

**ENFLASYON HEDEFLEMESİ ESNEK BİR PARA
POLİTİKASI SİSTEMİ Mİ?: DÜNYA UYGULAMALARI
ÜZERİNDEN KÜRESEL KRİZ SONRASI YENİDEN BİR
DEĞERLENDİRME***

Yrd. Doç. Dr. Aslı GÜLER
Ordu Üniversitesi
İİBF İktisat Bölümü
asliguler24@hotmail.com

Öz

Para politikası sistemi olarak kullanımı giderek yaygınlaşan enflasyon hedeflemesi, 2000’li yılların sonlarına kadar devam eden makroekonomik istikrar ortamında fiyat istikrarı açısından oldukça başarılı sonuçlar ortaya koymuştur. Ancak, küresel ölçekte yaşanan son durgunluğun ardından enflasyon hedeflemesinin (EH) yeterince esnek bir strateji olup olmadığı konusu tartışılmaya başlamıştır. Bu gelişmelerin ardından “*EH, para politikası için yeterli bir kurumsal düzenleme midir?*” sorusu ekonomi gündemini meşgul etmeye başlamıştır. Durgunluk ve yüksek enflasyon şeklinde ortaya çıkan makroekonomik istikrarsızlıklar, EH sisteminin yeterliliğinin yeniden gözden geçirilmesi gerekliliğini ortaya koymuştur. Bu çalışmada enflasyon hedeflemesinin esnek bir strateji olduğuna dair teorinin uygulamaya nasıl yansıtıldığı, yani EH’nin esnek bir sistem olmasını sağlayan operasyonel özelliklerin neler olduğu belirlenmeye çalışılmıştır.

Anahtar Sözcükler: Enflasyon Hedeflemesi, Para Politikasının Esnekliği, Fiyat İstikrarı, Reel Ekonomik İstikrar.

* Bu çalışma “Reel Ekonomik İstikrarsızlıklar ile Mücadelede Enflasyon Hedeflemesinin Esnekliği: Kırılgan Ekonomiler Üzerine Dinamik Panel Analizi” isimli doktora tezinden türetilmiştir.

IS INFLATION TARGETING A FLEXIBLE MONETARY POLICY SYSTEM? : A NEW EVALUATION AFTER GLOBAL CRISIS ON WORLD PRACTICE

Abstract

Inflation targeting, which is becoming increasingly widespread as a monetary policy system, has shown very successful results in terms of price stability in the macroeconomic stability environment which continued until the end of the 2000s. However, the issue of whether inflation targeting (EH) is a sufficiently flexible strategy after the last recession on a global scale has begun to be discussed. After these developments, “Is EH an adequate institutional arrangement for monetary policy” has begun to occupy the economy agenda. Macroeconomic instabilities, such as stagnation and high inflation, have highlighted the need to re-examine the adequacy of the EH system. In this study, it was attempted to determine how the theory that inflation targeting is a flexible strategy is reflected in implementation, that is, the operational characteristics that make EH a flexible system.

Keywords: Inflation Targeting, Flexibility of Monetary Policy, Price Stability, Real Economic Stability.

Giriş

1990’lı yıllardan 2000’li yılların ortalarına kadar küresel ölçekte yaşanan makroekonomik istikrar ve bunun sonucu olarak iktisadi değişkenler arasında ortaya çıkan tahmin edilebilir ilişkiler merkez bankacılığının son derece sade bir analitik çerçeveye oturtulmasına olanak tanımış, bu dönemde “para politikasının bilimi” üzerine büyük ölçüde uzlaşa sağlanmıştır. Ancak, yaşanan son mali kriz para politikası hakkındaki bu uzlaşayı kısmen bozmuştur. Buna rağmen, Neoklasik sentezin beş prensibi ve bu prensiplere göre şekillenen *esnek enflasyon hedeflemesi* aynı oranda geçerliliğini korumaktadır. Diğer bir deyişle, merkez bankalarının Neoklasik sentezin beş prensibine bağlı kalması gerektiğini savunan teoriler, en az kriz öncesi olduğu kadar güçlüdürler. Dolayısıyla, “*merkez bankalarının açık bir sayısal bir enflasyon hedefi ilan ederek uzun dönemde fiyat istikrarını sağlama adına güçlü ve güvenilir bir taahhüt sunarken aynı zamanda da kısa dönemde çıktı açığı istikrarının sağlanabilmesi için yeterli esnekliğe sahip olması gerektiği*” hipotezi için güçlü analitik dayanaklar geçerliliğini hala korumaktadırlar (Borio, 2011: 11; Mishkin, 2011: 32).

Esnek enflasyon hedeflemesine yönelik destekler finansal kriz sonrasında zayıflamamış ve bu sistemin terk edilme olasılığının çok düşük olduğu anlaşılmış olsa da krizden çıkarılması gereken bazı dersler olduğu açıktır. Öncelikle, dünya çapında pek çok ekonomiye

daha erken değilse bile 2008 yılından itibaren tamamen etkisi altına alan ekonomik çöküş, EH'nin şiddetli bir kriz durumunda merkez bankasına yeterli manevra alanını sağlayacak esnekliği sağlayıp sağlamadığının sorgulanması ihtiyacını ortaya çıkarmıştır. Bunun sonucu olarak, esnek enflasyon hedeflemesinin nasıl yürütülmesi gerektiği ve esnekliğin ne anlama geldiği gibi ayrıntılar üzerinde yeniden düşünmek gerekmektedir (Siklos, 2010: 60; Mishkin, 2011: 32). Bu bağlamda EH'nin para politikasının esnekliğini azaltıp azaltmadığı noktasında bir değerlendirme yapılacaksa öncelikle, merkez bankaları için dönem kısıtı altında hangi amaçların ulaşılabilir hangilerinin ulaşılabilir olmadığı konusunda gerçekçi olmak kritik öneme sahiptir.

Bu çalışmada “EH'ye esneklik sağlayan, sahip olduğu hangi operasyonel özelliklerdir? Daha esnek bir sistem için EH pratikte nasıl modifiye edilebilir?” sorularına cevap aranmaya çalışılmış, EH'nin esnekliği teorik ve uygulama özellikleri açısından ele alınmıştır.

1. ENFLASYON HEDEFLEMESİ STRATEJİSİNE ESNEKLİK SAĞLAYAN OPERASYONEL ÖZELLİKLER

EH, pek çok ülkede para politikasında takdiri uygulamalardan kaynaklanan *zaman tutarsızlığı* ya da kurala dayalı olmaktan kaynaklanan *esneklik kaybı* gibi meselelerin çözümü olarak uygulanmaktadır. Bu durum, EH'nin takdire ve kurala dayalı olma özelliklerinin her ikisine birden belli ölçülerde sahip olması ve bu anlamda politika yapıcılara “*sınırlı ihtiyarlık*” sunmasından ileri gelmektedir. Bilindiği gibi, EH'nin birincil amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Fakat aynı zamanda EH'den beklenen reel ekonomik istikrar ile de belli bir derecede meşgul olmasıdır. EH'de öncelikli amacın fiyat istikrarı olduğu göz önüne alındığında, bu beklentiyi karşılamak adına yapılması gereken şey para politikasına aynı zamanda reel ekonomik performans ile ilgilenebilmesi için bir hareket alanı, yani esneklik bölgesi kazandırılmasıdır. EH'nin reel ekonomik performans ya da şoklar ile ilgilenmesini mümkün kılacak olan bu hareket alanı, merkez bankasının esnek davranabileceği bir operasyonel form belirlenerek sağlanabilmektedir.

Böylelikle para politikasının birincil amacı olarak fiyat istikrarı ön plana çıkmasına rağmen, merkez bankaları kısa dönemli istikrar amaçları için, özellikle de üretim ve döviz kuru açısından, daima bir manevra alanına sahip olmaktadır. Kısa dönem istikrar amaçları için yapılacak olan bu parasal uyarılama çeşitli yollarla gerçekleştirilebilir (Bernanke ve Mishkin, 1997: 5):

• *İlk yaklaşım*, enflasyon hedefinin bir bant aralığı şeklinde belirlenmesidir. Bu aralığın kullanılmasının nedeni yalnızca para politikası ile enflasyon arasındaki ilişkinin belirsizliği değildir. Bunu yaparken aynı zamanda merkez bankasına kısa dönemde bir miktar esneklik sağlanması amaçlanmaktadır.

• *İkinci yaklaşım*, EH’de merkez bankalarının kontrol alanı dışındaki arz şoklarının ya da diğer dışsal şokların ve başka kötü ekonomik durumların ortaya çıkması durumunda enflasyon hedefini askıya alma ya da düzeltmeye izin veren bir “*cayma maddesinin (escape clause)*” konulmasıdır.

• *Üçüncü yaklaşım*, özellikle de başlangıç enflasyon oranının yüksek olduğu durumlarda dezenflasyon sürecinin kademeli bir şekilde gerçekleştirilmesidir.

• *Dördüncü Yaklaşım ise*, belirlenen hedefe ulaşılması için makul bir zaman periyodunun belirlenmesidir.

