmek için politikanın bazı temel unsurların oluşturulması gerekmektedir. Bu politikanın beş temel unsurları olan (Mishkin, 2000:1-2);

- Orta vadede sayısal bir enflasyon hedefinin ilanı,

Şekil 1 : Enflasyon Hedeflemesi Uygulanma Süreci



politikada, para arzı artışı ya da kurlar üzerine açık bir ara hedef konulmasına ihtiyaç bulunmamaktadır (Oktar, 1998: 28-29). Onun yerine politikanın uygulanmasında, ara hedef yerine kullanılan ve para politikasına rehberlik eden enflasyon tahminleri kullanılmaktadır (Hoffmaister, 1999:6). Buna göre daha geniş bir tanım yapmak gerekirse, enflasyon hedeflemesi, temel amacı fiyat istikrarı olan merkez bankasının, belli bir ara hedef seçmeden, gelecekteki enflasyon oranını, tahmin yöntemlerini kullanarak hedef ilan etmesi ve ilan edilen bu hedefin gerçekleştirilmesine yönelik politika uygulamasıdır. Enflasyon hedeflemesini üç aşamada özetlemek mümkündür. Birinci olarak, politikanın başarısı için gerekli ön koşulların sağlanması, ikinci olarak gerekli stratejik özelliklerin oluşturulması ve son olarak politikanın formüle edilerek, bunların hayata geçirilmesidir

- Merkez Bankasının para politikasında hedefleri arasında fiyat istikrarı hedefine öncelik verilmesi,

- Kullanılacak politika araçlarının seçilmesi,

- Merkez Bankasının uygulanacak para politikasına ilişkin almış olduğu kararlar ve uygulamaları konusunda halkın bilgilendirilmesine yönelik iletişim araçlarının belirlenmesi,

- Merkez Bankasının enflasyon hedefinin gerçekleştirilmesine yönelik uyguladığı politikanın sonuçlarına ilişkin hesap verebilir olması,

bulunmaktadır.

Enflasyon hedeflemesinin uygulanma sürecindeki başarının ön koşulu Merkez

Bankasının bağımsız olarak hareket etmesi kabul edilmektedir. Böyle bir durumda uygulamada başarı ve kredibilitenin sağlanması için politikayı uygulayacak kurumun ya da kurumların taşıması gerekli hesap verebilirlik, şeffaflık ve güvenilirlik unsurları ile desteklemesi gerekmektedir. Merkez Bankasının bağımsızlığı enflasyon hedeflemesinin gerekli bir ön koşulu olması ile birlikte diğer enflasyon ile mücadele politikalarının uygulamadaki başarısı için de zorunlu bir koşul haline gelmiştir. Merkez Bankalarının bağımsızlığına ilişkin yapılan çalışmalarda, bağımsızlık ile enflasyon arasında negatif bir ilişkinin bulunduğu sonuçlarına ulaşılmıştır. Başka bir ifadeyle, Merkez Bankasının bağımsızlık düzeyi arttıkça, enflasyon oranı azalmaktadır. Bu konuda iki temel ampirik çalışma Eijffinger ve de Haan (1996) ve Alex Cuikerman (1998), tarafından yapılmış olup, her iki çalışmada merkez bankasının bağımsızlığını etkileyen faktörler ve bağımsızlık düzeyi ile para politikasının etkinliği arasındaki ilişki incelenmiştir (Hillman, 1999:73).

Bunlardan, Cuikerman'ın çalışması, Merkez bankasının Bağımsızlığı ile ekonomik performans arasındaki ilişkilerin araştırılmasında, diğer tüm ampirik çalışmalara göre öne çıkmaktadır. Çalışmada bağımsızlığı belirleyen resmi kurumsal ve resmi kurumsal olmayan bazı önemli faktörlere yer verilmiştir. Yasal bağımsızlık derecesinin ölçümünde guvernör (başkan) değişikliği süresi, para politikasını hangi kurumun belirlediği, merkez bankası hedefleri ve merkez bankası ile kamu kurumları arasındaki ilişkinin düzeyi gibi dört temel kriter kullanılmıştır (Cuikerman, 1995:373-376). Söz konusu çalışmada, yasal bağımsızlık-enflasyon arasındaki ilişkinin gelişmiş ülkelerde yüksek iken, gelişmekte olan ülkelerde düşük olduğu sonucu çıkmaktadır. Cuikerman'ın 1980-1989 dönemini kapsayan çalışması sonucu oluşturulan Ek 1' deki yasal bağımsızlık endeksi, gelişmekte olan ülkelerde merkez bankasının bağımsızlık düzeyi ile enflasyon arasındaki ilişkinin düşük olduğu görüşünü doğrulamaktadır. Bütün bu yaklaşımlar çerçevesinde, merkez

bankasının bağımsızlık düzeyinin enflasyon hedeflemesinin uygulanması durumunda nasıl sağlanması gerektiğinin açıklanması gerekmektedir. Böyle bir durumda, hükümetler merkez bankasına belirlenen enflasyon hedefine ulaşabilmek için kullanacağı gerekli araçlar için sorumluluk ve otorite vermektedir. Merkez Bankaları verilmiş olan bu otorite ile hedefe ulaşmak için kullanılacak politika araçlarını bağımsız olarak belirlemektedir (Frenkel, 1999:17-18). Bu durumda enflasyon hedeflemesinde, Merkez Bankası hedef belirlemede hükümete bağlı olsa bile hedeflere ulaşmak için uygulayacağı para politikasında operasyonel bir serbestiye mutlaka sahip olması gerekmektedir. Bunun için, tam bir yasal bağımsızlık sağlanamasa bile araç bağımsızlığının\* mutlaka tanınması gerekir.

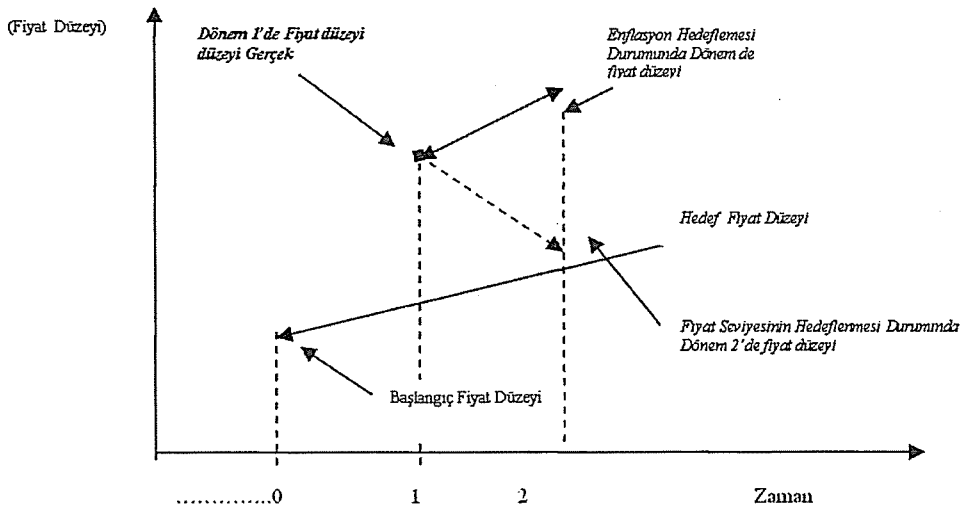
Enflasyon hedeflemesinde başarıyı etkileyen diğer önemli bir unsurda hedeflenen enflasyon düzeyidir. Enflasyon hedefi için seçilecek sayısal değer, merkez bankasının üstlenmiş olduğu fiyat istikrarı politikasının hedefi olacaktır. Bu sebeple, enflasyon hedeflemesinde amaç tek haneli enflasyon hedefi olduğu düşünüldüğünde, her ülkenin kendi koşulları bir optimal hedef düzeyini ortaya çıkaracaktır. Bu durumda, optimal düzeyin belirlenmesinde ülkenin ekonomik yapısının iyi analiz edilmesi gerekmektedir. Debelle göre teorik olarak, sıfır enflasyon fiyat istikrarını ifade etmektedir. Ancak, enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkelerin para otoriteleri sıfır ve sıfırın altında belirlenecek hedeflerin reel ekonomide yaratabileceği

\* Politika Hedefinin Bağımsızlığı: Merkez bankası nihai politika hedeflerini serbest bir şekilde belirlenmesi merkez bankasının hedefinin bağımsızlığını ifade eder. Politika Araçlarının Bağımsızlığı: Politika araçlarının bağımsızlığının anlamı, hedeflere ulaşmada araçların serbestçe belirlenebilmesidir. Yeni Zelanda merkez bankasının hedef belirlemede bağımsız olmadığından, hedefleri hükümet ile beraber belirliyor ve bununla birlikte, hedeflere ulaşmada seçilecek politika araçlarında bağımsızdır. Bkz. Guy Debelle and Stanley Fischer, "How Independent Should A Central Bank Be?", Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers, Ed. Jeffrey C.Fuhrer, y.y., t.y., s.197.

negatif etki nedeniyle enflasyon hedeflerini sıfırdan büyük belirlemektedirler (Hazırolan, 1999 : 12-13). Fisher sıfır enflasyon hedefinin ancak, herhangi bir pozitif enflasyon oranında, işsizlikle enflasyon (veya büyüme ile enflasyon) arasında uzun dönemde bir değiş tokuş (trade-off) olmaması ve enflasyon için mali herhangi bir neden bulunmaması koşuluyla seçilebileceğini ifade etmektedir (Oktar ve Tokucu, 2001:15). Bunun için, enflasyon hedeflemesi uygulanması hedef belirlenirken enflasyon oranı arzu edilir düzeyde olması yanında, seçilecek hedefin ekonominin genel dengesine negatif etki yaratmayacak düzeyde olması gerekmektedir. Uygulamada ise

hedef seçiminde sıfırın üzerinde tek haneli ve ulaşılabilir hedefler olmasına dikkat edildiği görülmektedir. Hedef seçiminde karar verilmesi gereken ikinci unsur, hedeflemede enflasyon oranı ya da fiyat düzeyinden hangisinin kullanılacağıdır (Şekil 2). Hedef seçiminde enflasyon oranı mı yoksa fiyat düzeyinin mi dikkate alınacağı konusunda süregelen bir tartışmaya rağmen, seçilecek her iki hedeflemenin de ekonomik sonuçları açık değildir (Mishkin, 2001: 204).

Şekil 2 : Fiyat Düzeyi Hedeflemesine Karşı Enflasyon Hedeflemesi



Kaynak: Stanley Fischer; "Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?", Achieving Price Stability, y.y., A Symposium by The Federal Reserve Bank of Kansas City, t.y., s.21.

Enflasyon oranı ya da fiyat düzeyi hedeflemesi arasında seçim yapılması durumunda sonuçları açısından farklılıklar taşımaktadır. Enflasyonun tam olarak kontrol edilebilmesi durumunda her iki hedeflemede aynı sonucu verebilecekken uygulamada enflasyonu tam anlamıyla kontrol etmek mümkün olmaması

nedeniyle hedefte sapmalar meydana gelebilecektir. Enflasyon oranının hedeflenmesi durumunda hedefte sapmaların oluşması halinde, bu sapmaların tekrar olmaması için bazı önlemlerin alınması suretiyle politikanın uygulanmasına bir sonraki dönemde devam edilmektedir. Fiyat düzeyi

hedeflemesi durumunda ise hedeflenen fiyat düzeyinde sapma (hedefin aşılması) olması halinde, hedeflenen fiyat düzeyinin geriye çekilmesi deflasyonist etki yaratabilir (Malatyalı, 1998: 9). Başka bir ifadeyle, kısa dönemde beklenmedik fiyat şokları karşısında, fiyat hedefinin aşılması ya da geri kalınması, deflasyonist ya da enflasyonist etki yaratmaktadır. Fiyat hedeflemesi durumunda, merkez bankası geçmişteki hedefteki sapmaları karşılayacak önlemleri alması gerekmektedir.

## II. Enflasyon Hedeflemesinde Gelişmiş Ülke Uygulamalarına Örnekler

1990 yılında resmi olarak enflasyon hedefini ilan ederek enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlayan ilk ülke Yeni Zelanda'dır. Yeni Zelanda'nın bu politikayı uygulamadaki başarısı, zaman içinde bu yaklaşımın diğer ülkeler tarafından benimsenmesini ve önemli ölçüde ilgi odağı haline gelmesini sağlamıştır. Nitekim, son yıllarda fiyat istikrarının sağlanmasında özellikle, finansal piyasaların gelişmesi ve uluslararası sermaye hareketlerinin hızlanması parasal hedefleme ve döviz kuru hedefleme stratejilerinin uygulanmasını güçleştirmiştir. Daha önceki yıllarda ara hedef değişken olarak kullanılan faiz oran ve nominal gelir hedefleme stratejilerinin uygulanmalarında da tam bir başarı sağlanamamıştır. Bu durum son yıllarda enflasyon hedeflemesini alternatif politika stratejisi haline getirmektedir. Kasım 2000 kayıtlarına göre dünyada enflasyon hedeflemesini uygulayan ülke sayısı 19'a\* ulaşmıştır. Tablo 2 incelendiğinde bu

politikayı uygulayan, gelişmiş\*\* ve gelişmekte olan ülkeler arasında, Avusturalya, Brezilya, Kanada, Şili, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Finlandiya, İsrail, Kore, Meksika, Yeni Zelanda, Peru, Polonya, Güney Afrika, İspanya, İsveç, Tayland ve İngiltere gibi ülkelerin bulunduğu görülmektedir. Bu ülkeler arasında yer alan gelişmiş ülkelerin bu politikanın uygulanmasına ilişkin özellikleri Ek 2'de görülmektedir.

\* Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler arasında yer alan Almanya diğer ülkelere göre farklı bir özellik taşımaktadır. Buna göre, Almanya ve İsviçre parasal hedefleme uygulayan ülkelerdir. Ancak uygulanan parasal hedefleme stratejisinin, enflasyon hedeflemesi ile benzer özellikleri taşıdığı savunulmaktadır. Bu özelliklerin sadece, para politikasının düşük enflasyon hedefine odaklı olmasından kaynaklanmadığı, uygulanan merkez bankası politika ve stratejilerinin enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler ile benzer özellikler taşıdığı ifade edilmektedir. Bu özellikler sadece para politikasının çıkış noktasından değil, izlenen düşük enflasyon politikasından ve elde edilen düşük enflasyondan kaynaklanmaktadır. Bu stratejilerin ortak özelliği, kendini enflasyon hedefleyicisi olarak tanımlamaktadır. Sonuç olarak, Almanya ve İsviçre, katı kuralı bir para izleyicisinden çok "enflasyon hedefleyici", ve "parasal hedefleyici" melezi olarak kabul edilmektedir. Bkz. Ben S.

Bemanke, Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen, *Inflation Targeting: Lessons From The International Experience*, USA, Princeton University, 1999, s.41. & Nuray Altuğ, *Para Politikalarında Ara Hedef Yaklaşımı ve Enflasyon Hedeflemesi*, İstanbul, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Yayın No:1999-11, 1999, s.57.

\*\* Finlandiya ve İspanya, 1999 yılında Euro geçiş nedeniyle enflasyon hedeflemesinden vazgeçtiler.

Tablo 2: Enflasyon Hedefleyeci ve Hedefleyici Olmayan Ülkeler

Enflasyon Hedefleyici Ülkeler			Hedefleyici Olmayan Ülkeler	
Avustralya	Finlandiya	Peru	Danimarka	Portekiz
Brezilya	İsrail	Polonya	Fransa	ABD
Kanada	Kore	Güney Afrika	Almanya	İsviçre
Şili	İngiltere	İspanya	İtalya	
Kolombiya	Meksika	İsveç	Japonya	
ÇekCumhuriyeti	Yeni Zelanda	Tayland	Norveç	

Kaynak: Frederic S. Mishkin, Klaus Schmidt-Hebbel, "One Decade of Inflation Targeting in The World: What Do We Know and What Do We Need To Know?", NBER Working Paper, No:8397, July 2001, s.40.

Enflasyon hedeflemesi yaklaşımının uygulanmaya başlandığı ilk Yeni Zelanda deneyimi, diğer ülke uygulamalarında da bir başarı örneği olarak alınmıştır. Ancak bu politikanın uygulanmasında farklı ülke şartları, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde farklı uygulanma ayırımı ortaya çıkarmaktadır. Buna göre bu politikayı uygulayan gelişmiş ülkelerin genel ortak özellikleri şunlardır (Alparslan, Erdönmez, 2000:20-21):

- Enflasyon hedeflemesi genel makro-ekonomik politikalara güvenirlilik kazandırmak amacıyla uygulanmıştır.

- Enflasyon hedeflemesi uygulanmasına geçilmeden önceki enflasyon oranları nispeten düşük seviyelerde bulunmaktadır(%10'un altında).

- Bu ülkelerde, tamamen olmasa bile nispeten para politikası araçları serbest ölçüde belirlenmektedir.

- Kamu bütçesinin finansmanında, merkez bankası mümkün olan en az düzeyde yükün üstlenilmesi gibi koşullara sahiptir.

- Uygulamada tüm ülkelerde, temel politika aracı olarak kısa vadeli faiz oranları, kullanılmaktadır.

- Bu ülkelerde enflasyon hedefleri ileriye dönük amaçlar için belirlenmiştir. Belirlenen hedefler ile gerçekleşecek enflasyon oranları

arasında tahmin edilebilir sapmaların dengeleneceği sözü verilmiştir.

Enflasyon hedeflemesi son yıllarda bir çok gelişmiş ülkelerde uygulanan bir politika stratejisidir. Bu politikanın uygulanmasının gelişmiş ülke deneyimlerine ilişkin çıkarımlar yapabilmek için, politikayı uygulayan ülkelerin uygulama öncesinde ve uygulanma aşamasında nasıl bir strateji izlediklerinin incelenmesi gerekmektedir. Buna göre, gelişmiş ülke deneyimlerinin iyi analiz edilmesi için dört ülke örneği olarak Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere ve İsveç incelenecektir. Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere ve İsveç resmi olarak 1990-1993 yılları arasında bu politikayı uygulamaya başlayan ülkelerdir. Bu ülkelerin, uygulamada ve hedeflemede farklı yasal tedbirler ve prosedürler uygulamış olmaları nedeniyle, söz konusu ülkelerin deneyimleri önemli sonuçlar sağlamaktadır .

#### Á. Yeni Zelanda

1970'li yıllardan 1980'li yıllara kadar ki süreçte, OECD ortalamasına göre, düşük büyüme ve yüksek enflasyona sahip olan Yeni Zelanda ekonomisinde, 1984 yılı Temmuz ayındaki hükümet değişikliği ile kapsamlı bir Ekonomik Reform Programı'nın uygulanması kararı alındı. Temel amaç düşük enflasyon hedefi yanısıra, finansal ve ekonomik

liberizasyonu sağlamaktı (A.Fischer, 1995:34). Bunun için, piyasa ekonomisinin gelişmesine yönelik düzenlemelerin yapılması amaçlanmıştı. Program iki aşamadan oluşmaktadır: 1984 yılının ikinci yarısından 1987 yılına kadar, hükümetin düşük enflasyon hedeflediği dönem programın birinci aşamasıdır. 1987 yılının ikinci yarısından 1990 yılına kadar süren ikinci aşama fiyat istikrarı hedefinin merkez bankasının nihai politika hedefi haline getirildiği dönemdir. Programın birinci aşamasında, 1984 yılındaki seçimler sonrası para politikasında enflasyona odaklı politika izlemeye başlayan Yeni Zelanda Rezerv Bankası(YZRB) aynı zamanda uygulamaya konulan Ekonomik Programın hedefinin gerçekleştirilmesine yönelik uygulamalara başlamıştır. Bunun için, 1985 yılı Mart ayından itibaren parasal tabanı kontrol ederek parasal büyüklüklere yönelik hedefleme stratejisine geçmek amacıyla Yeni Zelanda doları dalgalanmaya bırakılmıştır. Ancak finansal serbestleşmenin, bu stratejinin başarılı olmasını engellemesi nedeniyle YZRB'sı döviz kurunu, faiz oranlarını, enflasyon beklentisini, parasal büyüklükleri ve reel üretim düzeyini belirleyen izleme listesinde “**checklist approach**” yer alan ekonomik değişkenleri izlemeye başlamıştır. Bunların içinde, döviz kuru ve faiz oranı en çok takip edilen değişkenler olmuştur (A.Fischer, 1995:34-35). Programın ikinci aşamasında, 1987 yılının ikinci döneminden 1990'lara kadar süren fiyat istikrarına yönelik kapsamlı bir politika hedefi belirlenmiştir. Bu amaçla tek hedefi fiyat istikrarı olan bağımsız bir merkez bankası için yeni düzenlemeler yapılmıştır. 1935 yılında kurulan YZRB'sının 1989 yılına kadar çeşitli hükümetler tarafında görevleri sınırlandırılmıştı. Ancak 1989 yılında yasada yapılan düzenleme ile YZRB'sı, dünyanın en önemli bağımsız merkez bankalarında biri haline gelmiştir. 1989 YZRB Yasası'nın temel özellikleri şunlardır:

- Yasa ile birlikte izlenen hedef değişken politika uygulamalarında şeffaflık sağlanmıştır.

- Daha önceki yasada para politikasına ilişkin olarak yer alan ekonomik büyüme, sosyal

refah, üretim, ticaret, istihdam ve fiyat istikrarı hedefleri arasında çatışma bulunmaktaydı. Ancak yeni yasa ile birlikte bankanın birinci hedefi fiyat istikrarı olarak belirlenmiştir. Fiyat istikrarına yönelik hedef yasanın sekizinci bölümünde şu şekilde ifade edilmektedir: “**Para politikasının belirleyici ve uygulayıcısı olarak bankanın görevi fiyat istikrarı sağlamaktır**”.

- Yasa Maliye Bakanı'nın bankaya doğrudan müdahalesini ortadan kaldırmakla birlikte, Maliye Bakanı'nın ve bankanın görev ve sorumlulukları ayrılmıştır.

1989 yılında YZRB yasasında yapılan değişiklikler incelediğinde, enflasyon hedeflemesinin uygulanması durumunda politikanın başarısı ve kredibilitesi için gerekli koşulların sağlandığı görülmektedir. Bunlardan, birinci olarak, para politikasının hedeflerinden diğerleri elimine edilerek, sadece fiyat istikrarına odaklı olması ile siyasi otoritenin baskısının bankanın hedeflerini engellenmesi önlenmiştir. İkinci olarak, YZRB ile Maliye Bakanlığı'nın görev tanımları ayrılarak, Maliye Bakanlığı'nın, bankanın uyguladığı politikaya müdahale etmesi önlenmiştir. Böylece, YZRB'ye bağımsız hedef belirleme serbestinin verilmesi ile hedef bağımsızlığın sağlandığı gözlenmektedir. Üçüncü olarak YZRB'in uygulayacağı politika ilişkin olarak gelişmelerin ve sonuçların paylaşılmasının sağlanması şeffaflığı arttırmıştır. Enflasyon hedeflemesinin uygulaması öncesi yapılan kurumsal düzenlemeden birincisi, 1989 yılında yeni bir yasa ile YZRB'sı bağımsız bir statüye kavuşurken, bankanın tek hedefinin fiyat istikrarı olarak belirlenmesi olmuştur. İkincisi ise fiyat istikrarının devamlılığmdaki kararlılığın göstergesi olarak YZRB ve Maliye Bakanlığı arasında Politika Hedef Anlaşmasının(PHA) imzalanmasıdır (Sherwin, 2000:15). Hükümet ve Rezerv Banka'sı arasında yapılan anlaşma bir kontrata bağlanmakta ve söz konusu kontrat Politika Hedef Anlaşması olarak tanımlan-



maktadır. Yasa, Politika Hedef Anlaşması içinde yer alan enflasyon hedefleri yanında para ve döviz kuru hedeflerini tanımlamakla birlikte nihai amaç fiyat istikrarını sağlamaktır. Anlaşma içinde yer alan önemli diğer nokta ise, Governor'ün enflasyonun seyrine ilişkin olarak yılda iki defa rapor vermesi zorunluluğu ve beş yıllık dönem sonunda enflasyon hedef bandında meydana gelecek sapmalar nedeniyle Governor'ün görevden alınabilmesiydi. YZRB'sı Yasa'sında, para politikası uygulamalarının her aşamasındaki sorumluluk, hesap verebilirlik ve şeffaf olma ilkelerini ayrı ayrı tanımlanmaktadır (Brash, ty:127). Böylece politikayı uygulayan otoriteye, başarısızlık halinde yüksek düzeyde, hesap verme zorunluluğu getirilmiş olması, kamuoyunun politikanın başarısına ilişkin beklentilerini arttırmıştır. İkinci kurumsal düzenlemeyi de yapan Yeni Zelanda 1990 yılı Mart ayında %0-2 band aralığında hedef belirleyerek 5 yılı kapsayan politika uygulamaya başlamıştır.

Bu süreçte 1996 yılma gelindiğinde Aralık 1992'de %0-2 olarak hedeflenen bant aralığı, Aralık 1996' da imzalanan yeni anlaşma ile hedeflenen %0-3 oranına çekilmiştir. Bu dönemde ayrıca TÜFE temel alınarak yapılan hedeflemede meydana gelecek sapmaları önlemek amacıyla TÜFE'den faiz maliyetleri, dolaylı vergiler ve hükümet harcamaları gibi bazı kalemler arındırılarak **"temel enflasyon oranı(CPIX)"** oluşturulmuştur. Aralık 1997 'de yapılan anlaşma ile temel enflasyon oranı CPIX'in %0-3 bandında kalması hedeflenirken, 1999 yılından sonra geçmiş dönem dikkate alınarak yeni bir fiyat indeksi oluşturma kararı alınmıştır. 1997 yılı Aralık ayında imzalanan ve 1 Eylül 1998 tarihinde uygulanmaya başlanan mevcut Politika Hedef Anlaşması, 31 Ağustos 2003 tarihine kadar sürecek bir 5 yıllık dönemi kapsamaktadır. Enflasyon oranı, Rezerv Bank'm Haziran 2000'ne kadar ki %0-3 arasındaki bant hedefinde kalmasına rağmen, dönem sonunda %2.0 kadar enflasyon yükselmiştir. Bu artışın nedeni olarak,

1999 yılına kadar ki ekonomik büyümenin yanı sıra, tütün vergisi artışı ve yüksek petrol fiyatlarından kaynaklanan geçici faktörlerin etkisidir. Enflasyon hedeflemesinde Yeni Zelanda deneyiminin uygulanma sonuçlarına bakıldığında, diğer ülke uygulamalarına göre nispeten önemli farklılıklar ve özellikler taşıdığı görülmektedir:

- Birinci olarak, enflasyon hedeflemesini resmi olarak ilk uygulayan ülke özelliği taşımaktadır.

- İkinci olarak, uygulayan ilk ülke olmasının zorluğuna rağmen, uygulama öncesi gerekli kurumsal altyapı çok iyi derecede hazırlanmıştır. Bunun için, 1989 yılında RZRB Yasası'nda yapılan değişiklik ile bankanın politika belirleme ve uygulamada bağımsızlığı sağlanmıştır.

