

INFLATION TARGETING STRATEGY IN ACHIEVING PRICE STABILITY: PRIORITIES AND ECONOMIC ISSUES

Halil ALTINTAŞ*

ABSTRACT

The emergence of inflation targeting over the last ten years has been one of the important developments in the approach of central bank to the conduct of monetary policy. A number of industrial countries and emerging economies adopted inflation targeting as response to the difficulties they had encountered in conducting their monetary policy using an exchange rate peg or some monetary aggregate as the main intermediate target.

This study outlines some priorities of inflation targeting regime. The experience of inflation targeting suggests that this policy requires a strong fiscal position; macroeconomic stability; central bank instrument independence; a well knowledge for transmission mechanism between monetary policy and inflation; and transparency of monetary policy to develop accountability and credibility of central bank.

Developing countries have more specific problems to design and implement inflation targeting than industrial countries. Difficulties that are arisen from are higher inflation, higher exchange rate and indexation mechanism of inflation to past inflation, lack of central bank instrument independence. These problems caused to be difficult to predict and control future inflation, and deviate from inflation targets. Consequently, it is, therefore, proposed that inflation targeting should be gradually conducted after initial success in lowering inflation.

* Yrd. Doç. Dr., K. Maraş Sütçü İmam Üniversitesi, İ.İ.B.F. İktisat Bölümü.

FİYAT İSTİKRARI SAĞLANMASINDA ENFLASYON HEDEFLERİ STRATEJİSİ: ÖNCELİKLER VE EKONOMİK SORUNLAR

1. GİRİŞ

1990'lı yıllarda sanayileşmiş ülkelerin ekonomi politikası uygulama ve amaçlarında önemli değişimler görülmüştür. Bu ülkelerin çoğunda, merkez bankalarına (MB) bağımsızlık kazandırılmasından sonra, enflasyon hedefleri benimsenmeye başlamıştır (Leybourne ve Mizen, 1999: 799). Bu gelişim sürecine, piyasa ekonomisi geliştirmekte olan ekonomiler, enflasyon hedeflemeye uygun para politikasını benimseyerek sanayileşmiş ülkelerin yanında yer almaya başlamışlardır. İlk defa 1990 yılında Yeni Zelanda ve Şili'de enflasyon hedefleri kamuoyuna ilan edilerek enflasyon hedefleme uygulamasına geçilmiştir. Schaechter, Stone ve Zelmer, Şubat 2000'e kadar tüm dünyada on üç ülkenin enflasyon hedeflemeye geçtiğini saptamıştır. Bu ülkeler; Avustralya, Brezilya, Kanada, Şili, Çek Cumhuriyeti, Finlandiya, İsrail, Yeni Zelanda, Polonya, Güney Afrika, İspanya, İsveç ve İngiltere'dir (Schaechter, Stone ve Zelmer, 2000: 4). 1999 Ocak ayında Finlandiya ve İspanya Avrupa Para Birliği'ne katılımıyla enflasyon hedeflemeyi terk etmiştir. Daha sonra yukarıda ifade edilen on üç ülkeye Ağustos 2000'de Kore ve Tayland'ın katılımıyla enflasyon hedefleyen ülke sayısı on beşe yükselmiştir (Corbo, Moreno ve Schmidt-Hebbel, 2000: 2). Mishkin ve Schmith-Hebbel, Avrupa Para Sistemi'ne katılan Finlandiya ve İspanya'yı da enflasyon hedefleyen ülkelerin içinde göstermiştir (Mishkin ve Schmith-Hebbel, 2000: 2). İsviçre ve Kolombiya'nın, Ocak ve Eylül 2000'de enflasyon hedeflemeyi benimsemesiyle toplam ülke sayısının on dokuzu yükseldiğini ifade etmiştir (Mishkin ve Schmith-Hebbel, 2000: 40).

Enflasyon hedefleme, MB'nin düşük enflasyonu sağlamaya yönelik para politikası uygulamalarını kapsamaktadır. Enflasyon hedefleme, hükümetle MB'nin belirlenen bir zaman süresi içinde düşürülmesi arzulan enflasyon için sayısal bir hedefin kamuoyuna ilan edilmesiyle başlamaktadır. Uygulamada MB, kendi para politikası araçlarını seçmede serbest olduğundan araç bağımsızlığına sahip olmaktadır ve hedefin başarılması konusunda hesap verebilir pozisyonundadır. Aynı zamanda MB, kendi stratejisi ve kararları konusunda düzenli olarak kamuoyunu bilgilendirdiğinden, politika uygulamalarında şeffaflık artırılmaktadır. Böylece MB'nin kredibilitesi ve hesap verebilirliği artarken, para politikasının geleceğe yönelik belirsizlikleri azalmaktadır.