Bu yaklaşımların amacı, para politikası parasal istikrar amacına yönelik olarak uygulanırken; reel ve finansal istikrarsızlığın ortaya çıkmasının önlenmesi, ya da bu sektörlerde bir istikrarsızlık meydana geldiğinde para politikasına müdahale esnekliği kazandırılmasıdır. Bu yaklaşımların mantığı para politikasının parasal istikrarı sağlarken reel ve finansal istikrarı da gözetmesi gerektiği düşüncesine dayanmaktadır. Milton Friedman (1968: 12) bu durumu şöyle ifade etmektedir:

“*Tarihin bize öğrettiği ilk ve en önemli ders para politikasının ne yapabileceği ile ilgilidir ve bu ders, para politikasının paranın ekonomik istikrarsızlığın ana kaynağı olmasını önleyebileceğidir.*”

1.1. Bant Aralığı Yaklaşımı

Enflasyon hedefleyen merkez bankalarının bir kısmı enflasyon hedeflerini “*nokta hedef (örneğin %2)*” şeklinde belirlerken, büyük bir çoğunluğu ise “*bant aralığı (örneğin %2-4)*” şeklinde belirlemeyi tercih etmektedirler. Bu bant aralığı, açık bir nokta enflasyon hedefi olmadan yalnızca aralık şeklinde (örn. %2-4) olabildiği gibi, nokta enflasyon hedefi etrafında belirlenen bir aralık şeklinde de (örn. Orta nokta 3, %2-4) olabilmektedir. Yani bant aralığı yaklaşımını benimseyen merkez bankaları aynı zamanda bant aralığının orta noktasını özel bir hedef olarak tanımlayabilmektedirler (Svensson, 1997: 1134; Mayer, 2002: 159; Mishkin, 2000a: 14).

Para politikasının gelecek dönem enflasyon oranını tam olarak kontrol etmesi mümkün değildir. Bu nedendir ki gerçekleşen enflasyon oranı hedef etrafında dalgalanmalar gösterebilir. Bu bakımdan enflasyon hedeflemesinde tolerans aralığı şeklinde de adlandırılan “*bant aralığı*” yaklaşımının benimsenmesinin pek çok

makul gerekçesi vardır: Öncelikle, bant aralığı EH sistemine açık bir esneklik sağlar. Aynı zamanda bant aralığı enflasyon sürecindeki belirsizliğin bir göstergesidir. Ayrıca merkez bankasının enflasyon üzerinde kaçınılmaz bir şekilde eksik kontrol yeteneğine sahip olduğu mesajını ekonomik aktörlere iletir. Bu, merkez bankasının enflasyon hedefini her zaman tam on ikiden vuramayacağını söylemenin bir yoludur. Ek olarak bant aralığı, merkez bankasının hesap vermekle yükümlü olduğu yapının para politikasını daha iyi değerlendirmesini de sağlar (Berg, 2000: 17; Mishkin, 2000a: 14).

Enflasyon hedefinin bant aralığı olarak belirlenmesinin nokta hedefe göre avantajları vardır. Bant aralığı şeklindeki enflasyon hedefi merkez bankasına enflasyondaki hareketlere tepki vermek ve bu hareketlere karşı açıklama yapmak zorunda kalmayacağı güvenli bir liman sağlar. Diğer taraftan, böyle sayısal bir bant aralığı, enflasyonun aralık dışında kalması durumunda, merkez bankasına enflasyonu tekrar hedef aralığı içerisine nasıl döndüreceğini açıklama yükümlülüğü yüklemektedir. Goodfriend (2004: 326)'ya göre bu para politikası üzerinde çok değerli bir disiplin aracıdır.

Bant aralığı yaklaşımına alternatif olarak yaygın bir şekilde kullanılan diğer bir yöntem ise bir hedefin nokta hedef şeklinde belirlendikten sonra etrafında bir belirsizlik aralığı (örn. nokta hedef 2, +/-1 belirsizlik aralığı) oluşturulmasıdır. Nokta hedef etrafında bir belirsizlik aralığı oluşturulması ile bir taraftan nokta hedefin enflasyon beklentileri için sağlam bir çapa oluşturması sağlanırken; diğer taraftan da, enflasyon sürecindeki belirsizlik nedeni ile hedefin tutturulamama ihtimaline karşılık, olası güvenilirlik kayıplarının önüne geçilmekte ve şoklarla mücadelede esneklik kazanılmaktadır.

Tablo 1: Enflasyon Hedefleyen Ülkelerin Enflasyon Hedefleri

Ülke	Güncel Enflasyon Hedefi	Ülke	Güncel Enflasyon Hedefi
Yeni Zelanda	%1-3, 2 orta nokta	İzlanda	2.5 (+/-1.5)
Kanada	%1-3, 2 orta nokta	Güney Kore	%2.5-3.5
İngiltere	2 (+/-1)	Norveç	2.5 (+/-1)
Avustralya	%2-3	Peru	%2 (+/-1)
İsveç	%2	Filipinler	%4 (+/-1)
Çek Cum.	2 (+/-1)	Guatemala	%5.5 (+/-1)
İsrail	%1-3	Endonezya	%4.5 (+/-1)
Polonya	2.5 (+/-1)	Romanya	%1.5-3.5, 2.5 orta nokta
Brezilya	4.5 (+/-2)	Sırbistan*	4 (+/-1.5)
Şili	%3 (+/-1)	Türkiye	5 (+/-2)
Kolombiya	%3 (+/-1)	Ermenistan	4.5 (+/-1.5)

Güney Afrika	%3-6	Gana*	>%10
Tayland	%0.5-3	Arnavutluk	%3 (+/-1)
Macaristan	%3, (+/-1)	A.B.D	%2
Meksika	3 (+/-1)	Japonya	%2

Kaynak: İlgili Ülkelerin Merkez Bankalarının web sitelerinden derlenmiştir.

Özellikle Türkiye gibi enflasyon süreci hakkında belirsizliği çok fazla olan ülkelerin bu konuya dikkat etmeleri gerekmektedir. Nitekim gelişmekte olan ülkelerde enflasyon belirsizliği çok fazladır ve dar bant aralığı ya da belirsizlik aralığı oluşturulmadan nokta hedef belirlenmesi durumlarında hedefin tutturulamama olasılığı çok yüksektir (Mishkin, 2000a: 16). Hedefin tutturulamaması durumunda ise başlangıçta güvenilirlik kazanma ve enflasyon beklentilerinin daha sağlam çapalayabilmek için tercih edilen dar bant aralığı ya da nokta hedefin güvenilirlik kaybına yol açacağı ortadadır.

1.1.1. Bant Aralığının Genişliği

Bant aralıkları tipik olarak 2 (+/-1) puan genişliğinde olmaktadır. Ancak enflasyon sürecine dair belirsizliğin fazla olduğu gelişmekte olan ülkelerde daha geniş bant aralıklarının seçildiği de görülmektedir. Enflasyon üzerinde tam kontrol yeteneğinin olmaması, bazı durumlarda enflasyonun bu aralık dışında gerçekleşmesini olası kılmaktadır. Bant aralığı belirlendikten sonra merkez bankası, enflasyonu kontrol döneminin x kadar bir yüzdesi süresince bant içerisinde tutabileceğini ekonomik birimlere ilan etmektedir. Bu anlamda piyasalara karşı bir taahhüt içerisine girilirken aynı zamanda daha şeffaf bir pozisyon alınmış olmaktadır (Svensson, 1997: 1134). Bu nedenle, gerçekleşen enflasyonun kontrol döneminin büyük bir bölümünde bant aralığının içinde kalabilmesi için aralık *yeterince* geniş tutulmalıdır. Ayrıca enflasyon sürecine dair belirsizlik arttıkça aralığın genişletilmesi zorunludur. Daha geniş bant aralıkları merkez bankasına enflasyon hedefine ulaşmak için daha fazla süre tanıyarak para politikası aracının aşırı manipüle edilme ihtiyacını ortadan kaldırır (Drew ve Orr, 1999: 18).

Aslında bant aralığının genişliğinin seçimi bir bakıma zorlu bir hedef seçmenin sağlayacağı *güvenilirlik arttırıcı etki* ile bu zorlu hedefe bağlı kalamamanın neden olduğu *güvenilirlik azaltıcı etki* arasında bir değiş tokuş ilişkisini içermektedir. Bant aralığının geniş tutulması hedefin gerçekleştirilme olasılığını arttırmaktadır. Ancak diğer yandan enflasyon hedefine yönelik taahhüdün güvenilirliği azalmaktadır. Geniş bant aralığı yerine dar bir bant aralığının seçilmesi başlangıçta

enflasyona yönelik sağlam bir taahhüt olarak algılandığından para politikasının enflasyona karşı duruşunun güvenilirliği yüksek olmaktadır. Ancak, dar bant aralığı içerisinde enflasyon hedefinin tutturulabilmesi oldukça zordur ve para politikası aracının aşırı manipülasyonunu gerektirmektedir. Bant aralığının bazı ülkelerde geçmişteki standart enflasyon sapmalarına göre nispeten daha küçük tutulması merkez bankasının güçlü taahhüdüne ve elinden gelenin en iyisini yapmasına rağmen hedeften sapmaların sıklaşmasına neden olmaktadır. Bu da başlangıçta elde edilmek istenen güvenilirliği olumsuz yönde etkilemektedir (Goodhart ve Viñals, 1994: 149). Bu nedenle enflasyonun geçmişteki sapmaları ve diğer ekonomik risk faktörleri hesaba katılarak uygun bant aralığının belirlenmesi EH'nin performansı için kritik öneme sahiptir.