- Üçüncü olarak, enflasyon hedeflemesi uygulanmasında belirlenen hedefler, Hükümet ve Rezerv Bankası arasındaki yapılan Politika Hedef Anlaşması ile bir kontratta belirtilmektedir,

- Dördüncü olarak, enflasyon hedeflemesinin temel unsurlarından biri olan hesap verebilirliği güçlendirmek amacı ile politikanın uygulanmasında beş yıllık dönem sonunda muhtemel sapmalar sonucu başarısızlık halinde, Governor'ün görevden alınabilmesine ilişkin katı bir yaptırım getirilmiştir.

- Beşinci olarak, kamuoyunun politikanın başarısı olan inancın ve şeffaflığın sağlanması için, Enflasyon Raporları ve Projesiyonları yayınlanmıştır.

## B. Kanada

Kanada, 1975-1982 yılları arasında para politikasında ara hedef olarak "M1" geniş para büyüklüğünü kullanmıştır. Ancak, 1982 yılında yeni finansal araçların "M1" ile nominal harcamalar arasındaki bağı zayıflatması nedeniyle "M1" rin ara hedef olarak

kullanılmasından vazgeçilmiştir. Para politikasında kullanabileceği yeni bir hedefin belirlenmemesinden dolayı 1982-1992 yılları arasında para politikasında herhangi bir resmi hedef kullanılmamıştır (Freedman, 1995:20). Para politikası uygulamasında 1991 yılına kadar devam bu belirsizlik ortamının nedeni, 1990 yılının son döneminde ekonomideki durgunluk, artan dış ve iç borçlar, politik ve ekonomik istikrarsızlıktır. Yüksek enflasyon nedeniyle kredibilitenin düşmesi sebebiyle 1991 yılı başında para politikasına yön verecek yeni kararlar alınarak, 1991 Şubat'ta ilk hedef ilanı ile enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlanmıştır. Enflasyon hedeflemesinin başarısı için gerekli kurumsal yapının oluşturulması için merkez bankası yasasında bazı değişiklikler yapılmıştır. Buna göre, Hükümet ile Kanada Merkez Bankası'nın 1991 yılından itibaren enflasyon hedeflemesine karar vermesiyle merkez bankası sadece hedef stratejilerini yönlendiren birim olmanın yanı sıra kısa ve orta dönem ekonomi yönetiminin de sorumlusu haline getirilmiştir (Grant, 1997:207). Kanada Merkez Bankası para politikasındaki hedefini fiyat istikrarı olarak açıklarken, banka araç bağımsızlığı yanında, faiz oranlarını belirleme yetkisine de sahip olmuştur. Kanada Merkez Bankası enflasyon hedeflemesinin uygulanması için gerekli kurumsal özelliklere sahip olmakla birlikte, politikanın kredibilitelerini arttıran ve şeffaflığı sağlayan diğer özellikler ise şunlardır:

- Merkez Bankası enflasyon hedeflemesinin uygulamasından sorumludur.

- Enflasyon hedeflemesinde referans olarak gıda, enerji ve dolaylı vergileri hariç tutan bir "temel enflasyon" endeksi belirlenmiştir.

- 1993 yılından itibaren Merkez Bankası enflasyon hedeflemesine ilişkin politikaları ve sonuçları içeren raporun periyodik olarak yayınlanması kararını almıştır.

- 1994 yılından itibaren yenilenmiş olarak yıllık raporun ve 1995 yılından itibaren 6 ayda bir

Para Politikası Raporu'nun yayınlanması kararlaştırılmıştır.

- Maliye Bakanı ve Governör'ün her hafta toplantı yapma zorunluluğu bulunmaktadır.

1991 yılı Şubat ayında ilan edilen TÜFE enflasyon hedefi 1993 yılı sonuna kadar, %3(22 ay), 1994 yılı ortasına kadar %2.5, 1995 yılı sonu için %2(-1,+1), olarak belirlendi. Ancak 1991 yılının başında Kuveyt'in işgali ile artan petrol fiyatları ayrıca mal ve hizmetlere yüksek düzeyde getirilen "Mal ve Hizmet Vergisi" (MHV) enflasyonist beklentileri oldukça yükseltti. Enflasyon hedeflemesinin uygulanmasının ilk yılı sonu olan 1992 yılında TÜFE oranı %2.1 olarak gerçekleştirilirken, gıda ve enerji hariç tutularak hesaplanmış olan TÜFE oranı %2.0 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon hedeflemesinde, enflasyonist beklentilere rağmen ilk hedefin sonuçlarının olumlu olması politikanın kredibilitelerini arttırmıştır. 1993 yılı Aralık ayında, merkez bankası Governörü değiştirilen yapılan seçimle, hükümette değişiklik olmuştur. Merkez bankası ve hükümet para politikasındaki fiyat istikrarının sürdürülmesi kararını alırken, 1995 yılı hedefleri 1998 yılı sonuna kadar uzatılmıştır. 1995 yılı hedefinin 3 yıl daha uzatılmasındaki amaç, düşük enflasyon hedefine ulaşmış olan Kanada'nın bu düşük hedefi uzun döneme yayarak gerek politikanın kredibilitelerini yükseltmek, gerekse belirsizliğin ortadan kaldırılması amacıyla taşımaktadır. Daha sonra bu hedef 2001 yılının sonuna kadar iki defa yenilenerek uzatılmıştır. Her iki yenilenen hedefte ise %1-3 bant aralığında %2 hedefi belirlenmiştir.

Uygulama sonuçlarına göz atıldığında, Kanada Merkez Bankası enflasyon hedeflemesinde hedeflere ulaşmadaki başarıyı 1997 yılı sonu kadar sürdürmüştür. 1994 yılında yaklaşık %1.8 temel enflasyon (gıda, enerji ve dolaylı vergiler hariç) oranına ulaşan Kanada,

1995 yılında bu oranı %2.17, 1996 yılında 1.56 ve 1997 yılında 1.64 olarak gerçekleştirmiştir. Ancak, Kanada'da 2001 yılı sonlarına doğru iki önemli gelişme ekonomi üzerinde etkili olmuştur: ABD de başlayan global ekonomideki gerileme ve 11 Eylül saldırısının etkisi. Her iki gelişme sonucunda oluşan belirsizlik durumu ekonomide her zamankinden daha fazla güven ortamına ihtiyaç duyulmasına neden olmuştur. Kanada ekonomisinde geleceğe ilişkin projeksiyona göz atıldığında, 2001 yılının ilk çeyreğinde arz fazlasında hareketlenmenin olması tahmin edilmekteydi. Bu senaryonun temelinde, merkez bankasına göre 2002 yılının ikinci yarısına kadar reel büyümenin potansiyel büyümeyi geçemeyeceği tahmini bulunmaktaydı. Diğer bir öngörü, arz fazlasının, 2002 yılının ortasına kadar devam ederek çekirdek enflasyon üzerinde baskı sonucu düşme eğilimine gireceği ve bunun uzun dönem enflasyon beklentilerini %2 düzeyinde kalmasını sağlayacağı tahmin edilmekteydi. Merkez Bankası'nın geleceğe ilişkin öngörüsünde, eğer dünya enerji fiyatları, 2001 Eylül öncesinde kalır ya da altına düşerse, TÜFE 2002 yılı için bant aralığında %2 nin altına düşmesi beklenmekteydi. Enerji fiyatları için geçerli bu varsayıma göre, TÜFE enflasyonu 2002 yılında çekirdek enflasyon altında kalabilirdi. Kanada Merkez Bankası'nın araç bağımsızlığına sahip olması, politikanın uygulanması sürecinde Maliye Bakanlığı ve diğer kurumlarla olan uyumlu çalışması, uygulama sonuçlarının kamuoyuna açıklanması, merkez bankasının hesap verebilirlik ilkesi açısından büyük önem taşımaktadır. Kanada Merkez Bankası'nın izlemiş olduğu şeffaf ve açık politika enflasyonist beklentileri olumlu şekilde etkilemiştir. Kanada'nın temel ekonomik göstergeleri incelendiğinde enflasyon hedeflemesi uygulaması sonrası enflasyonun kontrol altına alınmasının yanısıra, diğer ekonomik göstergelerinde olumlu yönde etkilendiği görülmektedir. Kanada'da, 10 yıldan fazla bir süredir uyguladığı enflasyon hedeflemesinde, enflasyonun kontrol altına alınmasında başarı sağlamıştır. Bunun

üzerine uygulanan politikanın devamı için hükümet ve merkez bankası arasında enflasyon hedeflemesine yönelik yeni bir anlaşma yapılmıştır. Anlaşma 5 yıllık olup, 31 Aralık 2006'a kadar devam edecektir. Ayrıca, 2006'dan önce hükümet ve merkez bankası geçmiş döneme ilişkin sonuçları değerlendirerek yeni bir enflasyon hedef dönemi için karar verecektir. Bank of Canada , 2001:1) Yenilenen anlaşmaya göre:

- Enflasyon hedef aralığı %1-3 arasında devam edecek ve %2'lik orta hedefin tutturulması gerekmektedir.

- Anlaşma beş yıllık dönemi kapsamaktadır.

- Enflasyon hedefinin sonuçları 12 aylık TÜFE dikkate alınarak ölçülecektir.

- Kanada Merkez Bankası'nın kısa dönem politika uygulamalarına rehberlik etmesi için çekirdek enflasyon kullanılacaktır. 2001 Haziran başlanarak aylık TÜFE hesaplamalarında dolaylı vergilerin etkisinden arındırılmış ölçüm ve çekirdek enflasyon sonucu yayınlanacaktır.

- Enflasyon hedefine ilişkin sonuçlar Para Politikası Raporlar'mda açıklanacaktır.

### C. İngiltere

"M3" para büyüklüğü hedefleme politikasına 1973 yılında başlayan İngiltere ilk defa resmi olarak 1976 yılında açıklamıştır. İngiltere parasal büyüklük hedefleme stratejisini uygulamaya başlanmasının iki ana nedeni bulunmaktadır. Birinci olarak, parasal büyüklük hedeflemenin kamunun emisyon hacmini sınırlandırması nedeniyle Hazine'nin kamu harcamalarını en az düzeye indirmesine yardımcı olmaktadır. İkinci olarak, parasal büyüklük hedefleme hükümetin enflasyonu düşürme politikasına kredibilite sağlamaktadır.

(Ailen, 2000, 65). Bu süreçte, İngiltere’de 1976 sonrası artan kamu harcamalarının sınırlandırılması ve fiyat istikrarının sağlanması amacıyla parasal büyüklük hedeflemeyi uygulamaya başlamıştır. 1979 yılında muhafazakar partinin iktidara gelmesine kadar ki süre içinde bu politikasına devam ettirilmiş ve 1979 sonrası uygulanan politikaya ilişkin bazı değişiklikler yapılmıştır. İngiltere’de 1979 sonrası yeni hükümet gelir politikasının anti-enflasyonist politika uygulamasında etkisiz kaldığı görüşü kabul etmiş ve “geniş para arzı” hedef aralığı 1980/81 yılında %7-11, 1983/84 yılında %4-8 aralığına çekilmiştir. Bu durum 1979 yılı Ekim ayında döviz üzerindeki kontrolün kaldırılmasıyla birlikte finansal liberizasyona geçilmesi “geniş para arzı”nın hedeflenenden daha hızlı büyümesine neden olmuştur. Bu dönemde uygulanan politikanın sonuçlarına göz atıldığında, kısa dönem faiz oranlarındaki artışın etkisi para arzı büyümesinin hedeflenen aralıkta gerçekleşmesinde yetersiz kalmıştır. Diğer taraftan, 1980 yılı Mayıs ayında %20 olan enflasyon oranı, 1986 yılı Temmuz ayında %5’lerin altına düşmüştür. Ancak enflasyondaki bu düşüşün ekonomiye tam anlamıyla olumlu şekilde yansımaması nedeniyle 1986 yılı Ekim ayında geniş para arzı hedeflemesi politikası uygulamasından vazgeçilmiştir. Uygulanan politikanın enflasyon düzeyini düşürmedeki olumlu etkisine rağmen finansal liberizasyonun etkisi ile İngiltere Merkez Bankası’nın parasal büyüklüğü kontrol etmekte zorlanması ile birlikte parasal büyüklük hedeflemenin yetersiz kaldığı kabul edilmiştir.

1986 yılında parasal büyüklük hedeflemesi uygulaması sonrası, 1987 yılında İngiliz sterlini Alman markına sabitleyerek döviz kuru hedefleme politikası uygulamasına başlayan İngiltere, bu dönemde yükselmeye başlayan enflasyona engel olamamıştır. Ancak Batı Almanya’nın bu dönemde Doğu Almanya ile birleşmesinin maliyetinin yarattığı enflasyonist etki, Alman Markı’nın sterlin karşısında değer kazanmasına

neden olmuştur. Bu durum, ekonomik küçülme yaşayan İngiltere’nin Döviz Kuru Mekanizması içindeki uygulaması gereken döviz kuru politikasından sapmasına neden olurken, 1992 yılı Eylül ayında Döviz Kuru Mekanizması içindeki üyeliğinden ayrılmak zorunda kalmıştır. 1992 yılında Döviz Kuru Mekanizması içindeki üyeliğinin son bulması ile döviz kuru hedeflemesi uygulamasından da vazgeçmek zorunda kalmıştır. Bu dönemde dünyada yeni uygulanmaya başlanan enflasyon hedeflemesinin merkez bankasının yeni politikası olmasına karar verilmiştir. 1992 Ekim ayında enflasyon hedeflemesine geçme kararı alan İngiltere uygulamaya geçmeden önce, uygulanacak politikanın başarısı için merkez bankası-hükümet ve merkez bankası-hazine ilişkilerini yeniden yapılandırarak kurumsal düzenlemeleri yerine getirme kararı almıştır. İngiltere Merkez Bankası, operasyonel bağımsızlığı sahip olmadığı gibi, faiz oranları Maliye Bakanı tarafından belirlenmektedir. Merkez Bankası’nın bağımsız olmaması nedeniyle, para politika uygulamaları şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerini taşımamaktadır. Bunun için Merkez bankasının konumuna ilişkin olarak yapılan düzenlemelere göre;

- Hazinesinin önerisiyle, Maliye Bakanı ile Governör arasında yapılan aylık toplantılarda alınan kararların tutanaklarının açıklanma süresi, toplantıdan sonra 2 hafta içinde yayınlanmasına karar verilmiştir.