Avrupa Para Sistemi'ne üye ülkelerin kendi aralarında yaptıkları düzenlemeler hariç tutulursa, sanayileşmiş ülkeler Bretton Woods dönemi son-

rasında esnek döviz kuru düzenlemelerini başlatmışlardır. Ancak bu ülkelerin büyük bir çoğunluğu parasal hedefleme rejimini sürdürmüşlerdir. 1980'li yıllar boyunca ise, parasal hedefleme rejimlerini sürdüren ülke ekonomilerinin performansları tatmin edici düzeyde olmamıştır. Finansal kuruluşların para ikamesini geliştirmesi, para talebinin artan ölçüde istikrarsızlığı, uzun dönemde para arzı ile enflasyon arasında oldukça yüksek bir korelasyonun varlığı ve ortaya çıkan dışsal şoklar, bu ülkelerdeki parasal hedefleme stratejilerinin sürdürülebilirliğini tehdit etmiştir (Croce ve Khan, 2000: 2). Ayrıca son yirmi yıl süresince aktivist para politikalarının sürdürülebilir seviyenin ötesinde üretimi artırmak ve işsizliği azaltmak amacıyla kullanılmasının sadece daha yüksek enflasyona neden olacağı konusu, ekonomi literatüründe yaygın olarak kabul görmüştür. Bu nedenle para politikasının en önemli amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu tüm dünyada genel kabul görmeye başlamış ve bu düşünceye uygun olarak enflasyon hedefleme önem kazanmıştır (Mishkin ve Posen, 1997: 10).

Bu çalışmada, enflasyon hedefleme konusundaki teorik yaklaşımlar yanında, ülkeleri enflasyon hedeflemeye yönelten temel ekonomik nedenler ve ön koşullar araştırılarak, MB'lerinin enflasyon hedefleme sürecinde düzenleme ve uygulama sırasında karşılaştığı sorunların incelenmesi amaçlanmaktadır.

Bu amaçla; ikinci bölümde enflasyon hedefleme kavramı ve teorik yaklaşımlar, üçüncü bölümde enflasyon hedeflemenin ön koşulları ve ekonomik nedenleri, dördüncü bölümde ise enflasyon hedeflemenin düzenleme ve uygulanma sırasında ortaya çıkan sorunları incelenecektir.

2. ENFLASYON HEDEFLEME KAVRAMI VE TEORİK YAKLAŞIMLAR

Literatürde enflasyon hedeflemesi, sınırlandırılmış kurala bağlı olmayan bir tarzda yönetilen para politikası kuralı (limited discretionary monetary policy rule) olarak tanımlanmaktadır (Mishkin ve Posen, 1997: 102). Burada enflasyon hedefleme, hem MB'nın birbiriyle tutarlı politik uygulamalarını gerektirdiğinden kurala bağlı; hem de öngörülme iç ve dış şoklara karşı tepki verecek şekilde para politikası araçlarının daha esnek kullanılması konusunda MB'na izin verdiğinden, kurala bağlı olmayan politikalar olarak değerlendirilmektedir.

Batini ve Haldane; enflasyon hedeflemeyi, öngörüye dayalı politika kuralı olarak tanımlamaktadır (Batini ve Haldane, 1999: 10). Svensson ise; MB'nın beklenen enflasyondaki sapmaları azaltacak şekilde enflasyon hedefine uygun faiz oranını düzenleyebileceğini ve optimal kuralı sağlayabilece-

ğini ifade etmiştir (Svensson, 1996: 8). Böylece gerçekleşen enflasyonun enflasyon hedefinden ne ölçüde sapma gösterdiğinin değerlendirilmesi yapılmakta ve enflasyon beklentilerinin hedefe uyum sağlaması ölçüsünde para politikasının kredibilitesi artmaktadır. Hedefler konusunda nihai amaç, uzun dönemde denge enflasyon oranının sağlanmasıdır. Denge enflasyon oranı, ülkeden ülkeye değişim gösterse de, genellikle tüketici fiyat endeksi (TÜFE) cinsinden ölçülen yıllık yüzde 0-3 arasındaki aralığa düşmektedir (Khan ve Parish, 1998: 6).