Yeni Zelanda için bir simülasyon çalışması yapan Drew ve Orr (1999), alternatif bant genişlikleri ve farklı para politikası aktivizm dereceleri altında enflasyonun kontrol dönemi boyunca yüzde kaç ihtimalle bant aralığı içerisinde tutulabileceğini hesaplamışlardır. Bulunan sonuçlara göre, enflasyon hedefinden sapmalara karşı verilecek faiz tepkisinin şiddeti artırılarak daha aktivist bir politika izlendiğinde, enflasyonun bant aralığı içerisinde kalma olasılığı yükselmektedir. Tablo 2'ye göre, $\pm 1.5\%$ bir bant genişliğinde standart bir para politikası aktivizmi (B) altında enflasyonun kontrol döneminin %82'si boyunca orta nokta etrafında kalacağı beklenmektedir. Buna karşın, daha az aktivist bir politika (A) takip edildiğinde bu oran %66'ya gerilerken, daha agresif bir politika (D) altında oran %92'ye çıkmaktadır. Bu çalışma, bant aralığı daraltıldıkça enflasyonun kontrol döneminin daha büyük kısmı boyunca bant aralığı içerisinde tutulabilmesi için daha aktivist bir politikanın (para politikası aracı oynaklığının artmasının) gerekli olduğunu ve makul bir bant aralığında ise EH'nin başarı şansının arttığını göstermesi açısından önemli sonuçlar içermektedir.

Tablo 2: Farklı Enflasyon Hedeflemesi Kuralları İçin Alternatif Bant Genişlikleri

Bant Genişliği	Enflasyonun Altı İle Sekiz Çeyrek Sonra Arasında Bant Aralığının İçinde Kalma Olasılıkları (Yüzde)			
	A	B	C	D
$\pm 1\%$	50%	70%	64%	75%
$\pm 1.5\%$	66%	82%	90%	92%
$\pm 2\%$	80%	93%	97%	98%
$\pm 2.5\%$	95%	99%	99%	99%

Not: A, aktivizm içermeyen para politikasını, D ise aşırı aktivizm içeren para politikasını temsil etmektedir.

Kaynak: Drew ve Orr, 1999: 19.

Bant aralığının dar tutulması başlangıçta Yeni Zelanda Merkez Bankasının benimsemiş olduğu bir yaklaşımdır. Aralığın dar tutulması ile enflasyon beklentilerinin sağlam bir şekilde çapalanması amaçlanmaktaydı. Yeni Zelanda başlangıçta iki puanlık bir bant aralığı seçmiş ve ardından bu uygulama diğer EH uygulayan merkez bankalarınca takip edilmiştir. Ancak bu aralık çok dar olduğundan ciddi *kontrol edilebilirlik problemlerine ve faiz oranı istikrarsızlığına* yol açmıştır. Daha sonra beklenildiği gibi 1995 yılında hedef aralığının üzerinde çıkmıştır. Bant aralığının bu derece dar olması politika aracında aşırı dalgalanmalara da yol açmıştır. Bu problemi ortadan kaldırmak adına Kasım 1996 yılında bant aralığı 0-%3 şeklinde değiştirilmiştir. Her ne kadar bant aralığının yeterli ölçüde genişletilmesi kontrol edilebilirlik ve para politikası aracı istikrarsızlıklarını büyük ölçüde ortadan kaldırsa da dikkat edilmesi gereken bir diğer konu yukarıda da ifade edildiği gibi aralığın gereğinden fazla genişletilmesinin güvenilirlik sorununa yol açabileceğidir (Mishkin, 2000a: 15).

Belirtmek gerekir ki, bant aralığının genişliği aslında ne kadar enflasyon oynaklığına izin verildiğinin bir göstergesidir. Diğer bir ifadeyle, tolerans derecesini temsil eden bu aralık istatistiksel anlamda güven aralığı olarak yorumlanabilir. Aralığın genişletilmesi çoğunlukla *sistemin düzgün işlemlerini sağlamak için atılan bir adım* olarak değil, enflasyonun kontrolü konusunda verilen taahhüdün zayıfladığı şeklinde yorumlanmaktadır. Bu bağlamda, hedef aralığını genişletmek enflasyon hedefinin karşılanma olasılığını yükseltmektedir. Fakat bu aynı zamanda merkez bankasının reel ekonomik istikrara daha önce olduğundan daha büyük bir önem atfediyormuş gibi algılanmasına ya da daha iyi bir ihtimalle para politikasının aktarım mekanizmasındaki belirsizliğin büyüdüğünün düşünülmesine yol açabilir (Berg, 2000: 17-19; Mishkin, 2000a: 15). Bu algının ekonomik aktörlerin beklentilerine yanlış bir yön verebilme ihtimali olsa da sorunun etkin iletişim stratejisi ile çözülmesi mümkündür. Böylelikle, yanlış algının istenmeyen ekonomik sonuçlara meydan vermesinin önüne geçilebilir.

Bant aralığının dar belirlenmesi bir bakıma merkez bankasının başarısının enflasyon performansı üzerinden değerlendirildiği anlamını içermektedir. Böyle bir durumda merkez bankasının enflasyonu belirlenen aralık içerisinde tutmak için oldukça aktif bir para politikası izlemesinden daha doğal bir şey yoktur. Ancak daha önce de değinildiği gibi, para politikasının aşırı aktif bir şekilde kullanılması, yani enflasyonun hedeften sapmalarına gösterilen faiz oranı tepkisinin büyütülmesi enflasyondaki oynaklıkları düşürürken, faiz ve çıktıyı daha oynak hale getirmektedir. Enflasyon, faiz oranı ve çıktı oynaklıkları

arasında geçen oynaklık değiş tokuş ilişkilerini stokastik simülasyonlar yaparak inceleyen Drew ve Orr (1999: 19)'da ulaşılan şu sonuçlar bunu doğrular niteliktedir:

- Bant aralığı ne kadar dar olursa para politikası o kadar aktivist¹ olmak zorundadır.
- Daha aktivist bir para politikası faiz oranlarında, döviz kurunda ve çıktı seviyesindeki değişkenliği arttırmakta ve bir dereceye kadar da enflasyon değişkenliğini azaltmaktadır.
- Daha düşük enflasyon beklentileri ve daha geniş bant aralığı politika ufkunun uzatılabilmesine ve para politikasının daha az aktivist olmasına izin vermektedir.

Bant aralığının genişliği ne olursa olsun para politikasının amacı, enflasyon oranını kontrol döneminin büyük bir kısmı boyunca bu sınırlar içerisinde tutmaya çalışmaktır. Uygulamada genellikle bant aralığının üst sınırına odaklanılsa da belirtmek gerekir ki, bant aralığının üst sınırının aşılması kadar alt sınırın altında kalınmasından da kaçınılması gerekmektedir. Alt sınır ile üst sınır arasında simetrik bir yaklaşımın benimsenmesi enflasyon hedeflemesinin performansını arttırabilmektedir. Şöyle ki, enflasyon fiyat istikrarı ile uyumlu bir seviyeye yaklaştığında üst sınırın aşılmamasına ve alt sınırın da altına inilmemesine eşit derecede gayret gösterildiği simetrik bir yaklaşımın izlenmesi, çıktıdaki azalışların ve deflasyonun ortaya çıkma ihtimallerini de azaltmaktadır. Bu durumda simetrik yaklaşım aynı zamanda merkez bankasının çıktı dalgalanmaları ile uygun bir şekilde ilgilendiğinin de bir göstergesidir (Mishkin, 2000b: 11; Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001: 18).

Bu bağlamda, bant aralığının alt sınırının aşılmamasına verilen önem, *negatif toplam talep şoku* nedeni ile toplam harcamada meydana gelen düşüöşlere tepki verirken; merkez bankasının esnekliğini arttırmakta ve reel ekonomik istikrarın sağlanmasına yardım etmektedir. Şöyle ki, enflasyon oranının hedef aralığının alt sınırının altında kalmasına neden olan toplam talep azalması, enflasyon beklentilerinin yükseleceği korkusu olmaksızın, otomatik olarak merkez bankasını para politikasını genişletmeye yönlendirecektir. Enflasyon hedeflemesinin bu özelliği merkez bankasına negatif toplam talep şokları ile mücadele esnekliği kazandırmaktadır. Örneğın Avustralya, 1997 Doğu Asya Krizinin negatif şokuna çok hızlı bir

¹ Gerçekleşen enflasyon sapmalarına ($\pi^* - \pi$) karşı gösterilen faiz oranı tepkisi büyütüldüğünde para politikası daha aktivist bir hale gelmektedir. Faiz tepkileri küçültüldüğünde ise aktivizm derecesi de küçülmektedir. (Drew ve Orr, 1999: 18).

şekilde tepki gösterebilmiş ve fırtınayı en iyi şekilde savuşturmuştur. Belirtmek gerekir ki alt sınıra yeteri kadar önem atfedilmemesi, farklı sonuçların ortaya çıkmasına ve genellikle de aşırı çıktı oynaklıklarına neden olmaktadır (Mishkin, 2000b: 27).

Enflasyon hedef aralığının alt sınırının aşılmasına gösterilen özen ekonomik birimler ve politikacılar için merkez bankasının “*bir enflasyon çığı*” olmadığı ve çıktıda meydana gelen azalmalarla ilgilendiği anlamını içermektedir. Aslında fiyat istikrarı, aşırı düşük enflasyon oranının en az aşırı yüksek enflasyon oranı kadar kaçınılması gereken bir durum olduğunu içerir. Başka bir açıdan ise, hedef aralığının üst sınırının aşılmasına çok fazla odaklanılması, alt sınırın ihlalinin önlenmesine ise yeteri kadar dikkat gösterilmemesi ekonomik birimlerin merkez bankası politikalarına verdiği desteği azaltması riskini taşımaktadır (Mishkin, 2000b: 27-28).