- Maliye Bakanı ve Governör arasında yapılan aylık toplantılar resmi hale gelirken, Maliye Bakanlığı faiz oranlarını hazine ve merkez bankasının önerileri doğrultusunda açıklamaya başlamıştır.

- İngiltere Merkez Bankası’nın katkıları doğrultusunda Enflasyon Raporu yayınlanmaya başlamıştır.

Ayrıca, 1998 yılında Bankacılık Yasa’sında yapılan düzenleme ile İngiltere Merkez Bankası politika araçlarına bağımsızlık

sağlanırken, politikaları yürütecek 9 kişilik bir Para Politikası Komitesi “**Monetary Policy Committee**” kurulmuştur. Para Politikası Komitesi’nin başlıca görevleri, para politikası kararlarının alınması, hükümet tarafından belirlenen enflasyon hedefine bağlı kalınması ve aylık yapılacak toplantılarda faiz oranlarına karar verilmesidir (Haldane, 2000: 54). Buna göre, Para Politikası Komitesi aylık olarak toplantı yapacak ve alınan kararlar hemen toplantı sonrası açıklanacak ve iki hafta sonra alınan kararlar yayınlanacaktır. Diğer taraftan, İngiltere Merkez Bankası, enflasyon hedefinin sonuçlarına ilişkin analizleri içeren 3 aylık Enflasyon Raporu yayınlamaktadır. İngiltere Merkez Bankası ve Para Politikası Komitesi enflasyon raporunun hazırlanmasında ve faiz oranlarının belirlenmesinde, gelecek iki yıla ilişkin ulusal ve uluslararası ekonomik ve parasal faktörleri ele almaktadır. Yapılan bu düzenleme ile birlikte, İngiltere’de para politikalarının yürütülmesinde Maliye Bakanlığı ve Hükümetin etkinliği azaltılırken, merkez bankasının konumu güçlendirilmiştir.

1992 yılı Ekim ayında RPIX “**Retail Price Index Excluding Interest Payments**” olarak ifade edilen faiz ödemelerinden arındırılarak elde edilen fiyat endeksi referans alınarak, “**temel enflasyon**” oranının ilk seçim dönemine kadar %1-4 bandı uzun vadede ise %2.5 bandından hedef belirtilerek enflasyon hedefleme politikasına geçilmiştir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi politikası uygulamasına yardımcı olmak amacıyla, fakat fazla katkı sağlamayan dar kapsamlı para arzı “**MO**” ve geniş kapsamlı para arzı “**M4**”, ile izleme bantları oluşturulmuştur. 1992 yılı Ekim ayında %1-4 bandı hedefi 1994 yılı Mart ile Aralık ayı arasında hedefin yarısına ulaşılır ve enflasyon hedeflemesinin ilk sonuçları başarılı olurken, RPIX temel enflasyon oranı 1995 yılına kadar aynı düzeyde gerçekleşmiştir. Bu dönemde merkez

bankasının enflasyonist baskının önlenmesi amacıyla faiz oranlarını arttırma önerisinin kabul görmemesi RPIX oranlarının tekrar yükselmesine neden olurken Maliye Bakanlığı ve Merkez bankası arasındaki bu görüş ayrılığı Merkez Bankasını haklı çıkarmıştır. Yapılan kurumsal düzenlemelere rağmen kurumlar arasındaki çatışmalar göze çarpmaktadır. Para politikası uygulayıcısı olarak İngiltere Merkez Bankası’nın, ekonomide çıkan aksaklıklara yönelik önlemlerin alınmasında tam anlamıyla inisiyatif kullanamadığı görülmektedir. Bu süreçte, 1995-1997 yılları arasında RPIX enflasyon oranını %2.7-3.1 aralığında tutmayı başaran İngiltere 1997 yılında enflasyon hedefi %2.4-2.6 bandında yer alması hedeflemiştir.

Parasal büyüklük ve döviz kuru hedeflemesi uygulamalarında başarılı olamayan İngiltere, 1992 yılı Ekim ayında uygulamaya başladığı enflasyon hedeflemesinde başarılı olmuştur. Özellikle enflasyon hedeflemesi öncesi, İngiltere Merkez Bankası’nın operasyonel bağımsızlığı yeterli düzeyde etkin değildi. Ancak alınan kararlar ile merkez bankasının konumu yeniden yapılandırılırken Hazine ve Maliye Bakanlığı ile olan ilişkilerinde de büyük değişim yaşanmıştır. Ayrıca önemli olan ikinci unsur, alınan kararlarla şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerinin eksikliklerinin giderilmesidir. Maliye Bakanı ve Güvernör arasında yapılan toplantıların tutanaklarının kamuoyu ile paylaşılması, merkez bankasının katkılarıyla Enflasyon Raporu’nun periyodik olarak açıklanması merkez bankasına olan güveni arttırmıştır. İngiltere’nin temel ekonomik göstergeleri incelendiğinde, faiz ve işsizlik oranlarında gerilemenin yanında, enflasyon hedeflemesinin uygulanması ile birlikte tekrar büyüme başladığı görülmektedir.

#### D. İsveç

İsveç, 1914-1922 ve 1931-1933 dönemleri dışında 1873 den itibaren sabit döviz kuru kullanmıştır. Ancak 8 Ekim 1982 tarihinde İsveç Kronu'na %16 devalüasyon yapmak zorunda kalan İsveç Merkez Bankası Riksbank, 1989 yılına kadar Kronu etkileyen birçok spekülasyon etkileri devalüasyon yapmadan önlemeye çalışmasına rağmen spekülasyon etkilerinin önüne geçilememiştir. Bunun üzerine, Riksbank 1992 yılı Kasım ayında dalgalı kur rejimine geçme kararı almıştır (Svensson, 1995:69). Riksbank, dalgalı kur sistemine geçmeden önce uzun yıllar sabit kur rejimi altında, para politikasında nihai hedefi olan fiyat istikrarını, döviz kurunu nominal çapa olarak kullanarak sağlamaya çalışmıştır. Dalgalı kur rejimi sonrası, para politikasında oluşan belirsizliği önlemek amacıyla bu dönemde alternatif politika arayışlarına girilmiştir. Kanada, Yeni Zelanda ve İsviçre'de uygulanan para politikası örneklerini inceleyen Riksbank, 15 Ocak 1993 tarihinde enflasyon hedeflemesine geçme kararı almıştır. 1993 Ocak ayından itibaren, dalgalı kur rejimi altında fiyat istikrarını nihai hedef haline gelirken enflasyon hedeflemesi resmen ilan edilerek başlanmıştır. Riksbank, ilk aşamada TÜFE enflasyon hedefini 1995 yılı ve sonrası her yıl için %1-3 bandında hedef olarak belirlemiştir. Kronunu dalgalanmaya bırakan Riksbank, ilk olarak marjinal sınırı, % 12.5 yükseltirken, Aralık ayında %11.5 oranına düşürmüş ve uzun ve kısa dönem faiz oranları da düşük düzeyde kalmıştır. 1993 yılı enflasyon oranı beklenenin altında gerçekleşirken ekonomideki daralma ve işsizlik oranı yüksek düzeyde kalmıştır. Büyüme %2 olarak gerçekleşirken, işsizlik oranı ise %8-9 aralığında gerçekleşmiştir (Svensson, 1995:69).

1993-1995 yılları arasındaki ilk dönemde Riksbank, yüksek enflasyon beklentisi kırmak için enflasyon tahminleri dışında düzenli olarak enflasyon raporları ve enflasyon beklentileri yayınlamaya başlamıştır. Yapılan yayınlar sayesinde tahvil yatırımcılarının enflasyon beklentileri de %4'den %3'e gerilemiştir (Berg,

2000:33). Ayrıca dalgalı kur rejimine geçmeden önce, hükümet tarafından Riksbank'ın kurumsal reformu için hazırlanan rapor, 1993 yılı Mart ayında açıklanmıştır. Rapor merkez bankasının bağımsızlığının daha da artırılmasını ve fiyat istikrar hedefini yasa haline getirilmesini öneriyordu. 1996-1997 yılları arasında ise Riksbank, ağırlıklı olarak uygulanan politikaların kamuoyu tarafından daha iyi takip edilebilmesi için, enflasyon tahminlerini "Enflasyon Raporu" adıyla yayınlamaya başlamıştır. Bununla birlikte tahvil yatırımcılarının yıllık enflasyon beklentilerinin 1997 yılı sonunda %3'den %2.5'a düşmesi uygulanan politikanın kredibilitelerini arttırmıştır. Artan bu kredibilite 1998 yılından sonra ise uzun dönem enflasyon beklentisinin %2'nin altına düşmesini sağlamıştır. Enflasyon hedeflemesi politikası uygulamasında Riksbank'ın izlemiş olduğu şeffaf politika ve enflasyon hedeflerine ulaşılması politikanın kredibilitelerini artırarak enflasyon beklentilerini düşürmüştür. 1998 Haziran-2000 Haziran dönemi için TÜFE enflasyon tahmini %1.6'dan 1999 Mart-2000 Mart dönemi için %1.4'e gerilemiştir. Temel enflasyon tahmini ise aynı dönem itibarıyla değişmemiş ve %1.8 olarak belirlenmiştir.

İsveç uyguladığı enflasyon hedeflemesi politikasında enflasyonun düşürülmesinde belirlenen hedeflere ulaşmada başarı sağlamıştır. 1993 yılında beklenenin altında gerçekleşen TÜFE enflasyon hedefi, 1994'de %2.4, 1995'de %2.5, 1996'da, %0.49 ve 1997'de %0.46 olarak gerçekleşmiştir. 1994 yılında enflasyon oranı, yapılan bir program çerçevesinde dolaylı vergilerin artırılması ve sübvansiyonların azaltılması nedeniyle, yüksek çıkmıştır. Bu etki 1995 yılında devam ederken, 1996'dan itibaren TÜFE enflasyon oranı düşmeye başlamıştır. İsveç'in enflasyon hedeflemesinde başarısını etkileyen birinci faktör; Riksbank'ın bağımsızlığına ilişkin olarak 1993 yılından önce başlatmış olduğu

kurumsal reform önerisinin 1 Ocak 1999 yılında yapılan yasa değişikliği ile sağlanmış olmasıdır. Böylece, Riksbank uygulamış olduğu para politikalarından sorumlu haline gelmiştir. İsveç'in başarısını etkileyen ikinci faktör ise izlenen şeffaf ve açık politika sayesinde enflasyonist beklentilerin önlenmesi ve kamuoyunun politikaya ilişkin olarak aydınlatılmasını sağlamıştır. Kamunun bilgilendirilmesi sayesinde izlenen politikaya olan toplumsal destek artmıştır. Uygulanan para politikasının ve enflasyon tahminlerinin rapor olarak yayınlanması izlenen politikanın kredibilitesi ve şeffaflığını arttırmıştır. Bütün bu olumlu gelişmelere rağmen İsveç'te uygulanan para politikasının kredibilitesini düşüren faktörlerin olduğu yönünde eleştiriler olmuştur. Svensson, bütçe açıkları, kurumsal özellikler, politik ayrılık ve para politikasının yeterli ölçüde açık ve şeffaf olmadığı yönünde eleştirilerde bulunmuştur. Bunların gerekçelerini ise şu şekilde açıklamaktadır:

- Birinci olarak, İsveç'te bütçe açıkları faiz oranlarını ve enflasyonist beklentileri arttırmakta ve yüksek enflasyona neden olmaktadır.

- İkinci olarak, İsveç'te para politikasına ilişkin olarak yasal bir düzenleme bulunmamaktadır. Bundan dolayı Riksbank yönetiminde gerçekleşen herhangi bir değişimde, yeni yönetim para politikasına yönelik değişiklikler yapabilmektedir.

- Üçüncü olarak, ülkedeki politik ayrılıklar para politikasını etkilemektedir. İsveç'te bir dönem parlamentoda bulunan muhafazakar-liberal koalisyonu Riskbank'ın para politikalarını desteklerken, sosyal demokratlar eleştiriler getirmiştir. Sosyal demokratların bazıları Riskbank'ın doğrudan politik kontrol altında olması gerektiğini savunurken, para politikasında istihdam ve büyüme olması gerektiğini ifade etmişlerdir.

- Dördüncü olarak, Riksbank'ın "İsveç'te Enflasyon ve Enflasyon Beklentileri" olarak yılda

üç defa yayınlanan yayında, enflasyon beklentileri ve para politikasının nasıl daha etkin hale getirebileceğine ilişkin tartışmalar bulunmaktadır. Fakat yayın Riksbank Ekonomi Bölümü tarafından sunulmakta ve Ekonomi Bölümü Müdürü'nün imzasını taşımaktadır. Güvernörün sorumluluğunda olması gereken bu yayının resmi olarak arkasında Güvernörün ve yönetim kurulunun bulunduğu tam açık değildir.

1993 yılında enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlayan İsveç'te, söz konusu politikanın uygulanması ekonomik göstergelere olumlu yansımıştır. İsveç'in temel ekonomik göstergeleri incelendiğinde, enflasyonun kontrol altına alınmasında başarı sağlanırken, enflasyonist baskıya neden olan faizlerde düşme sağlanmıştır. Ayrıca, büyüme oranında 1994 yılı sonrası hızlı artış ile birlikte, işsizlik oranındaki son yıllardaki düşüş dikkat çekici yöndedir.

### III. Enflasyon Hedeflemesinde Gelişmiş Olan Ülke Uygulamalarına Örnekler

Son yıllarda Brezilya, Şili, Polonya, Meksika gibi gelişmekte olan ülkelerde de enflasyon hedeflemesi uygulanmaya başlanmıştır. Bu ülkelerin kendi koşullarının etkisi ile gelişmiş ülke deneyimlerinden farklı olarak uygulamada bazı ilave zorlukların ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bu durum, gelişmekte olan ülkeler açısından, uygulamada başarı için gerekli ön koşulların neler olduğunu değerlendirmeyi oldukça güçleştirmiştir. Söz konusu bu veriler çerçevesinde gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon hedeflemesinin uygulanmasının, gelişmiş ülke deneyimlerine göre daha büyük zorluklara sahip olduğu gözlenmektedir. Özellikle, enflasyon hedeflemesinin uygulanma öncesi para politikasına ve bankacılık sistemine ilişkin kapsamlı bir kurumsal düzenlemeye ihtiyaç olduğu

görülmektedir. Öte yandan söz konusu politikaya ve merkez bankasına olan güvenin sağlanmasında, gerek hedeflemeye başlanacak enflasyon düzeyi, gerekse şeffaflık ve açıklık politikanın başarısı için büyük önem taşımaktadır. 2000 yılı Kasım ayı kayıtlarına göre enflasyon hedeflemesini resmi olarak uygulayan gelişmekte olan ülke sayısı 11'e ulaşmıştır. Söz konusu politikayı uygulayan gelişmekte olan ülkeler arasında Brezilya, Şili, Kolombiya, İsrail, Polonya, Güney Afrika gibi dünyanın farklı bölgelerindeki ülkeler bulunmaktadır. Enflasyon hedeflemesinin, gelişmekte olan ülke uygulamalarına getirdiği zorluklar, bu ülke uygulamalarının farklı özellikleri taşımasını sağlamıştır. Bunun temel nedeni, uygulama öncesi ve uygulama aşamasında, bu ülkelerin kendi koşullarından sebebiyle ortaya çıkan sorunlardan kaynaklanmaktadır. Buna göre, gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon hedeflemesi uygulamasına ilişkin genel özellikler şunlardır (Alparslan, Erdönmez, 2000: 27-28):

- Gelişmekte olan ülkelerde bağımsız bir para politikasının uygulanması için gerekli olan güçlü mali altyapı bulunmamaktadır.

- Bu ülkelerde para politikasında fiyat istikrarı hedefi konusunda tam bir görüş birliği sağlanamamıştır.

- Enflasyon hedeflemesi ve para politikasının etkilerinin değerlendirilmesine ilişkin genel kabul görmüş kriterler bulunmamaktadır.

- Optimum enflasyon oranı hakkında tam bir görüş birliği sağlanamamıştır.

- Bu ülkelerin önemli bölümünde, enflasyon oranı çok yükseklerde olup, genelde açık ya da zımni olarak geriye dönük endeksleme yapılmaktadır.

- Ulusal parası dolara endekslenmiş ülkelerde, döviz kuru şoklarına karşı ihtiyatlı düzenlemeler bulunmadığı durumlarda, enflasyon hedeflemesinin uygulanması zorlaşmaktadır.

- Enflasyon hedeflemesinin başarısı için para aktarma mekanizmasının çok iyi anlaşılması gerekmektedir.

- Bu ülkelerde parasal ortamından, mali liberalizasyondan ve sermaye hareketlerinden kaynaklanan yapısal sorunlarla karşılaşmaktadır."

Çalışmanın bu bölümünde enflasyon hedeflemesinin gelişmekte olan ülkelere uygulanma sürecine ve sonuçlarına ilişkin değerlendirmenin yapılabilmesi için, Şili, Meksika, Brezilya ve İsrail deneyimleri incelenmiştir. Özellikle, gelişmekte olan ülkeler arasında söz konusu politikanın uygulanmasında uzun dönem tecrübeye sahip olan Şili ve İsrail deneyimi bu politikanın başarıma ilişkin önemli sonuçlar sağlamaktadır.

#### A. Şili

Şili, uzun yıllara dayanan enflasyon ile mücadele politikasında, 1960'lı yıllardan itibaren fiyat istikrarı hedefine odaklı politika izlemesine rağmen, enflasyonun arzu edilmiş düzeye ulaşmasını sağlayamamıştır. Özellikle, 1959-62 ve 1979-82 yıllarında uygulanan nominal döviz çapasının kullanıldığı iki önemli istikrar programında da olumlu sonuç alınamamıştır. Uygulanan istikrar programlarındaki başarısızlık sonrası Şili ekonomisinin, 1982-83 yılları arasında ödemeler dengesinde ve bankacılık sektöründe karşı karşıya kaldığı krizin, reel ve finans sektörü üzerindeki maliyeti oldukça yüksek olmuştur. %30'lara ulaşan işsizlik ve enflasyon oranı, krizin etkisini önemli ölçüde özel finans kurumları üzerinde göstermiştir (Garcia, 2000:146). Bu süreçte kriz sonrası, yapılan seçimler ardından şekillenen yeni siyasi yapı, ekonomik sistemin genel çerçevesinde köklü değişimleri amaçlamıştır. Başlangıç noktası ise merkez bankasının statüsüne ilişkin bazı düzenlemelerin yapılması kararını almış olmasıdır. Bu çerçevede yasal düzenleme ile Şili Merkez



Bankası yasal özerkliğini kazanırken, hedef bağımsızlığını ve oldukça yüksek düzeyde sayılabilecek araç bağımsızlığını\* elde etmiştir. Diğer taraftan bu dönemde Körfez Savaşı nedeniyle meydana gelen Petrol Fiyat Şoku ve 1989'daki genişleme politikalarının etkisi ile enflasyon oranı yükselmeye başlamıştır. Bunun üzerine, para politikasında yıllık enflasyon hedefinin nominal çapa olarak kullanılması kararı alınmıştır. Bu karar ile enflasyon hedeflemesi uygulamasına yönelik atılan bu adımın temelinde daha önce yapılmış olan bazı düzenlemelerin etkisi bulunmaktadır. Bunlardan, birinci olarak merkez bankasının yasada yapılan değişiklik ile bağımsızlığını kazanması ve fiyat istikrarının ana hedef olarak belirlenmiş olmasıdır. İkinci olarak 1980'li yılların başındaki krizler sonrası, bankacılık düzenleme ve denetiminde gelişmiş ülkeler ile mukayese edilebilir değişiklikler yapılmıştır. Tüm yapılmış olan bu düzenlemeler ile enflasyon hedeflemesine geçilmesine yönelik gerekli altyapı sağlanmıştır. Söz konusu politikaya ilişkin gerekli koşulların sağlanması ile birlikte 1990 yılı Eylül ayında Şili Merkez Bankası 1991 yılının enflasyon hedefi ilan etmiştir (Kadıoğlu, Özdemir, Yılmaz 2000:42).

Şili Merkez Bankası hedeflere ilişkin olarak, 1991 ve 1999 yılları arasında, yıllık enflasyon hedeflerini ilan etmekle birlikte, 1994 yılında yapılan değişiklik ile bant hedeflemesi yerine nokta hedef ilan etmeye başlamıştır. Ancak, 1999 yılı sonrası Eylül ayında, 2000 yılı için %3.5 nokta hedef, 2001 yılından itibaren ise %2-4 bant aralığı hedef ilan edilmiştir. Şili'de 1998 yılına kadar ekonomik büyümede de başarı sağlanırken, 1991 yılında %25 oranındaki enflasyon oranı 1999 yılında % 3 oranına gerilemiştir. Ancak, Asya ve Rusya Krizleri sonrası, alman yanlı kararlar, merkez bankası, faiz oranlarını yükseltmesi ve döviz kuru bant aralığının daraltılması ekonomide durgunluğa neden olmuştur. Belirlenen hedefin

altında kalan enflasyon hedefi ile birlikte ekonomi 15 yılda ilk defa durgunluğa girmiştir. Bu kararların bir hata olduğunun anlaşılması üzerine, merkez bankası geri adım atarak 1999 yılında faiz oranlarının düşmesini sağlayarak, ulusal para birimi olan pezonun değer kaybetmesine izin verilmiştir. Bu dönemde izlenen para politikasında yapılan önemli bir değişiklikte döviz kuru rejimine ilişkindir. 1985 yılından 1999 yılı Ağustos aya kadar, döviz kuru olarak sabit kur rejimi kullanılırken piyasa merkez bankasını dalgalı döviz kuru rejimini uygulamaya zorlamıştır. Bunun üzerine Eylül 1999 yılında dalgalı döviz kuruna geçme kararı alınmıştır. Ancak gerçekte, dalgalı kur rejimine geçilmesinin temel nedeni olarak enflasyon hedeflemesi politikasını güçlendirmek olduğu söylenebilir.

Şili, enflasyon hedeflemesi uygulamasında, enflasyonun düşürülmesinde önemli başarı sağlamıştır. Bu başarının birinci nedeni, merkez bankası yasasında yapılan değişiklik ile fiyat istikrarı hedefi odaklı bağımsız bir merkez bankasının oluşturulmasıdır. İkinci neden, yapılan reformlar ile mali ve finansal sistemin denetim altına alınırken mali sistemin güçlendirilmesidir. Üçüncü olarak, 1999 yılında dalgalı kur rejimine geçilerek kur sisteminde esneklik sağlanmış olmasıdır. Dördüncü olarak 2000 yılı Mayıs'ından itibaren enflasyon raporunun yayınlanması, politikanın şeffaflığını arttırırken, kredibilitesini yükseltmiştir. Nitekim, Şili'nin temel ekonomik göstergeleri incelendiğinde, güçlü mali sisteminin de önemli katkısı ile enflasyon hedeflemesi uygulamasında başarılı olduğu görülmektedir. Ancak faizlerde ve büyümedeki olumlu sonuçların işsizlik oranına yansımadağı görülmektedir.

\* Merkez Bankası, para, kredi ve döviz kuru piyasasına müdahalede serbesttir.

## B. İsrail

Uzun yıllar yüksek enflasyon ile yaşayan İsrail ekonomisi, enflasyon oranının %450'ye ulaşması üzerine hiperenflasyon tehlikesi ile karşı karşıya kalmıştır. Bunun üzerine, 1985 yılı Temmuz ayında enflasyonu düşürmeye yönelik kapsamlı istikrar programı uygulama kararı alınmıştır. Programa politik destek veren hükümet, ilk aşamada programa dış yardımların artmasını sağlarken, ücretler ve seçilmiş olan bazı fiyatlar dondurulmuş ve kur sabitlenerek nominal çapa olarak kullanılmaya başlanmıştır (Bufman, Leiderman, and Sokoler, 1995:170). İsrail hükümeti enflasyon ile mücadele için uygulanan program sebebiyle dış rekabet gücünü kaybetmemek için İsrail para birimi Şekeli 1987 yılı başında ve 1988 yılı sonunda devalüe etmiştir. Bunu 1989 yılındaki devalüasyon izlerken, döviz kuru 1989 yılında %3, 1990 Mart ayında ise %5 bant aralığında dalgalanmaya bırakılmıştır. Ancak bu dönemde sabit kur rejimi enflasyona karşı uygulanan politikanın güvenilirliğini azaltmış ve düşük enflasyon beklentisi oluşmasına engel olmuştur. Döviz kurunun nominal çapa olarak kullanıldığı istikrar programının sonunda enflasyon oranının %15-20 aralığına düşmesine rağmen dış ticarete rekabet gücü azalmış ve programın olumlu etkileri zamanla azalmaya başlamıştır. Bunun üzerine enflasyon oranını dünyada gelişmiş ülkelerin düzeyine çekebilmek amacıyla 1992 yılında İsrail'de hareketli kur politikası ve enflasyon hedefleme politikası birlikte uygulanmaya başlanmıştır (Leiderman and Bufman, 2000:70). İki nominal çapanın\* bir arada kullanılmasındaki amaç, hareketli kur politikasının kısa dönem şoklara karşı sağladığı esneklik ile birlikte enflasyon hedeflemesinin para politikası uygulamasında sağladığı açıklık ve güvenilirliği kullanarak politikanın başarısını arttırmaktır. İsrail iki nominal çapa kullanmak amacıyla 1991 yılı Aralık ayında 1992 yılına ilişkin enflasyon hedefini %14-15 kur bandını %9 olarak ilan

etmiştir. 1992 yılında uygulamanın ilk sonuçlarına göre, enflasyonun hedeflenmiş olan %14-15 oranının altında %9.4 olarak gerçekleşmesi uygulanan politikaya olan güvenirliliği arttırmıştır. Bu dönemde İsrail ekonomisinde dört önemli gelişme büyük önem taşımaktadır (Bufman, Leiderman, Sokoler, 1995:173-174):

- Birincisi, 1992 yılında göç nedeni ile artan iş gücü üretimi arttırırken iş gücü maliyetlerinin düşmesi üretim maliyetlerinin düşmesine olumlu yansımıştır.

- İkincisi, sıkı maliye politikası ile bütçe açığı %7'de %3.5'e inmiştir.

- Üçüncüsü, ithalat fiyatları gerilemiş ve İsrail ekonomisi dış rekabete açılmıştır.