Yukarıda belirtilen nedenlerden ötürü pek çok enflasyon hedefleyen pek çok merkez bankası enflasyon hedeflerini bant aralığı şeklinde belirlemeyi tercih etmiştir. Örneğin, TCMB açık enflasyon hedeflemesine geçtiği 2006 yılı için nokta hedef şeklinde ilan ettiği enflasyon hedefinin etrafında her iki yönde iki puanlık bir belirsizlik aralığı oluşturarak enflasyonu belirgin bir şekilde etkileyen geçici dışsal şoklarla mücadele ederken, makroekonomik dalgalanmaları en aza indirmeyi sağlamaya çalışmıştır (TCMB, 2005: 7). Aynı şekilde Sırbistan 2009 Ocak ayında resmi olarak uygulamaya başladığı enflasyon hedeflemesinde 2011’ e kadar +/- 2 puan ve 2011 sonu için ise +/- 1,5 puanlık bir bant genişliği oluşturmuş ve bunun ekonomik faaliyetlerin istikrarı ile ilgilendiğinin bir göstergesi olduğunu belirtmiştir. Sırbistan Merkez Bankası Para Politikası Komitesi toplantısında 2008 Aralık ayında kabul edilen bir beynamede, belirlenen bant aralığının ileriki dönemde güvenilirliğine herhangi bir zarar vermeden para politikasına esnek davranabilmesi için bir saha oluşturacağının altı çizilmiştir (National Bank of Serbia, 2008: 2). Buna göre, enflasyonda kısa dönem oynaklığa neden olabilecek fakat bir para politikası tepkisini gerektirmeyecek pek çok küçük geçici şokun gerçekleşmesi ihtimaline karşılık bant aralığı para politikasına bir esneklik bölgesi sağlamaktadır.

1.1.2. Bant Aralığının Dezavantajları

Ekonomistlerden bazıları (örneğin, Mayer 2002: 159; Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001: 18), enflasyon hedefinin nokta hedef olarak belirlenmesinin daha iyi bir seçim olduğunu ileri sürerken, aralarında Lars E.O.Svensson’da bulunan çoğunluk bant aralığının daha optimal bir tercih olduğunu savunmaktadır. Enflasyon hedefinin nokta hedef

şeklinde belirlenmesinin enflasyon beklentileri için daha sağlam bir çapa oluşturacağı kesindir. Ancak daha önce ifade edildiği gibi, bant aralığının nokta hedefe göre üstün yönlerinin sayısı daha fazladır. Buna rağmen, bant aralığının bazı açılardan dezavantajlı olduğu ileri sürülmektedir:

Mishkin'e göre bant aralığı yaklaşımının tercih edilmesi ile merkez bankası enflasyon sürecindeki belirsizlikler nedeniyle enflasyonu tam olarak kontrol edebilme yeteneğine sahip olmadığına dair ekonomik birimlere açık bir mesaj verse de bu yaklaşımda bant aralığının alt ve üst sınırlarına çok fazla odaklanması aralığın orta noktasına gereken önemin verilmemesine neden olmaktadır. Merkez bankasının enflasyon oranlarına asimetrik tepki gösterebileceği endişesi ile Mishkin, enflasyon hedefinin nokta hedef şeklinde belirlenmesini daha uygun bulmaktadır (Mishkin, 2006: 213).

Bant aralığına yöneltile diğer bir eleştiri ise, hedeften çok ufak sapmalara bile gereksiz bir şekilde aşırı odaklanmasıdır. Örneğin bant aralığının üst sınırının %3 olarak belirlendiği bir durumda %2.99 enflasyon oranı başarılı bir sonuç şeklinde yorumlanırken %3.01 ise başarısız bir sonuç olarak nitelendirilebilmektedir. Bu anlamda sert kenarlı bant aralığı sisteminin sağlayacağı potansiyel güvenilirlik zaman geçtikçe ve fiyat istikrarına ulaşma ve bunu sürdürme başarısı arttıkça ortadan kalkacaktır (Sherwin, 2000: 23). Diğer taraftan, enflasyonun aralık içinde gerçekleşebileceği noktalar arasında kayıtsız kalınması durumunda para politikasının enflasyon oynaklığında artışa neden olacağı açıktır. Bununla birlikte, Mayer (2002), bant aralığında orta noktanın hedef olarak vurgulanması durumunda bant aralığı yaklaşımının bu sakıncasının büyük ölçüde ortadan kaldırılabilirliğini ileri sürmektedir. Bant aralığı yaklaşımı, üzerinde bir kez anlaşıldı mı oldukça istikrarlı bir sistemdir. Hepsi birlikte değerlendirildiğinde, reel ekonomik istikrarsızlıkların ekonomiye yükleyeceği maliyetler göz önüne alınarak para politikasına belirli bir esneklik sağlayan bant aralığının daha optimal bir seçenek olduğu yadsınamaz bir gerçektir. Başlangıçta nokta hedefin daha optimal olduğunu savunan Mishkin şu sözleriyle tercihinin nokta hedeften bant aralığına kaydığını açık bir şekilde ifade etmektedir (Mishkin 2006):

“...bu çalışmanın sonunda sözlerimi yutmak zorundayım. Şuan bant hedeflemesinin oldukça cazip bir yaklaşım olduğunu düşünüyorum.”

1.2. Cayma Maddeleri

Cayma maddeleri, gerçekleşmesi halinde merkez bankasının ilan ettiği enflasyon hedeflerine ulaşamamasının olağan hale

geleceğini hüküm altına alan, para politikasının etki alanı dışındaki dışsal arz şokları, ticaret şokları, dolaylı vergilerdeki artış gibi özel durumları tanımlamaktadır. Bu özel durumların cayma maddeleri kapsamında önceden ilan edilmesi ile para politikasının etki alanı dışındaki nedenlerden kaynaklanan enflasyon sapmaları merkez bankasının başarısızlığına atfedilmez ve olası güvenilirlik kayıplarının önüne geçilmiş olur. Ayrıca cayma maddeleri kapsamında merkez bankasının orta ve uzun dönem enflasyon hedefini tehlikeye atmadan bu gibi arızı durumlara müdahalelerde bulunabileceği de hüküm altına alınabilmekte ve merkez bankasının şoklara kısa süreli müdahalesi meşru bir zemin kazanmış olmaktadır. Ancak merkez bankalarına şoklara karşı bir müdahale esnekliği sağlayan bu durumun etkili bir iletişim stratejisi ile ekonomik birimlere anlatılması gerekmektedir. Bir cayma maddesi uygulamaya geçirilirken sebeplerin açık bir şekilde kamuya bildirilmesi kanun gereğidir (Tuladhar, 2005: 9).

Cayma maddeleri merkez bankalarına uygulamada oldukça büyük bir esneklik ve kolaylık sağlamasına rağmen EH uygulayan ülkelerin yalnızca üçte biri sözleşmelerinde cayma maddelerini açık bir şekilde tanımlamıştır (Tablo 3). Buna rağmen, para politikası ve enflasyon raporları ve basın açıklamaları incelendiğinde, hemen hemen bütün merkez bankalarının politika uygulamalarında açık ya da örtük bir şekilde cayma maddelerinin yer aldığı görülmektedir.

Tablo 3: Enflasyon Hedefleyen Ülkelerde Cayma Maddesinin Kullanımı

Ülke	Cayma Maddesi	Ülke	Cayma Maddesi
Yeni Zelanda	Açıkça tanımlanmış	İzlanda	Yok
Kanada	Açıkça tanımlanmış	Güney Kore	Yok
İngiltere	Örtük	Norveç	Açıkça tanımlanmış
Avustralya	Yok	Peru	Örtük
İsveç	Açıkça tanımlanmış	Filipinler	Açıkça tanımlanmış
Çek Cumhuriyeti	Açıkça tanımlanmış	Guatemala	Yok
İsrail	Yok	Endonezya	Yok
Polonya	Açıkça tanımlanmış	Romanya	Açıkça tanımlanmış
Brezilya	Yok	Sırbistan	Yok
Şili	Yok	Türkiye	Örtük
Kolombiya	Yok	Ermenistan	Yok
Güney Afrika	Açıkça tanımlanmış	Gana	Yok
Tayland	Yok	Arnavutluk	Yok
Macaristan	Örtük	A.B.D	-
Meksika	Yok	Japonya	-

Kaynak: İlgili Ülkelerin Merkez Bankaları; Mishkin ve Schmidt-Hebbel (2001); Roger (2009); Tuladhar (2005).

Cayma maddelerini açık bir şekilde tanımlayan ülkelerden bir tanesi Yeni Zelanda'dır. Yeni Zelanda Merkez Bankası'nın 1990 Mart ayındaki ilk Politika Hedefleri Anlaşması'nın² (Policy Targets Agreement), "Enflasyon Hedefleri" başlığı altında Yeni Zelanda Reserv Bank'ın 1992 yılının Aralık ayı sonu itibari ile para politikasını fiyat istikrarına³ ulaşma niyetiyle formüle edeceği ve uygulayacağı belirtilmekle beraber "Hedeflerdeki Değişiklikler" başlığının (b) bendinin (ii, iii ve iv) maddelerinde, belirli durumların meydana gelmesi halinde fiyat istikrarından sapmaların olağan hale geleceği ve bu durumda hedeflerin 30 gün içerisinde yeniden görüşülmesi gerektiğini ifade eden cayma maddelerine yer verilmiştir. Bu cayma maddelerine göre, *mal ve hizmet vergilerinde (GST, Goods and Service Tax) ve diğer dolaylı vergilerde bir değişim yapılması, dış ticarete ithal ya da ihracat malları fiyatlarından kaynaklanan önemli bir değişiklik meydana gelmesi (ticaret hadlerindeki dışsal şoklar) ve fiyat seviyesini etkilemesi beklenen doğal felaketler, hayvan sayısının azalmasına yol açan salgın hastalıkların ortaya çıkması gibi diğer kriz durumlarında politika hedefleri değiştirilebilecektir.* Takip eden politika hedefleri anlaşmalarında da Yeni Zelanda Merkez Bankası'na cayma maddelerine açık bir şekilde yer vermeye devam etmiştir. Örneğin Yeni Zelanda merkez bankası sitesinde 2008 yılına ait Politika Hedefleri Anlaşması'nda⁴ üçüncü başlık aşağıdaki şekilde yer almaktadır:

"3. Enflasyonun Hedef Etrafındaki Oynaklığı

a) Bazı sebepler nedeniyle yıllık TÜFE enflasyonu oranı politika hedefinin odak noktası olan orta dönemli enflasyon trendi etrafında oynaklık gösterecektir. Bu sebepler arasında etkileri normal olarak geçici olan bir dizi olay vardır. Bu tür olaylar, dünya piyasalarında alım satımına konu olan malların fiyatlarındaki istisnai hareketlerin bir sonucu olarak toplam fiyat seviyesinin değişmesi, dolaylı vergilerdeki değişiklikler, fiyatları doğrudan etkileyen önemli hükümet politikası değişiklikleri ve ekonominin büyük bir bölümünü etkileyen doğal felaketler şeklinde sıralanabilir.