- Dördüncüsü, 1991 sonrası kısa bir dönem sıkı para politikası ile İsrail para birimi olan Şekel üzerindeki spekülasyon baskıyı hafifletilmeye çalışmıştır.

İlk hedefin başarılı olarak sonuçlanmasından sonra, 1992 yılı Kasım ayında, 1993 yılı enflasyon hedefi %10, kur hedefi de %8 olarak ilan edilmiştir. Ancak 1993 yılı enflasyon hedefi aşılarak %11.2 olarak gerçekleşmiştir. Hedefin aşılmasının nedeni yılın ikinci yarısında İsrail'deki barış görüşmeleri nedeniyle, yükselen konut fiyatları ve artan iyimser bekleme etkisiyle likit varlıklara olan talebin artması sonucu para arzındaki genişleme olduğu ifade edilmektedir. Bu süreçte, 1994 yılına ilişkin olarak enflasyon hedefi %8, kur hedefi %6 olarak belirlenmiştir. Ancak 1994 yılına ilişkin hedeflerin 1993 yılı Temmuz ayında açıklanması, 1994 yılı enflasyon hedefi üzerine büyük bir gazetede yapılan 89 uzman ekonomistin ve işadamlarının enflasyon tahminlerini ortalama %10.4 olarak açıklaması enflasyonist baskıları arttırarak hedefe olan güveni sarsmıştır. Bunun üzerine hedef aşılarak enflasyon %12.3 oranında gerçekleşmiştir. İsrail hükümeti 1995 yılı enflasyon hedefinin

\* Aslında İsrail iki nominal çapayı bir arada kullanan tek ülke değildir. Şili, Kolombiya ve Polonya'da para politikası uygulamasında iki nominal çapayı birlikte kullanan ülkelerdir

tespitine ilişkin olarak 3 Bakanlar Kurulu toplantısı yapmış ve hedef %8-11 aralığı olarak tespit edilmiştir. Ayrıca Bakanlar Kurulu enflasyonla ilgili olarak bazı kararlar almıştır. Birinci olarak, yerel piyasada yetersiz olma koşuluyla tarım ürünlerinin ithalatına izin verilmiştir. İkinci olarak, yüksek fiyat nedeniyle enflasyonist baskı yapan konut fiyatlarını düşürmek amacıyla konut üretiminin artırılması kararı alınmıştır. Üçüncü olarak, ücret ve faiz dışında kalan bütçe harcamalarına bir sınır getirilmiştir (Bufman, Leiderman, Sokoler, 1995:183). Alman bu kararlar enflasyon ile mücadelede enflasyonist etkileri yaratan unsurları ortadan kaldırma amacı taşımaktadır. Daha sonraki yıllarda enflasyon hedefleme politikasına devam edilmiş ve 1996 yılına ilişkin hedef %7-10 olarak belirlenirken yıl sonu enflasyon hedefi aşılıp %11.3 olarak gerçekleşmiştir (Malatyalı, 1998: 43). İlk olarak 1991 yılı Aralık ayında enflasyon hedefini ve kur hedefini birlikte ilan ederek istikrar programına başlayan İsrail aynı zamanda Yeni Zelanda'dan farklı olarak iki nominal çapayı birlikte kullanmıştır. Uygulamanın ilk yıllarına bakıldığında, 1992 yılı dışında, kur ve enflasyon hedefinin aşıldığı görülmektedir. İzleyen yıllarda da enflasyon hedeflerini gerçekleştirmek mümkün olmadığı gibi, enflasyon hedeflemesinin uygulamasında Yeni Zelanda kadar başarı sağlanamamıştır. Çünkü, İsrail'in enflasyon hedeflemesine ilişkin sonuçların değerlendirilmesinde, uzun süredir savaş hali içinde olmasının dikkate alınması gerekmektedir. Bu söz konusu özel durum bu politikanın titizlikle uygulanmasını zorlaştırması nedeniyle, uygulama sonuçlarının değerlendirilmesini de güçleştirmektedir. İsrail'in temel ekonomik göstergeleri incelendiğinde, bir dönem hiperenflasyon tehlikesi ile karşı karşıya kalan İsrail'in faizlerin ve enflasyonun kontrol altına alınmasında belli ölçüde başarılı olduğu söylenebilmektedir. İsrail'in enflasyon hedeflemesini uygulamasına ilişkin olarak üzerinde durulması gereken bazı hususlar bulunmaktadır. Bunlar:

- Birinci olarak, enflasyon ile mücadele politikasında İsrail'in iki nominal çapayı bir arada kullanması sonucu hedeflerin birbiriyle çatışması gibi uygulamada zorluklar ortaya çıkarmıştır.

- İkinci olarak, İsrail gibi yüksek enflasyonla mücadele eden bir ülkede para politikası yetersiz kalmıştır. Yüksek enflasyon ile mücadele eden İsrail deneyimi göstermiştir ki para politikası yanında maliye politikasının kullanılması gerekmektedir.

- Üçüncü olarak, enflasyon hedeflemesinin uygulanması öncesi herhangi bir kurumsal düzenleme yapılmamış olmasıdır. Bu durum, İsrail Merkez Bankası ile Hazine ilişkilerini politika uygulanma sürecinde olumsuz şekilde etkilemiştir.

- Dördüncü olarak İsrail'de uygulanan enflasyon hedeflemesinin programa sağlayacağı güven açısından Merkez Bankası'nın şeffaf politika izlememesi ve hesap verebilirlik ilkesini tam anlamıyla sağlayamaması enflasyonist beklentileri arttırmıştır.

### C. Meksika

Meksika ekonomisinde 1980'li yılların ortalarından itibaren başlayan yapısal değişim ve reform sürecinde hedef istikrarlı büyümeyi sağlamaktı. Ancak, 1994 Krizi bu hedefe ulaşmasını engellemiştir. 1994 Krizinin iki önemli nedeni bulunmaktadır. Birinci neden 1990'lı yıllarda finansal serbestleşme ve büyük sermaye girişleri ile birlikte oluşan kırılganlıktır. İkinci neden 1994\* yılında ekonomideki iç ve dış şoklar, döviz kuru baskı altında olmasının etkisi ile 1994 yılında önemli bir ödemeler dengesi ve finansal kriz ile karşı karşıya kahnmasıdır. Bu durum Meksika'da uygulanan para politikasında değişiklik

\* 1994 yılında para politikası uygulamasında önceden belirlenmiş döviz kuru rejiminin "pre-determined exchange rate regime" korunması ancak zayıf bankacılık sisteminin etkilenmemesi koşuluna bağlanmıştır.

yapılmasına neden olmuştur. Kriz sonrası döviz kuru %100'ün üzerinde değer kaybına uğrarken, ekonominin genel dengesi bozulması üzerine Meksika hükümeti dalgalı kur rejimine geçme kararı almıştır. Meksika ekonomisini dalgalı kura geçmesini zorlayan krizin temel nedenler arasında cari açık, kamu borç yükü ve bankacılık krizinin etkisi bulunmaktadır (TBB, 2001: 36-37). Krizin neden olduğu temel özelliklerin Meksika ekonomisinin uzun dönemdeki kronikleşen sorunlarında, kaynaklandığı görülmektedir. Meksika'nın uzun yıllar zayıf bir mali ve finansal sisteme sahip olması, kontrol edilemeyen kamu harcamalarının etkisi, bu krizin önemli nedenleri arasında sayılabilmektedir. 1994 krizinin ortaya çıkardığı sorunları çözebilmek amacıyla, 1995 yılında uygulanmak üzere sıkı para ve maliye politikası, mali piyasaların düzenlenmesi ve denetimi ve son olarak ta 52 milyon dolarlık uluslararası destek alarak üç önemli tedbir alınmıştır. Bu tedbirler çerçevesinde hükümet harcamaları kontrol altına alınarak, uygulanacak programa ilişkin 52 milyon dolarlık mali destek sağlanmıştır. Ayrıca, mali sektöründe disiplin altına alınmasına yönelik olarak gerekli yasal tedbirlerin alınarak mali sistemin güçlendirilmesi sağlanmıştır. Ancak, 1995 yılında pezonun devalüe edilmesi ve yüksek enflasyon ortamı Meksika Merkez Bankasının kredibilitésini oldukça zedelemiştir. Bunun üzerine merkez bankası enflasyonu düşürmek amacıyla, ara hedef olarak kullanılan para tabanının büyümesine bir sınır getirmiştir. Buna rağmen döviz kuru ve enflasyonda istikrarı sağlamanın mümkün olmadığı görülmüştür. Bunun temel nedenleri arasında; (Carstens and Wermer, 2000:81)

- Krizde, paranın dolaşım hızının istikrarsız hale gelmiş olması,

- Para tabanının büyümesine sınır getirilmesi ile birlikte pezonun ani değer kaybının enflasyonist beklentileri ve fiyat seviyesi etkilemesinin önüne geçememesi,

- Merkez Bankasının kısa dönemde para tabanını kontrol edememesi,

bulunmaktadır. 1994 Krizi sonrası uygulanan programda başarısız olunması sonucu 1996 yılında yeni bir programın uygulanması kararı alınmıştır. 1996 yılında uygulanan program, önceki dönemdeki uygulamalara göre farklı özellikler taşımaktadır. 1996 yılında uygulanmaya başlanan programın yıllık enflasyon hedefinin belirlenmesi, Net Uluslararası Rezervler ve Net İç Kredilerin belirlenmesi olmak üzere üç önemli unsurunu bulunmaktadır.

1996 yılı para programı ile birlikte, tam anlamıyla enflasyon hedeflemesini uygulamış olmasına rağmen, yıllık enflasyon hedefi belirlenmeye başlanmıştır. Şekil 5 incelendiğinde, enflasyon hedeflemesine kademeli bir geçiş yapan Meksika, açık enflasyon hedeflemesine Ocak 1999 yılında uygulamaya başlamıştır. 1999 yılına kadar yapılan zımni hedeflemede sadece 1998 yılında hedefin altında kalınmıştır. Daha önceki yıllarda hedefin aşıldığı görülmektedir. Enflasyon hedeflemesine geçiş için para politikasında hedefin rolü azaltılarak, ihtiyari tedbirler üzerinde güvenin artırılarak piyasanın enflasyon beklentileri etkilenmeye çalışılmıştır. 2000 yılının itibaren 3 aylık Enflasyon Raporu yayınlanmaya başlanmıştır (Leon, 2000:130-131).

#### D. Brezilya

Brezilya'da 1994 yılı ortalarında uygulanan istikrar programı, özelleştirme, ticari liberizasyon ve finansal sektördeki düzenlemeyi kapsayan geniş bir ekonomik reformu içermektedir. Bu dönemde 1994-98 yılları arasında ortalama %3.4 büyüme ile birlikte, 1997 yılında işsizlik oranı artmaya başlamıştır. (Central Bank of Brazil, 2000: 87-88). Ancak, 1 Haziran 1994 yılında, döviz kuruna dayalı olarak uygulanmaya başlanan programın en önemli başarısı, 1994 yılında

%916 olan enflasyon oranının 1998 yılı sonunda %1.65 oranına düşürülmesi olmuştur (Nicias,2000:132). Bu süreçte, Uzak Doğu Asya'da başlayan Uluslararası Finansal Kriz sonucu, 1998 Ağustos'unda, Rusya'nın borç monitoryum ilan etmesi, Brezilya'nın da kriz ile karşı karşıya kalmasına neden oldu. Krizin etkisi ile, gelişmekte olan ülkelerde önemli düzeyde sermaye çıkışı gerçekleşmiştir. Brezilya bu ortamda, kısa dönem faizleri yükselterek sıkı maliye politikası uygulayacağını ilan etti. Bununla birlikte, Brezilya IMF ile 41.5 milyon dolarlık bir finansal destek paketi anlaşması imzalamıştır. Ancak, yapılan bu anlaşmaya rağmen ekonomide güvenilirliğin yeterli ölçüde sağlanamaması, nedeniyle döviz kuru üzerindeki baskı durdurulmadığı gibi, sermaye çıkışı devam etmiştir. 1999 yılı ortalarına gelindiğinde ise piyasa bu baskıya daha fazla dayanamayarak döviz kuru rejimi çökmüştür. Brezilya'nın uzak doğu krizinin de etkisiyle piyasalarda yeterli ölçüde güven sağlayamaması, gerek mali sistem üzerinde gerekse reel sektör üzerinde olumsuz etkileri devam etmiştir. Bunun üzerine para politikasını yeniden yönlendirecek ve piyasalara yeniden güven kazandıracak bir politika stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin uygulanması kararlaştırılmıştır. Buna göre, 1 Temmuz 1999 yılında, enflasyon hedeflemesi stratejisini uygulamaya başlayan Brezilya'da Cumhurbaşkanı'nın 21 Temmuz 1999'da 3088 nolu karnamesinde aşağıdaki ifadeler yer almaktadır (Alparlan, Erdönmez, 2000:31) :

- Merkez bankasının belirlenen hedeflere ulaşılması için gerekli olan yasal yetkiler verilmiştir.

- Hedeflemede TÜFE'deki değişimler referans alınacaktır.

- Hedefler 2 yıllık dönemleri kapsamaktadır.

- Enflasyon hedefleri için uygun fiyat endeksi, enflasyon hedefleri ve tolerans aralıkları,

Maliye Bakanı teklifi, Ulusal Para Konseyi'nin kararı ile belirlenecektir.

- Merkez Bankası uygulanan politikanın sonuçlarını içeren 3 aylık raporlar yayınlancaktır.”

Aynı kararnamede, Brezilya Merkez Bankası'na enflasyon hedeflemesi uygulamasına ilişkin sorumluluklar verilirken, hedef bağımsızlığı olmasa da, araç bağımsızlığı sağlanmıştır. Hesap verebilirliğe ilişkin olarak, hedeflerde sapma durumunda, Merkez Bankası Başkanı, Maliye Bakam'na politikanın başarısızlığına ilişkin gerekli açıklamaları yapmak zorundadır. Ayrıca, uygulanacak enflasyon hedeflemesi stratejisinin, performansa ilişkin raporların yayımlanması şeffaflığı arttırmıştır. Brezilya enflasyon hedeflemesi uygulaması öncesi, gerek teknik gerekse kurumsal anlamda gerekli olan ön koşulların sağladığı söylenebilir. Enflasyon hedeflemesi için gerekli olan enflasyon tahmin modellerinin ve izlenecek fiyat endeksinin belirlendiği görülmektedir. Resmi olarak 1 Temmuz 1999 tarihinde enflasyon hedeflemesi uygulanmasına başlanarak, 1999 yılı, %8, 2000 yılı %6, 2001 yılı için %4, son olarak 2002 yılı için %3.5 oranında hedef belirlenmiştir. Fiyat endeksi olarak seçilmiş olan IPCA (Çekirdek Enflasyon Fiyat Endeksi) ileriye yönelik tahminleri görülmektedir. Uygulamaya ilişkin performanslara göz atıldığında, 1999 yılında, seçilen fiyat endeksi, IPCA %8.94'e ulaşırken, GSYİH 'daki büyüme %0.8 olarak gerçekleşmiştir. 1998 yılında 6.6 milyar dolar olan dış ticaret açığı 1.2 milyar dolar düşmüştür. Faiz oranlarda, %19 seviyelerine düşerken, faiz dışı fazla %3.1 olarak gerçekleşmiştir. Enflasyon hedeflemesi uygulamasına çok kısa bir süre önce geçen Brezilya enflasyon hedeflemesinin başarısının ön koşulları olan teknik ve kurumsal düzenlemeleri sağlamıştır.

## Sonuç

Merkez bankaları uzun yıllar para politikasında fiyat istikrarı hedefine ulaşmak amacıyla faizleri, nominal geliri, döviz kurlarını ve parasal büyüklükleri ara hedef değişken olarak kullanmışlardır. Ancak, 1980'li yıllarda mali piyasalardaki serbestleşme ve küreselleşme ile birlikte ülkelerin dış şoklara açık hale gelmesi, söz konusu bu politikaların uygulanmalarında güçlükler ortaya çıkarmıştır. Bunun üzerine ara hedef değişken yerine enflasyonun doğrudan hedeflendiği, enflasyon hedeflemesi stratejisi uygulanmaya başlanmıştır. Bu politika belli bir ara hedef seçmeden, gelecekteki enflasyon oranını tahmin yöntemlerini kullanarak hedef olarak ilan edilmesi ve ilan edilen bu hedefin gerçekleştirilmesine yönelik bir para politikası uygulamasıdır. 1990 yılında resmi olarak enflasyon hedeflemesini uygulamaya başlayan ilk ülke olan Yeni Zelanda'nın uygulamadaki başarısı, geçen zaman içinde bu politikanın diğer ülkeler tarafından da benimsenmesini sağlamıştır. Özellikle bu politikanın daha kolay anlaşılır olması, kamuoyuna karşı şeffaflığı ve hesap verilebilirliği artırması nedeniyle belirlenen hedefe ulaşmada başarı olmaktadır. Bu politikanın uygulanması durumunda başarı için ön koşulların, stratejik ve teknik özelliklerin sağlanması gerekmektedir. Dolayısıyla uygulama öncesi belli bir geçiş dönemine ihtiyaç duyulmaktadır.

Bu politikanın gerekli üç temel ön koşulu bulunmaktadır; birinci olarak enflasyon hedeflemesi uygulayacak merkez bankasının bağımsız olması, ikinci olarak merkez bankasının nihai hedefinin fiyat istikrarı olması ve son olarak da kamu kesiminin ekonomi üzerindeki yoğunluğunun derecesinin bilinmesi ve gelişmiş mali piyasa gerekmektedir. Bu politikanın başarısı için sağlanması gerekli stratejik özellikler, şeffaflık, güvenilirlik ve hesap verebilirliktir. Bunları sağlamanın yöntemi ise, politikanın uygulanma sürecinde kamuoyunun bilgilendirilmesi ve politikanın hedeflerinden muhtemel bir sapma

halinde merkez bankasının bunun nedenlerini kamuoyuna açıklaması gerekmektedir. Bu politikanın başarısını etkileyecek diğer bir unsurda, teknik özelliklerdir. Bunun için, uygulama öncesi, sayısal hedefin seçimi, izlenecek fiyat endeksi ve hedefin hangi kurum ya da kurumlar tarafından ilan edileceğine karar verilmesi gerekmektedir.

2000 Kasım verilerine göre dünyada 19 gelişmiş ve gelişmekte ülke tarafından uygulanmaktadır. Bunlar arasında Brezilya, Kanada, Şili, İsrail, Meksika, Yeni Zelanda, , İsveç, ve İngiltere gibi ülkeler yer almıştır. Çalışmanın kapsamı içinde, ülke uygulamalarına örnek olarak gelişmiş ülke grubunda incelenen Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere ve İsveç'in enflasyon hedeflemesinin uygulama sonuçlarına göre başarılı oldukları görülmektedir. 1990'ların başından itibaren enflasyon hedeflemesini uygulayan söz konusu ülkelerde fiyat istikrarının sağlanmasının yanısıra, diğer ekonomik göstergelerde iyileşme görülmüştür. Gelişmekte olan ülke grubunda incelenen Şili, İsrail, Meksika ve Brezilya'nın uygulamalarında farklı sonuçlar ortaya çıkmıştır. Enflasyon hedeflemesine 1991 yılında başlayan Şili güçlü mali yapısı sayesinde başarı sağlarken, İsrail'de belli ölçüde başarı sağlanmıştır. Uygulamaya 1999 yılında başlayan Brezilya ve Meksika'daki politikaların sonuçlarına ilişkin bir değerlendirme yapmak henüz erkendir. Genel olarak enflasyon hedeflemesinin gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki uygulama sonuçları incelendiğinde, gelişmiş ülkelerin daha başarılı oldukları gözlenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin istenilen başarıyı yakalayamamalarının nedenleri arasında bu ülkelerin kırılgan finansal yapısı, hedeflemeye yüksek enflasyon düzeyi ile başlanması, kamu borçlanmasının büyük oranda senyorağa bağlı olması ve zayıf bankacılık sistemi gösterilmektedir.

## Ekler

Ek Tablo 1: 1980-1989 Merkez Bankalarının Yasal Bağımsızlık Endeksleri(\*)

Ülke	Endeks	Enflasyon	Ülke	Endeks	Enflasyon
İsviçre	0.68	3	Hindistan	0.33	9
Batı Almanya	0.66	3	Endonezya	0.32	10
Avusturya	0.58	4	İngiltere	0.31	7
Mısır	0.53	17	Zambiya	0.31	28
Yunanistan	0.51	19	Avusturalya	0.31	15
Şili	0.49	21	Çin	0.29	8
Tanzanya	0.48	31	Romanya	0.29	4
Etopya	0.47	4	Ganada	0.28	44
Danimarka	0.47	7	Fransa	0.28	7
Kanada	0.46	6	Ban Samoa	0.28	8
Bahama	0.45	6	İsveç	0.27	8
Malta	0.45	3	Singapor	0.27	3
Kenya	0.44	11	Finlandiya	0.27	7
Arjantin	0.44	319	Y. Zelanda	0.27	12
Turkey	0.44	50	Tayland	0.26	6
Peru	0.43	194	Brazilya	0.26	230
İsrail	0.42	105	Nepal	0.25	11
Kosta Rika	0.42	25	Bolivya	0.25	230
Hollanda	0.42	3	Macaristan	0.24	9
Filipinler	0.42	14	Zimbabve	0.23	13
Nikaragua	0.42	258	G.Afrika	0.23	8
Honduras	0.41	7	İtalya	0.22	11
Zaire	0.41	58	Uruguay	0.22	56
Barbados	0.40	7	İspanya	0.21	10
İrlanda	0.39	9	Pakistan	0.19	7
Venezuela	0.37	21	Belçika	0.19	5
Uganda	0.37	105	Katar	0.18	4
Lüksemburg	0.37	5	Fas	0.16	8
Botswana	0.36	11	Japonya	0.16	3
İzlanda	0.36	38	Panama	0.16	3
Meksika	0.36	65	Norveç	0.14	8
Malezya	0.34	4	Yugoslavya	0.13	108
Nijerya	0.33	19	Polonya	0.10	43

Kaynak: Alex Cuijerman, Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence, 3.ed., USA, MIT, 1995, s.381.

\* Yasal bağımsızlık endeksine ulaşmak için, 1950-1989 yılları arası dikkate alınmış ve onaltı değişken kullanılmıştır. 1950-1989 yılları 1950-1959, 1960-1971, 1972-1979, ve 1980-1989 dönemleri dolar standardı dönemi, doların konvertibilite olması dönemi, iki petrol şoku dönemi ve borç krizi dönemi olarak olmak üzere dört alt bölüme ayrılmıştır. Alt dönemler 1'den 4'e kadar ifade edilmekte ve yasal değişkenlerin her biri alt periodlara ayrılmıştır. Bununla birlikte yasal değişkenler 0'dan (bağımsızlık derecesi düşük) 1'e (bağımsızlık derecesi yüksek) sıralanarak endeks oluşturulmuştur.

Ek 2: Gelişmiş Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesinin Uygulanmasına İlişkin Genel Çerçeve

Ülke	Hedefin Başlama Tarihi	Hedef Fiyat Endeksi	Hedef Aralığı	Hedef Dönemi	Hedeften Ayrılmaya Şartı	Hedeften Sapma Durumunda Açıklama	Hedef İsmi	Yayımlar ve Açıklamalar
Avustralya	• Eylül 1994	• Çekirdek TÜFE	• %2-3	• Bir Konjoktür Dalgası	• Hayır	• Hayır	• Hükümet ve Merkez Bankası Birlikte	• Enflasyon Raporu • 2 yıllık Enflasyon Projeksiyonu
Kanada	• Şubat 1991	• Çekirdek TÜFE (gıda, enerji ve doğayı vergilerin hariç tutulmuştur)	• 1991: %3-5 • 1992: %2-4 • Haziran 1994: %1.5-3.5 • 1995-2001: %1-3	• 1991-22 aylık • 1992'den itibaren 1 yıldan fazla	• Olağanüstü durumlarda hedefte revizyon yapılabilir. (Büyük petrol fiyat şokları ve doğal afet durumunda)	• Kamu Açıklaması	• Hükümet ve Merkez Bankası Birlikte	• Enflasyon Raporu • 1 yıllık Enflasyon Projeksiyonu
Finlandiya	• Şubat 1993'ten Haziran 1998 kadar	• Çekirdek TÜFE (dolaylı vergiler, teşvikler, emlak fiyatları ve ipotek faizler hariç tutulmuştur.)	• 1995'ten itibaren yıllık ortalaması %2	• 1995 kadar bir yıldan fazla • 1996'dan itibaren tamamsız	• Hayır	• Hayır	• Merkez Bankası	• Hayır
Yeni Zelanda	• Mart 1990	TÜFE (1999'dan itibaren temel TÜFE'de faiz masrafları hariç tutulmuştur. Daha önceki hedeflerde TÜFE içinde faiz masrafları ve diğer fiyat etkileri dâhil)	• 1990: %3-5 • 1991: %2.5-4.5 • 1992: %1.5-3.5 • 1993-1996: %0-2 • 1997'den itibaren: %0-3	• 1990-1992: 1 yıllık • 1993-1996: bir yıldan fazla • 1997'den itibaren tamamsız	• Ortaya çıkan genel enflasyonist baskıya karşı bir şey yapılmamaktadır.	• Kamu Açıklaması. • Maliye Bakanı Yeni Zelanda Rezerv Bank'ın Başkanı'na istifasını sorabilir	• Hükümet ve Merkez Bankası Birlikte	• Enflasyon Raporu (1990) • Enflasyon Projeksiyonu
İspanya	• Kasım 1994'ten Haziran 1998'e kadar	• TÜFE	• Haziran 1996: %3.5-4 • 1997: %2.5 • 1998: %2	• 1996'a kadar bir yıldan fazla • 1997-1998: 1 yıl	• Hayır	• Hayır	• Merkez Bankası	• Merkez Bankası Başkanı Dizenli Olarak Parlamento'ya Rapor Sunmaktadır. • Enflasyon Raporu (1995)
İsviçre	• Ocak 1993	• TÜFE	• 1995'te itibaren %2(%-+1)	• 1995'e kadar 1 yıldan fazla • 1996'dan itibaren tamamsız	• Hayır	• Hayır	• Merkez Bankası	• Enflasyon Raporu (1997) • Para Politikası Toplantılarının Bildirilerinin Yayınlaması. • 2 yıllık Enflasyon Projeksiyonu • Parlamento'ya Sunulan Raporun Yayınlaması
İsviçre	• Haziran 2000	• TÜFE	• <%2	• 3 yıllık	• Ortaya çıkan genel enflasyonist baskıya karşı bir şey yapılmıyor	• Hayır	• Merkez Bankası	• Enflasyon Raporu • 3 Yıllık Enflasyon Projeksiyonunun Yayınlaması
İngiltere	• Ekim 1992	• RPIX (ipotek faizi hariç tutulmuştur)	• 1992-1995: %1-4 • 1996'dan itibaren %2.5	• 1995 kadar 1 yıldan fazla süre • 1996'dan itibaren tamamsız	• Hayır	• Maliye Bakanına Açıklama	• Hayır	• Enflasyon Raporu • 2 Yıllık Enflasyon Projeksiyonu • Kullanılan Enflasyon Modellerinin Yayınlaması