² Yeni Zelanda'nın ilk politika hedefi anlaşması için bkz. http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/policy_targets_agreement/0073109.html

³ Sözü geçen politika hedefleri anlaşmasında yıllık %0 -2 enflasyon oranının fiyat istikrarına ulaşıldığının bir göstergesi olarak alınacağı belirtilmektedir.

⁴ Bkz. http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/policy_targets_agreement/3517828.html

b) Madde 3(a)'da tarif edilen olayların gerçekleşmesi halinde banka orta dönem hedefini karşılama amacıyla ters düşmeyecek bir şekilde gerekli önlemleri alacaktır (Policy Target Agreement 2008).”

Bu cayma maddeleri arz ya da talep şoku diye nitelendirilebilecek olaylardan oluşmaktadır. Belirtilmesi gereken önemli bir nokta cayma maddeleri kapsamına alınan şokların açık bir şekilde dışsal olarak tanımlanabilir olması gerektiğidir (Tuladhar, 2005: 9). 1990 yılı Mart ayı Yeni Zelanda Politika Hedefleri Anlaşması'nın 3/c maddesinde bu durum açık bir şekilde belirtilmektedir⁵:

“(...) bu anlaşma (...) yurt içi kaynaklı enflasyonist şokların meydana gelmesi durumunda politika hedeflerinin değiştirilmesi için kullanılmayacaktır (...)”

Bu maddede yurt içi kaynaklı enflasyonist şokların cayma maddesi kapsamında değerlendirilmeye alınmayacağı ifade edilerek şokların dışsal şekilde tanımlanması gerektiğine gönderme yapılmaktadır.

Ayrıca, Yeni Zelanda'da merkez bankası hükümetin bankayı enflasyon hedefi ile uyumlu olmayan bir döviz kuru politikası uygulamaya yönlendirmesi durumunda politika hedefine ulaşamayacağını hükümete önceden haber verebilmektedir. Bu gibi durumlarda, yeni politika hedefleri bir açıklama ile birlikte bir ay içerisinde ortaya konulmak zorundadır (Tuladhar, 2005: 9).

Cayma maddelerini açık bir şekilde kullanan ülkelerden bir diğeri Çek Cumhuriyetidir. Çek Cumhuriyeti Merkez Bankası (Czech National Bank, CNB) uyguladığı para politikasının tamamen ya da büyük ölçüde etki alanı dışında kalan dışsal faktörlerden kaynaklanan büyük şokların (özellikle arz yanlı şokların) gerçekleşme ihtimalleri nedeniyle cayma maddelerinin bir ihtiyaç haline geldiğini belirtmektedir. Bu gibi durumlar altında enflasyonu hedefte tutmaya uğraşmanın çıktığı ve istihdam seviyesinde istenmeyen dalgalanmalara yol açabileceğini ifade eden CNB, böylesi bir şokun enflasyonu hedeften saptırması durumunda şokun birincil etkilerine tepki verilmeyeceğini belirterek bir anlamda şokları, enflasyon hedefinin karşılanma zorunluluğunun olmadığı istisnai durumlar olarak tanımlamaktadır. Daha açık bir ifadeyle, böyle bir durumda enflasyon hedefini karşılama zorunluluğundan taviz verilebilecek (cayma maddesi) ve enflasyon tahminlerinin ve sonuç olarak gelecek enflasyon

⁵ http://www.rbnz.govt.nz/monetary_policy/policy_targets_agreement/0073109.html

oranının hedeften geçici olarak sapmasına müsaade edilecektir⁶ (<http://www.cnb.cz/en/>).

Türkiye’de ise, EH sisteminde cayma maddeleri açık bir şekilde yer almamaktadır. Ancak, para ve kur politikası raporları incelendiğinde belli durumlarda cayma maddelerinin geçerli olduğu varsayılabilir. Örneğin, “2006 yılı Para ve Kur Politikası” raporunda “petrol fiyatlarının yükselmesi durumunda, bu yükselişin birincil etkilerine karşı merkez bankasının tepki vermemesi gerektiği, ancak bunun uygulanabilmesi belirli bir esneklik gerektireceğinden hedef etrafında bir belirsizlik aralığı oluşturulmasının gerekli olduğu” belirtilmektedir (TCMB, 2005: 8). Örtük bir cayma maddesi olarak yorumlanması mümkün olan bu ifade dışsal etkenler yüzünden enflasyonun hedeften sapması durumunda enflasyonun tekrar hedefe yaklaştırılması için şokun birincil devre etkilerine karşı bir politika tepkisi verilmeyeceği anlamına gelmektedir. Ayrıca aynı para ve kur politikası raporunda yapılan başka bir açıklama açık bir şekilde cayma maddesinin örneklendirilmesinden başka bir şey değildir:

“...Bu hususun bir örnekle açıklanmasında fayda görülmektedir: Önümüzdeki aylarda petrol fiyatlarının varil başına 100 ABD dolarına çıktığı ve 2006 yılı boyunca bu seviyenin devam ettiği bir senaryo altında, petrol fiyatlarının enflasyon üzerindeki birincil etkileri 3-4 puana ulaşabilecek ve doğal olarak Merkez Bankası 2006 yıl sonu enflasyonunun yüzde 5 hedefinin üzerinde oluşmasına müsamaha gösterecektir. Zira Merkez Bankası petrol fiyatlarında varsayılan artışa rağmen 2006 yılında yüzde 5’lik hedefine ulaşma çabasına girerse, faizleri çok yüksek düzeylere çıkarmak zorunda kalabilecek ve ekonomik faaliyette normalin çok üzerinde bir daralma yaratarak, toplumsal refah seviyesini olumsuz etkileyebilecektir. Bunun yerine, Merkez Bankası söz konusu örnek durumda 2006 yılı hedefinden sapılmasına izin verecek, ancak ikincil etkileri önlemek ve beklentileri denetim altında tutmak amacıyla, enflasyonu 2007 yılında yüzde 4’e indirmeyi taahhüt edecektir. Benzer bir uygulama, uluslararası likidite koşullarındaki değişimler, dolaylı vergi ve kamu fiyat ayarlamaları, yapısal düzenlemeler sonucu kurumların fiyatlamasındaki farklılaşmalar ve tarımsal ürün fiyatlarındaki ani hareketler gibi olası gelişmeler için de söz konusu olacaktır (TCMB, 2005: 8)”.

Para politikasının etki alanı dışında kalan bazı gelişmeler cayma maddeleriyle açık bir şekilde tanımlanarak merkez bankalarının hesap verme yükümlülüklerine sınırlama getirilmekte ve güvenilirlik

⁶CNB cayma maddesi konulabilecek şokları Yeni Zelanda Merkez Bankası gibi detaylı bir şekilde tanımlamamış, ancak dolaylı vergilerdeki değişimler gibi pek çok şokun cayma maddesi olarak konulabileceğini belirtmiştir.

kayıpları önlenmektedir. Bununla birlikte, cayma maddeleri kapsamına alınacak şokların tamamen dışsal olması şartı getirilecek bu durumun suiistimal edilmesinin önüne geçilmektedir. Örneğin, talep şokları dışsal olabilecekleri gibi para politikası kaynaklı olarak da ortaya çıkabilmektedirler. Talep şoklarının cayma maddeleri içinde yer alması, para politikası kaynaklı yapay bir talep şoku oluşturularak sapmaların olağan gösterilmeye çalışılmasına fırsat sunabilir. Bu tür eğilimlerin önüne geçilmesi için yalnızca dışsal olarak tanımlanabilen şokların cayma maddeleri içinde yer alması şartı getirilmiştir (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001: 13).

1.4. Kademeli Dezenflasyon Süreci

EH'nin çıktı seviyesindeki dalgalanmaları dikkate alıp almadığının, diğer bir ifade ile esnek bir strateji olup olmadığının diğer önemli bir göstergesi de uzun dönem enflasyon hedefine ulaşılmaya çalışılırken enflasyon oranının kademeli şekilde düşürülmesi yaklaşımının benimsenmiş olmasıdır. Eğer, başlangıçta cari enflasyon oranı hedeflenen uzun dönem enflasyon hedefinden çok uzakta ise, enflasyonun uzun dönem hedefine kademeli şekilde düşürülmesi makul bir seçenektir⁷. Svensson (1997)'a göre, enflasyon hedefinin uzun dönem fiyat istikrarı amacına doğru kademeli olarak hareket etmesi, para politikasının çıktındaki dalgalanmalar ile ilgilendiğine işaret etmektedir. Bu kademeli hareket, para politikasına arz şokları nedeniyle çıktıda meydana gelen kısa dönemli dalgalanmalar ile mücadele ederken yeterli bir manevra alanı sağlamaktadır.

Enflasyonu kontrol altına almaksızın ekonomik performansı iyileştiren uzun dönemli bir stratejiden bahsetmek mümkün değildir. EH'ye geçmeden önceki aşamada enflasyonun oldukça yüksek bir seviyede seyretmesi (örn. %10'un üzerinde) enflasyonun kontrolünü zorlaştırmaktadır. Bu nedenle, yüksek enflasyondan makul enflasyon oranına geçiş sürecinde değişik komplikasyonlar gelişebileceğinden bu aşama dikkat edilmesi gereken oldukça zorlu bir aşamadır. Dikkat edilmesi gereken en önemli noktalardan bir tanesi enflasyonu hızlı bir şekilde düşürmeye çalışmanın reel ekonomik istikrarsızlığı arttırabileceğidir. Enflasyonu kesin ve çabuk bir şekilde kontrol altına almaya çalışmak diğer ekonomik amaçlardan fedakârlık yapılmasını gerektirmektedir. Oysaki enflasyonun kontrol altına alınması makul bir zaman periyodu belirlenerek bir sürece yayıldığında bu fedakârlığa katlanmak zorunlu olmaktan çıkabilmektedir (King, 1994: 112). Daha

⁷ Hedefin, uzun dönem fiyat istikrarı amacına doğru aşamalı bir şekilde hareket etmesi aynı zamanda parasal hedefleme stratejisini uygulayan ülkelerin uyguladıkları para politikalarının bir özelliğidir.

önce de ifade edildiği gibi, esnek EH reel ekonomik istikrarı göz ardı eden bir strateji değildir. EH’de orta vadeli bir enflasyon hedefine ulaşılabacağına dair verilen bir taahhüt ön plana çıksa da, bu sayısal enflasyon hedefi EH’nin uygulama çerçevesini tek başına belirlememektedir. Aksine reel değişkenlere ait projeksiyonlar da para politikası yapımında göz önüne alınmaktadır (Woodford, 2007: 10).

Bu bağlamda, enflasyonun hedeften sapmasına neden olan herhangi bir ekonomik bozulma karşısında merkez bankası iki seçenek ile karşı karşıya kalacaktır. Bunlardan birincisi, hiç zaman kaybetmeden enflasyonu tekrar hedefe çok hızlı bir şekilde yaklaştırmak; ikincisi ise, enflasyonun tekrar hedefe döndürülmesini zamana yaymaktır (*kademeli yaklaşım*). Burada merkez bankasının birinci seçenek üzerinden hareket etmesi durumunda ekonomik istikrarsızlığa neden olacağı hemen hemen kesindir. Daha açık bir ifadeyle, enflasyon hedefini kısa dönemde hızlı ve çabuk bir şekilde yakalamaya çalışma girişimleri ani ve keskin faiz değişimleri gerektirecek; reel ve finansal istikrarsızlıklara zemin hazırlayacaktır.

Bu anlamda, hedefe ulaşmak için kısa dönem yerine daha uzun bir zaman periyodunu seçmek ve para politikasında “*kademeli ayarlamayı*” benimsemek için pek çok gerekçe vardır:

- *İlk olarak*, faiz oranlarında ve para politikası durumunda sert değişimler yapmak çıktı, istihdam ve reel faiz oranı gibi reel değişkenlerde meydana gelecek istikrarsızlıklara yol açabilmektedir. Burada parasal düzenleme *istikrarsızlığın ana kaynağı* haline gelmektedir. (Berg, 2000: 9).

- *İkinci olarak*, yüksek enflasyon düzeylerinin merkez bankası tarafından kontrolünün zor olması ve merkez bankasının güvenilirliğinin düşük olması, yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçişin (dezenflasyon sürecinin) kademeli olmasını zorunlu kılan bir diğer unsurdur. Enflasyon çok yüksek iken, *sert (hard)* hedefler belirleyerek merkez bankasının enflasyon konusunda ekonomik aktörlere sağlam bir taahhüt sunmaya çalışması, enflasyon hedefinin tutturulamama olasılığının çok yüksek olması nedeni ile doğru bir yaklaşım değildir. Zira sert bir enflasyon hedefi (dar bant aralığı ya da nokta hedef) belirleyerek ekonomik aktörlerin enflasyon beklentilerinin çapalanmaya çalışılması merkez bankasının güvenilirlik eksikliği nedeni ile başarısızlığa uğrayacaktır. Çünkü güvenilirliğin eksik olduğu dezenflasyon süreçlerinde, enflasyon beklentileri büyük oranda geçmiş enflasyon oranına; küçük oranda ise resmi enflasyon hedefine göre şekillenmektedir. Bu süreçte “*enflasyon ataleti*” yüksek ve bu nedenle hızlı “*dezenflasyon*” süreci oldukça maliyetlidir. Yapılan amprik çalışmalar da uzun dönemde %2-4 hedefine doğru yapılan hızlı

dezenflasyon süreçlerinin daha büyük çıktı kayıplarına yol açtığını ortaya koymaktadır (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001: 18).

Türkiye, Avustralya, Kanada, İsrail, İspanya, İsveç ve İngiltere merkez bankaları başta olmak üzere, enflasyon hedefleyen çoğu merkez bankası reel ekonominin istikrarı ya da uluslararası hedefleri korumak amacıyla enflasyonist baskılara kademeli bir şekilde tepki göstermektedirler. Bu doğrultuda, söz konusu merkez bankaları kurumsal olarak fiyat istikrarının yanında kısa dönem amaçların takip edilebileceği bir operasyonel dizayna sahiptirler (Kuttner ve Posen, 1999: 15). Örneğin İngiltere Merkez Bankası Ekim 1992 de enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçtikten sonra temel amacını “uzun dönemde fiyat istikrarına ulaşmak” olarak belirlemiştir. Ancak Banka, fiyat istikrarına ulaşmada kademeli bir yaklaşımı benimsemiştir. Enflasyon hedef aralığı için %1-4 bandı belirlenmiş ve ilave olarak da parlamento dönemi sonuna⁸ kadar %2.5 seviyesinin altına ulaşılmasının planlandığı ilan edilmiştir. Burada fiyat istikrarına geçişin ani ve keskin olmayacağı, yaklaşık olarak beş yıllık bir zaman alacağı örtük olarak varsayılmaktadır. Kanada Merkez Bankası da 1991’den itibaren enflasyonu düşürmede kademeli bir yaklaşım benimsemiş, enflasyon beklenenden daha hızlı düştüğünde ise tepkisini gevşetmiştir (King, 1997: 91; Kuttner ve Posen, 1999: 15).

Türkiye de açık enflasyon hedeflemesine geçtiği 2006 yılından önce örtük olarak EH uygulayarak enflasyonu kademeli olarak makul düzeylere indirmeyi amaçlamıştır. Örtük enflasyon hedeflemesine geçmeden önceki dönemde TCMB eski Başkanı Gazi Erçel 1999 yılında yaptığı, “2000 Yılı Enflasyonu Düşürme Programı: Kur ve Para Politikası Uygulaması” isimli basın toplantısında tüketici enflasyonunun yapısal reformlarla desteklenen birbirleriyle tutarlı, güçlü, itibarlı ve süreklilik arz eden maliye, gelir, para ve kur politikalarının eş güdümlü uygulanması ile 2000 yılı sonunda yüzde 25, 2001 yılı sonunda yüzde 12 ve 2002 yılında yüzde 7’ye indirilmesinin planlandığını açıklamıştır. Enflasyonu düşürme programının üç yıllık bir zaman periyoduna yayılmış olması enflasyonu düşürme sürecinde kademeli bir şekilde hareket edildiğini göstermektedir. Daha sonra 2002 yılında EH örtük olarak uygulanmaya başlanmış ve bu dönemde de enflasyon oranları mümkün olan en düşük seviyelere kademeli bir şekilde indirilmeye çalışılmıştır. Açık enflasyon hedeflemesine geçmeden önceki son dönem olan 2005 yılında enflasyon, önceki 30 yılın en düşük seviyelerine ulaşmıştır. 2006 yılında açık EH’ye geçtikten sonra da TCMB 2006, 2007 ve 2008 yılları için belirlediği

⁸ Dört beş yıl kadar bir süreyi ifade etmektedir (King, 1997: 91).

sırasıyla yüzde 5, yüzde 4 ve yüzde 4 enflasyon hedefleri ile enflasyon oranını kademeli bir şekilde düşürme politikasına devam etmiştir (TCMB, 2005: 4-5). Böylelikle yüksek kronik enflasyon ortamından düşük enflasyon oranlarına ulaşılırken kademeli bir şekilde hareket edilerek makroekonomik istikrar bütün olarak korunmaya çalışılmıştır.

Sırbistan Merkez Bankası da 2009-2011 yıllarına ait enflasyon hedeflerini yayınladığı beyannamede hedef enflasyon oranlarının⁹ kademeli bir şekilde azaltılacağı belirtilmiştir. Ayrıca, beyannamede hedeflerin bu şekilde belirlenmesindeki amacın ekonomideki makroekonomik sürecin bozulmasını engellemek olduğu ifade edilmektedir (<http://www.nbs.rs>). Şüphesiz ki belirlenen bu hedefler kademeli bir dezenflasyon sürecinin benimsendiğinin bir göstergesidir.