Kaynak: Frederic S. Mishkin, Klaus Schmidt-Hebbel, "One Decade of Inflation Targeting in The World: What Do We Know and What Do We Need To Know?", NBER Working Paper, No:8397, July 2001, s.41-44



Ek 3: Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Uygulanmasına İlişkin Genel Çerçeve									
Ülke	Hedefe Başlama Tarihi	Hedef Fiyat Endeksi	Hedef Aralığı	Hedef Dönemi	Hedeften Ayrılmaya Şartı	Hedeften Sapma Durumunda Açıklama	Hedef İsmi	Yayınlar ve Açıklamalar	
Brezilya	Haziran 1999	TÜFE	1999:%8(+2) 2000:%6(+2) 2001:%4(+2)	1 yıl	Hayır	Maliye Bakanı'na Açıklama	Hükümet Merkez Bankası'na Sormakta	Enflasyon Raporu 2 Yıllık Enflasyon Projeksiyonları İdare Toplantı Sonuçlarının Yayınlanması Kullanılan Enflasyon Modellerinin Yayınlanması	
Şili	Ocak 1991	TÜFE	1991:%15-20 1992:%13-16 1993:%10-12 1994:%9-11 1995:++%8 1996:++%6.5 1997:++%5.5 1998:++%4.5 1999:++%4.3 2000:++%3.5 2001: itibaren %2-4	1991-2000:1 yıl 2001:itibaren tanımsız	Hayır	Hayır	Merkez Bankası Hükümete Sormakta	Enflasyon Raporu(2000) Para Politikası Toplantı Bildirilerinin 2 Yıllık Enflasyon Projeksiyonları	
Kolombiya	Eylül 1999	TÜFE	1999:%15 2000:%10 2001:%8 2002:%6	1 Yıl	Hayır	Hayır	Hükümet ve Merkez Bankası Birlikte	Enflasyon Raporu	
Çek Cumhuriyeti	Ocak 1998	Çekirdek TÜFE(Ayarlanmış fiyatlar ve dokümlü vergiler hariç tutulmaktadır)	1998:%5.5-6.5 1999:%4-5 2000:%3.5-5.5 2001:%2-4	1 Yıl	Doğal Afetler Global Hammadede Fiyat Şokları Döviz Kuru Şokları Tarımsal Üretim Şokları İç Ekonomik Şoklar	Hayır	Merkez Bankası	Enflasyon Raporu(1998) Para Politikası Toplantı Bildirileri 1 Yıllık Enflasyon Projeksiyonları	
İsrail	Ocak 1992	TÜFE	1992:%14-15 1993%10 1994:%8 1995:%8-11 1996:%8-10 1997:%7-10 1998:%7-10 1999:%4 2000:%3-4 2001:%3-4	1 Yıl	Hayır	Hedef Enflasyonda %1 Sapma Olması Durumunda Kamu Açıklaması Yapılmaktadır.	Hükümet Merkez Bankasına Sormakta	Enflasyon Raporu(1998)	

Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi Uygulanmasına İlişkin Genel Çerçeve Devamı							
Ülke	Hedefe Başlama Tarihi	Hedef Fiyat Endeksi	Hedef Aralığı	Hedef Dönemi	Hedeflen Ayrılma Şartı	Hedef İlanı	Yayımlar ve Açıklamalar
Kore Cumhuriyeti	Ocak 1998		1998: %0(+/-1) 1999: %3(+/-1) 2000: %2.5(+/-1) 2001: libere %2.5	1998-2000: 1 Yıl 2001'den itibaren tamamsız	Hayır	Hayır	<ul style="list-style-type: none"> <li>Enflasyon Raporu</li> <li>Parlamentoyu Sunulan Rapor</li> <li>Aylık Para Politikası Bildirileri</li> <li>Para Politikası Toplantı Bildirilerini Yayınlanması</li> <li>Enflasyon Raporu(2000)</li> </ul>
Meksika	Ocak 1999	TÜFE	1999: %13 2000: < %10 2001: %6.5 2002: %4.5 2003: Benzer Tevri Orak Enflasyonu(%3)	1998-2002: 1 Yıl 2003'den itibaren Tamamsız	Hayır	Hayır	<ul style="list-style-type: none"> <li>Merkez Bankası</li> </ul>
Peru	Ocak 1994	TÜFE	1994: %15-20 1995: %9-11 1996: %9.5-11.5 1997: %8-10 1998: %7.5-9 1999: %5-6 2000: %3.5-4 2001: %2.5-3.5 2002: %1.5-2.5 2003: %1.5-2.5	1 Yıl	Hayır	Hayır	<ul style="list-style-type: none"> <li>Merkez Bankası</li> <li>Hükümet Soruşturması</li> </ul>
Polonya	Ekim 1998	TÜFE	1998: < %3.5 1999: %6.6-7.8 2000: %5.4-6.8 2003: < %4	1998-2000: 1 Yıl 2000-2003: 1 Yıllık fazla 2003'den itibaren Tamamsız	Hayır	Hayır	<ul style="list-style-type: none"> <li>Enflasyon Raporu</li> <li>Enflasyon Rehberi</li> <li>Para Politikası Uygulanma Raporu</li> </ul>
Giney Afrika	Şubat 2000	TÜFE(Faiz Mübalehesi Hariç Tutulmaktadır)	2003: %3-6	1 Yıllık Fazla	Merkez Bankası'nın Kontrol Dışı Faktörleri	Hayır	<ul style="list-style-type: none"> <li>Merkez Bankası</li> </ul>
Tayland	Nisan 2000	Cekirdek TÜFE(Gıda ve Enerji Fiyatları hariç Tutulmaktadır)	2000: %0-3.5	Tamamsız	Hayır	Kamu Açıklaması	<ul style="list-style-type: none"> <li>Enflasyon Raporu(2000)</li> <li>2 Yıllık Enflasyon Projeksiyonları</li> <li>Para Politikası Toplantı</li> </ul>

Kaynak: Mishkin, Semidi-Hebbel, a.g.e., s.41-44.

**Kaynaklar**

- Agustin G. Carstens, Alejandro M. Wermer, "Mexico's Monetary Policy Framework Under A Floating Exchange rate Regime", **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, Ed. Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Segio Werlang, y.y., IMF, 2000.
- Alejandora Diaz De Leon, "Challenges Related With The Adoption Inflation Targets in Mexico", **Inflation Targeting Experiences Based On The Inflation Targeting Conference**, Ankara, The Central Bank of The Republic of Turkey, 2000.
- Alex Cuikerman, "Towards A Systematic Comparison Between Inflation Targets and Monetary Targets", **Inflation Targets**, Ed. Leonardo Leiderman and Lars E. O. Svensson, Glaskow, Centre for Economic Policy Research, 1995.
- Alex Cuikerman, **Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence**, 3.ed., USA, MIT, 1995, s.373-376.
- Alexander W.Hoffmaister, "Inflation Targeting in Korea: An Empirical Exploration", **IMF Working Paper, WP/99/71**, January 1999.
- Almila Karasoy, Mesut Saygılı, Cihan Yalçın, "Enflasyonun Doğrudan Hedeflemesi Politikası ve Bazı Ülke Deneyimleri", **TCMB Araştırma Müdürlüğü Tartışma Tebliğleri**, No:9801, 1998.
- Andreas Fischer, "New Zealand's Experience with Inflation Targets", **Inflation Targets**, Ed. Leonardo Leiderman and Lars E. O. Svensson, Glaskow, Centre for Economic Policy Research, 1995.
- Andrew Haldane, "Targeting Inflation: The United Kingdom in Retrospect", **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, Ed. Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Segio Werlang, y.y., IMF, 2000.
- Arye L.Hillman, "Political Culture and The Political Economy of Central Bank Independence", **Central Banking, Monetary Policies and Implications for Transition Economies**, Ed. Mario I. Blejer and Marko Skeb, USA, Kluwer Academic, 1999.
- Bank of Canada, "Joint Statement of The Government of Canada and the Bank of Canada on The
- Bank of Canada, "Summary", **Monetary Policy Report**, November 2001.
- Bank of Canada, **Monetary Policy Report**, November 2001.
- Based On The **Inflation Targeting Conference**, Ankara, The Central Bank of The Republic of Turkey, 2000.
- Central Bank of Brazil, "Issues in The Adoption of an Inflation Targeting Framework in Brazil", **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, Ed. by. Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Segio Werlang, y.y., IMF, 2000.
- Charles Freedman, "The Canadian Experience with Targets for Reducing and Controlling Inflation", **Inflation Targets**, Ed. Leonardo Leiderman and Lars E. O. Svensson, Glaskow, Centre for Economic Policy Research, 1995.
- Claes Berg, "Inflation Forecast Targeting: The Swedish Experience", **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, Ed. Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Segio Werlang, y.y., IMF, 2000, s.33.
- Forrest Capie, Charles Goodhart, Nibert Schnadt, "The Development Central Banking", **The Future Central Banking**, y.y., The Tercentenary Symposium of the Bank of England, Cambridge University Press, 1994.
- Frederic S. Mishkin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", **National Bureau of Economic Research Working Paper**, No: 7618, 2000.
- Frederic S. Mishkin, "Issues in Inflation Targeting", Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy, **Proceeding of A Seminar Held by The Bank of Canada June 2000**, Canada, 2001.
- Frederic S. Mishkin, Adam S. Posen, "Inflation Targeting: Lessons From Four Countries", **Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review**, Volume:3, Number:3, August 1997.

- Frederic S. Mishkin, "What Should Central Bank Do?", **Federal Reserve Bank of St Louis Review**, Volume:82 November-December 2000.
- Gil Bufman, Leonardo Leiderman, Meir Sokoler, "Israel's Experience with Explicit Inflation Targets: A First Assessment", **Inflation Targets**, Ed. Leonardo Leiderman and Lars E. O. Svensson, Glaskow, Centre for Economic Policy Research, 1995.
- Gil Bufman, Leonardo Leiderman: "Monetary Policy Strategies For Disinflation: Lessons from Recent Experience In Transition Economies and Israel", **Central Banking, Monetary Policies and Implications for Transition Economies**, Ed. Mario I. Blejer and Marko Skeb, USA, Kluwer Academic, 1999.
- Inflation Targeting Experiences Based On The Inflation Targeting Conference**, Ankara, The Central Bank of The Republic of Turkey, 2000.
- Jacob A. Frenkel, "Central Bank Independence and Monetary Policy", **Central Banking, Monetary Policies and Implications for Transition Economies**, Ed. Mario I. Blejer and Marko Skeb, USA, Kluwer Academic, 1999, s.17-18.
- Kamuran Malatyali, **Enflasyon Hedeflemesi Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, y.y., DPT, 1998.
- Lars E. O. Svensson, "The Swedish Experience of an Inflation Target", **Inflation Targets**, Ed. Leonardo Leiderman and Lars E. O. Svensson, Glaskow, Centre for Economic Policy Research, 1995.
- Leonardo Leiderman, Gil Bufman, "Inflation Targeting Under a Crawling Band Exchange Rate Regime: Lessons from Israil", **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, Ed. Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Segio Werlang, y.y., IMF, 2000.
- Manuel Guititan: "Rules or Discretion in Monetary: National and International Perspectives", **Frameworks Monetary for Stability**, Ed. Tomas J.T. Balino and Carlo Cottarelli, y.y., IMF, 1994.
- Melike Alparslan, Pelin Ataman Erdönmez, "Enflasyon Hedeflemesi", **TBB Bankacılar**, Yıl:11, Sayı:35, Aralık 2000.
- Murray Sherwin, "Strategic Choices in Inflation Targeting: The New Zealand Experience", **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, Ed. Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, Segio Werlang, y.y., IMF, 2000.
- Pablo Garcia S., "The Chilean Experience with Inflation Targeting", **Inflation Targeting Experiences Based On The Inflation Targeting Conference**, Ankara, The Central Bank of The Republic of Turkey, 2000.
- Renewal of The Inflation Control Target", **Finance Canada News Release**, 2001-050, May 2001.
- Stanley Fischer, "Modern Central Banking", **The Future Central Banking**, y.y., The Tercentenary Symposium of the Bank of England, Cambridge University Press, 1994.
- Stanley Fischer, "Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?", **Achieving Price Stability**, y.y., A Symposium by The Federal Reserve Bank of Kansas City, t.y.
- Suat Oktar, "Para Politikasının Güvenirliliği ve Güvenirliliğin Sağlanmasında Enflasyon Hedefi Yaklaşımı", **Banka ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl:35, Sayı:2, 1998.
- Suat Oktar, **Enflasyon Hedeflemesi Para Politikasının Güvenirliliği ve Fiyat İstikrarı**, İstanbul, Bilim Teknik Yayınevi, 1998.
- Suat Oktar, Erkan Tokucu, "Yeni Bir Para Politikası Stratejisi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Yaklaşımı ve Türkiye'de Uygulanabilirliği", **Banka Mali ve Ekonomik Yorumlar**, Yıl:38, Sayı:4, Nisan 2001.
- Targets in Canada's Monetary Policy Regime**, Ed. David Laidler, Canada, C.D. Howe Institute, 1997.
- TBB, "1994 Yılı Krizi Sonrasında Meksika'da Uygulanan Para Politikası", **TBB Bankacılar**, Yıl:12, Sayı:36, Mart 2001.
- William A. Allen, "Inflation Targeting in The United Kingdom", **Inflation Targeting Experiences Based On The Inflation Targeting Conference**, Ankara, The Central Bank of The Republic of Turkey, 2000.