Para politikasında kademeli yaklaşımın benimsendiği örneklerin daha da çoğaltılması mümkün olmakla birlikte hepsinin ortak amacı enflasyonu hedefe yaklaştırma sürecinde reel istikrarsızlıkların önüne geçmek ve para politikasına kısa dönem amaçlarla ilgilenebilmesi için belirli bir esneklik sağlamaktır. Beklenmedik şokların ortaya çıkması durumunda enflasyon bazen hedefin altında bazen de üstünde gerçekleşebilecektir. İleriye bakma ihtiyacı para politikasındaki değişikliklerin enflasyonu gecikmeli bir şekilde etkilemesinden kaynaklanmaktadır. Para politikasının enflasyon üzerindeki etkilerinin belli bir gecikme ile ortaya çıktığı gerçeğinin kabul edilmesi aynı zamanda geçici arz şoklarına karşı para politikasının uyarlanmasına imkan vermektedir (King, 1997: 91-92).

1.5. Makul Hedef Ufku

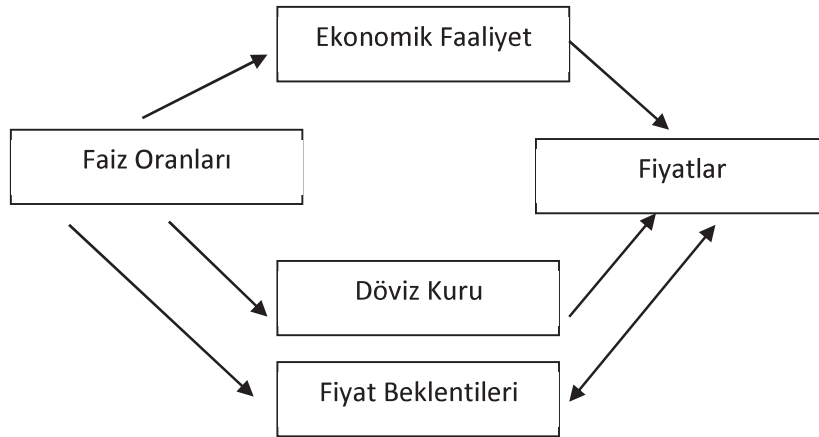
Para politikasındaki en önemli problemlerden biri para politikasının ekonomiyi ve enflasyonu belli bir gecikme ile etkilemesidir. Para politikası faiz oranında yapılan değişiklikler önce finansal değişkenleri ve varlık fiyatlarını, bundan sonra kısa bir gecikmenin ardından finansal akımları, ardından çıktıyı ve en son olarak ise enflasyonu etkilemektedir. Para politikasının enflasyon üzerindeki etkilerinin ortaya çıkmaya başladığı bu süre uzun ve değişken olabilmekte ve para politikası aktarım mekanizmasının bu son halkası altı ile sekiz çeyrek arasında sürebilmektedir (Sims, 2004: 296; Goodhart ve Viñals, 1994: 149-150).

Enflasyon hedefleyen merkez bankaları ilan ettikleri enflasyon hedef ya da hedeflerine ulaşılması planlanan makul bir zaman

⁹ Sırbistan'ın 2009-2011 hedefleri; 2009 başlama seviyesi: %8-12, orta nokta %10; 2009 bitiş seviyesi: %6-10, orta nokta %8; 2010 bitiş seviyesi %4-8, orta nokta %6; 2011 bitiş seviyesi: %3-6, orta nokta %4.5.

periyodunu başlangıçta açık bir şekilde belirlemektedirler. Ancak hedefe ulaşma süresi olarak ifade edebileceğimiz bu “*hedef ufku*” makul bir uzunlukta olmak zorundadır. Enflasyon hedefine ulaşmak için kısa bir zaman diliminin belirlenmesi bazı problemleri kaçınılmaz olarak beraberinde getirecektir. Şöyle ki, bu sürenin çok kısa belirlenmesi durumunda para politikası en optimal bir şekilde uygulansa dahi aktarım mekanizmasında yaşanan gecikmeler nedeniyle enflasyon hedeflerinin sık sık kaçırılması ve böylelikle güvenilirlik problemlerinin yaşanması gündeme gelecektir. Diğer taraftan da, bu hedefin tutturulabilmesi için para politikası aracının (faiz oranının) çok sık ayarlanarak aşırı aktivist bir para politikasının izlenmesi zorunluluk halini alacaktır. Böylelikle enflasyon hedefinin tutturulması yönünde uygulanan bu aktivist para politikası uygulamaları çıktı dalgalanmalarını artırarak reel istikrarsızlıkların ortaya çıkmasına neden olacaktır. *Bu anlamda, enflasyon hedefine ulaşılması için kısa zaman bir zaman ufkunun belirlenmiş olması merkez bankasının çıktısı istikrarı ile yeterince ilgilenmediğinin bir göstergesidir* (Mishkin, 2000b: 29).

Şekil 1: Para Politikasının Aktarım Mekanizması



Kaynak: Reserve Bank of Australia, <http://www.rba.gov.au/>

Başka bir açıdan ise enflasyon hedefine belirlediği kısa süre sonunda ulaşamayan bir merkez bankasının kamu önünde güvenilirliği sarsılır ve ilan ettiği enflasyon hedeflerinin enflasyon beklentileri üzerindeki yönlendirici etkisi kaybolur. Bu nedenle, belirlenen süre zarfında enflasyon hedefine ulaşılabilmesi gerekmektedir. Ancak,

ekonomi sürekli değişen yapısı ile öngörülemeyen riskler taşımaktadır. Başlangıçta öngörülemeyen bir şokun ortaya çıkması durumunda bu şokun reel ekonomi üzerindeki etkilerinin görmezden gelinip yalnızca enflasyon üzerindeki etkilerinin telafi edilmesine odaklanması, şokun reel ekonomi üzerindeki istikrar bozucu etkisini daha şiddetli hale getirecektir. Bu bağlamda, belirli durumlarda enflasyona yönelik verilen taahhüde bağlı kalmak merkez bankası politikası olarak sürdürülemez bir durumdur. Her koşulda enflasyon hedefinin tutturulmaya çalışılması kaçınılmaz biçimde istikrarsızlığa yol açabilecek; ya da başlangıçta başarı elde edilse bile bu başarı daha sonra ortaya çıkacak istikrarsızlığın şiddetini arttıracaktır (Sims, 2004: 297). Bu nedenle kısa hedef ufukları belirleyerek hedefin bu süreler sonunda tutturulma uğraşı içerisine girilmesi hem parasal hem de reel istikrarı bozucu bir etki meydana getirecektir.

Bu durumun örneklerinden bir tanesi Yeni Zelanda'da yaşanmıştır. Yeni Zelanda Merkez Bankası enflasyon oranının 1997 hedef aralığının üstüne çıkacağı endişesi ile 1996 yılının sonunda gecelik politika faiz oranını %10 seviyesine kadar yükselterek para politikasını önemli derecede sıkılaştırmıştır. 1996'nın sonunda uygulanan sıkı para politikası, 1997 ve 1998'deki resesyona katkı yaparak, Doğu Asya Krizi'nden kaynaklanan negatif ticaret şoklarının etkisini daha da kötüleştirilmiş ve çıktı seviyesinde aşırı dalgalanmalar gerçekleşmiştir. Yeni Zelanda'da ortaya çıkan bu durum kısa zaman ufkunun belirlenmesinin çıktı seviyesinde istenmeyen dalgalanmalara yol açtığı bir kanıtı olmuştur. Daha sonra, Yeni Zelanda politika ufkunu altı ile sekiz çeyrek arasında uzatmıştır. Başlangıçta, Yeni Zelanda Merkez Bankası sıcak bakmasa da, bu değişim enflasyon hedeflemesinin performansını arttırmıştır (Sherwin, 2000: 23; Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2001:12-15).

Bu nedenle, ekonomide öngörülemeyen bozulmaların etkileri ile mücadele edebilmek bunu yaparken de, enflasyon hedefine verilen taahhüdün güvenilirliğini sarsmamak için enflasyon hedefine ulaşılması planlanan süre yeterince uzun tutulmalıdır. Bu sürenin, merkez bankasına hem şokun reel ekonomi üzerindeki etkilerinin hafifletilmesi için bir manevra alanı sağlayacak; hem de, şokun enflasyon oranı üzerindeki etkilerin de telafi edebilmesine yetecek makul bir uzunlukta olması gerekmektedir. Bu konudaki uzlaş, hedef ufkunun en az iki yıl en çok dört ya da beş yıl kadar olması gerektiği yönündedir. Nispeten uzun bir hedefleme periyodu, ilk yıllarda merkez bankasına öngörülemeyen olaylara tepki verebilmesi için belirli bir esneklik sağlamaktadır. Ancak yine de enflasyon hedefine ulaşılması

gereken son tarih merkez bankaları için oldukça bağlayıcıdır (Goodhart ve Viñals, 1994: 149-150).

Genel olarak, EH'de kısa zaman ufukları belirlenmemekte; böylelikle, çok kısa vadelerde enflasyon hedefleri tutturulmaya çalışılmamaktadır. Daha ziyade, EH'de enflasyon hedefleri orta vadeli bir görünüm arz etmektedir. Bu özellik, EH'de para politikasının kısa dönemde çıktı istikrarı gibi diğer amaçlara yönelebilmeye imkân tanımakta ve merkez bankasına gerektiğinde şoklara tepki verebileceği bir esneklik tanıyan bir sistem sunmaktadır. EH'nin orta vadeye odaklanması sayesinde politika yapıcılar ne pahasına olursa olsun kendilerini dönem bazında enflasyon hedefini karşılamak zorunda hissetmemektedirler (Jahan, 2012). Ancak, yine de merkez bankalarının uyguladıkları EH sistemlerinde bazı konular belirsizlik taşımaktadır. Örneğin, ulaşılan enflasyon hedefinden daha sonra sapılması durumunda belirlenen hedefe tekrar ulaşılmaması gereken süre zarfı kesin olarak belirli değildir (Truman, 2003: 7). Diğer taraftan da Mayer (2002: 160) göre ise enflasyon hedefinden sapma gerçekleştiğinde, tekrar hedefe dönmek için böyle sabit bir zaman ufğunun belirlenmemesi zaten yanlıştır. Mayer'e göre böyle bir zaman ufğunun belirlenmesi keyfi olabileceği gibi bazı durumlarda da güvenilir olmayabilir. Ayrıca, merkez bankasının çıktıda meydana gelen dalgalanmalar ile ilgilenmesini de zorlaştırabilir.

Tablo 4: Enflasyon Hedefleyen Ülkelerde Hedef Ufku

Ülke	Hedef ufku	Ülke	Hedef Ufku
Yeni Zelanda	Süresiz	İzlanda	Çoklu yıl
Kanada	5 yıl	Güney Kore	3yıl
İngiltere	Süresiz	Norveç	Süresiz
Avustralya	Çevrim boyunca	Peru	1 yıl
İsveç	Süresiz	Filipinler	Çoklu yıl
Çek Cum.	1 yıl*	Guatemala	Süresiz
İsrail	Süresiz	Endonezya	Çoklu yıl
Polonya	Süresiz	Romanya	Çoklu yıl
Brezilya	1 yıl	Sırbistan*	Çoklu yıl
Şili	Süresiz	Türkiye	Çoklu yıl
Kolombiya	1 yıl	Ermenistan	1 yıl
Güney Afrika	Çoklu yıl	Gana*	1 yıl
Tayland	Süresiz	Arnavutluk	Çoklu yıl
Macaristan	Süresiz**	A.B.D	-
Meksika	Süresiz	Japonya	2 yıl

*Aylık hedeflerde mevcuttur.**Hedefin 3 yıl sonra revize edilmesi planlanıyor.

Kaynak: İlgili ülkelerin merkez bankalarının web sitelerinden derlenmiştir.

Sonuç

İlk uygulandığı yıldan bu yana giderek artan sayıda ülke tarafından başarılı bir şekilde uygulanan EH, geride bıraktığı 25 yıl boyunca dünya ekonomisinde yaşanan tüm olumsuzluklara rağmen devamlılığını koruyabilmiştir. Gerçekleşen iç ve dış kaynaklı şoklar nedeniyle pek çok kez hedeften büyük sapmaların ortaya çıkması, zaman zaman EH'nin sorgulanmasına yol açsa da bugüne kadar hiçbir ülke (başarısız olduğu gerekçesiyle) EH'yi terk etmemiştir. EH sisteminden çıkışın yaşanmaması diğer para politikası stratejilerinin deneyimlerinden farklı bir görüntü oluşturmuştur. Ancak, yaşanan son ekonomik türbülans sırasında EH katı bir para politikası sistemi olduğu gerekçesi ile bir takım eleştirilere maruz kalmıştır. EH uygulayan pek çok merkez bankası enflasyon hedefine aşırı odaklanmaları yüzünden hızlı varlık fiyatları artışlarının sorumlusu olarak görülmüşlerdir. Buna rağmen, EH son Küresel Mali Kriz'den de sağ çıkmayı başarabilmiştir.

Katı bir para politikası sistemi olduğu yönündeki eleştirilere karşın EH'nin sağlamlığını, devamlılığını koruyabilmesi ve hiçbir ülke tarafından başarısızlığa uğradığı gerekçesiyle terk edilmemiş olması, onun değişen ekonomik koşullara karşı diğer para politikası sistemlerinden daha kolay uyumlaştırılabilmesine bağlanmaktadır. Bu düşünceye göre, EH şoklarla başa çıkabilme esnekliğine sahip bir stratejidir. Bu esneklik sayesinde bir enflasyon hedefine bağlı kalınabilirken aynı zamanda çıktı istikrarı ve finansal istikrar da gözetilebilmektedir.

EH, diğer para politikası sistemlerine nazaran sürdürülebilirlik direnci, sahip olduğu yüksek şeffaflık ve hesapverebilirlik derecesi, kırılabilirliğinin olmaması, değişen makroekonomik koşullara daha kolay adapte edilebilmesi gibi özellikleri ile diğer stratejilerin önünde yer alsa da en başarılı şekilde EH uygulayan ülkeler bile krizin etkilerinden kaçamamışlardır. Ancak bu, EH'nin terk edilmesi gereken bir sistem olduğu anlamına gelmemektedir. Yapılması gereken, krizden çıkarılan dersler doğrultusunda, ortaya çıkan makroekonomik gelişmeler ve yenilikler de dikkate alınarak EH uygulamalarının iyileştirilmeye çalışılmasıdır. Her ne kadar uygulamaların iyileştirilmeye olan ihtiyacı açık olsa da enflasyon hedefleri para politikasının nominal çapası olmaya devam etmeli ve hatta gelişmekte olan ülkelerde daha fazla vurgulanmalıdır.

Kaynakça

- Berg, Claes (2000), "Inflation Forecast Targeting: The Swedish Experience".
<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.197.7841&rep=rep1&type=pdf> (17.11.2013).
- Bernanke, Ben S. ve Mishkin, Frederic S. (1997), "Inflation Targetting: A New Framework For Monetary Policy ?", **NBER Working Paper Series**, 5893, 1-30.
- Borio, Claudio (2011), "Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters?", **Bank of International Settlements Working Papers**, 353, 1-17.
- Drew, Aaron ve Orr, Adrian (1999), "The Reserve Bank's Role in the Recent Business Cycle: Actions and Evolution", Reserve Bank of New Zealand Bulletin, 62(1), 5-24.
- Friedman, Milton (1968), "The Role of Monetary Policy", **The American Economic Review**, 58(1), 1-17.
- Goodfriend, Marvin (2004), "Inflation Targeting in the United States?", Ben S. Bernanke, Michael Woodford (Ed.), **The Inflation-Targeting Debate**, içinde (311-352), USA: University of Chicago Press.
- Goodhart, Charles ve José, Viñals (1994), "Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and the Antipodes", Jeffrey Fuhrer (Ed.), **Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers**, içinde (139-194), USA: Federal Reserve Bank of Boston.
- Jahan, Sarwat (2012), "Inflation Targeting: Holding the Line", **Finance and Development**, IMF, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm> (01.06.13).
- King, Mervyn (1994), "Monetary policy in the UK", **Fiscal Studies** 15(3), 109-28.
- King, Mervyn (1997), "Changes in UK Monetary Policy: Rules and Discretion in Practice", **Journal of Monetary Economics**, 39, 81-97.
- Kuttner, Kenneth N. ve Posen, Adam S. (1999), "Does Talk Matter After All? Inflation Targeting and Central Bank Behavior", **CFS Working Papers**, 04, 1-49.
- Mayer, Laurence H. (2002), "Inflation Targets and Inflation Targeting", **The North American Journal of Economics and Finance**, 13(2), 147-162.
- Mishkin, Frederic S. (2000a), "Issues in Inflation Targeting", **Based on speech at Bank of Canada Conference Price Stability and**

the Long-Run Target for Monetary Policy, Ottawa, Canada, June 8-9.

Mishkin, Frederic S. (2000b), "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons From the Industrialized Countries" **Prepared for the Bank of Mexico Conference, "Stabilization and Monetary Policy: The International Experience.**

Mishkin, Frederic S. (2006), "The Inflation-Targeting Debate", 195-220. <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/08/mishkin1.pdf> (02.02.10).

Mishkin, Frederic S. (2011), "Monetary Policy Strategy: Lessons From The Crisis", **NBER Working Paper Series**, 16755, 1-62.

Mishkin, S. Frederic ve Schmidt-Hebbel, Klaus (2001), "One Decade of Inflation Targeting in the World: What Do We Know and What Do We Need to Know?" **NBER Working Paper Series**, 8397, 1-48.

National Bank of Serbia (2008), "Memorandum of the National Bank of Serbia on Setting Inflation Targets for the Period 2009–2011", 22 December http://www.nbs.rs/export/sites/default/internet/english/30/30_3/memorandum_ciljevi_2009_2011e.pdf (03.08.2012).

Roger, Scott (2009), "Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges", **IMF Working Papers**, 236, 1-31.

Sherwin, Murray (2000), "Strategic Choices in Inflation Targeting: The New Zealand Experience", Mario I. Blejer, Alain Ize, Alfredo M. Leone, ve Sergio Werlang (Ed.), **Inflation Targeting in Practice: Strategic and Operational Issues and Application to Emerging Market Economies**, içinde (15-27), Washington: IMF.

Siklos, P. L. (2010), "Inflation Targeting: It's Not Broke, It Doesn't Need Fixing, But Can It Survive?", **Journal of International Commerce, Economics and Policy**, 1(1), 59-80.

Sims, Christopher A. (2004), "Limits to Inflation Targeting", Ben S. Bernanke ve Michael Woodford (Ed.), **The Inflation Targeting Debate**, Volume 32 içinde (283-309), USA: University of Chicago Press.

Svensson, Lars E. O. (1997), "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", **European Economic Review**, 41, 1111–1146.

TCMB (2005), **Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası**, 56.

<http://www.tcmb.gov.tr/yeni/duyuru/2005/DUY2005-56.pdf>
(07.08.2011).

Tuladhar, Anita (2005), "Governance Structures and Decision-Making Roles in Inflation Targeting Central Banks", **IMF Working Papers**, 183, 1-26.

Truman, Edwin M. (2003), *Inflation Targeting in The World Economy*, 1. Ed., ABD: Institute for International Economics, ABD.

Woodford, Michael (2007), "The Case for Inflation Targeting as a Monetary Policy Strategy", **The Journal of Economic Perspectives**, 21(4), 3-24.