Enflasyon hedeflemesi konusunda yapılan teorik çalışmalarda, denge enflasyon oranının sağlanması farklı yaklaşımlarla açıklamıştır. Enflasyon hedeflemeyi öngörü hedeflemesi olarak tanımlayan Svensson, denge enflasyona ulaşılmasında MB'nın kısa dönem faiz oranlarını en etkin politika aracı olarak kullanmış ve enflasyon hedefleme modelini oluşturmuştur. Cecchetti ise enflasyon hedeflemeyi, fiyat düzeyi ve enflasyon oranı hedeflemesi açısından inceleyerek aradaki farklılıkları teorik olarak açıklamıştır (Cecchetti, 1998: 1).

2.1. Svensson'un Teorik Yaklaşımı

Literatürde enflasyon hedefi ile MB'nın tercihlerini kapsayacak şekilde uygulamaya yönelik ilişkiler yeterince inceleme konusu olmamıştır. Ancak Svensson, para politikasına ilişkin enflasyon hedeflerinin, para politikası amacına nasıl dönüşebileceğini ve enflasyon hedeflemenin nasıl uygulanacağını teorik olarak göstermiştir. Kısa vadeli faiz oranlarıyla enflasyon arasındaki aktarım mekanizmasındaki gecikmelerden dolayı enflasyon hedefleme, enflasyon öngörü hedeflemesi olarak ifade edilmiştir (Schaling, 1999: 7).

Svensson, teorik olarak enflasyon hedeflemenin uygulamasını açıklamaya başlamadan önce, Taylor Kuralı'na ilişkin görüşleri hatırlatmıştır. Bilindiği gibi, Taylor 1993 yılında yaptığı çalışmada, üretim düzeyinin veya enflasyon oranının uzun dönemde dengesinden sapması durumunda MB'nın kısa dönem faiz oranlarını değiştirerek, enflasyon oranı veya üretim düzeyini etkileyebileceğini göstermiştir. Kısaca; enflasyon oranı hedeflenen değerinin üzerindeyse, MB kısa dönem faiz oranlarını artırarak toplam talebi kısacaktır. Bu yolla enflasyon oranı veya reel üretim, hedeflenen düzeylere çekilebilecektir (Kesriyeli ve Yalçın, 1998: 2).

Svensson, Taylor'un açık enflasyon hedefine sahip olmanın, istikrarlı ve düşük enflasyon anlamına gelen fiyat istikrarı sağlamada en iyi yol olduğu şeklindeki görüşlerini desteklemiştir. Açık enflasyon hedefleme konusundaki görüşlerini genişleterek; hedeflemeyi teorik olarak aşağıdaki şekilde açıklamıştır (Svensson, 1996a: 210-212).

Hem enflasyon hem de toplam talep, MB araçlarındaki değişime gecikme ile tepki vermektedir ve enflasyondaki gecikme, toplam talepteki gecikmeden daha uzundur. Bu ifade iki denklemle açıklanmaktadır. Birincisi; enflasyondaki değişimin bir yıl gecikme ile üretime bağlı olduğu Philips eğrisi denklemdir.

$$\pi_{t+1} = \pi_t + \alpha y_t + \varepsilon_{t+1} \quad (1)$$

Burada π_t , t-1 ve t yılları arasında gerçekleşen enflasyon, y_t üretim miktarı, ε_t sıfır ortalamalı seri olarak ilişkisiz (negatif arz) şoku, katsayıdır.

İkinci denklem, üretimin, önceki üretime ve bir yıl gecikmeli reel faiz oranlarına bağlı olduğu toplam talep (IS) eğrisini açıklamaktadır.

$$y_{t+1} = \beta_1 y_t - \beta_2 (i_t - \pi_t) + \eta_{t+1} \quad (2)$$

Burada nominal faiz oranı (i_t) MB aracıdır. Bu araç ABD'de federal fon oranı iken birçok ülkede repo oranıdır. η_t , ortalaması sıfır seri olarak ilişkisiz talep şokudur. β_1 ve β_2 ilgili değişkenlerin pozitif katsayılarıdır. Burada mevcut enflasyon, beklenen enflasyon için bir gösterge olarak kullanılıyorsa, $i_t - \pi_t$ reel faiz oranlarını temsil edecektir. İki denklemlilik yukarıdaki model, Taylor modeline benzerlik göstermektedir.

Böylece faiz oranlarındaki yükselme, bir yıl içinde üretimde ve iki yıl içinde ise enflasyonda azalmaya neden olacaktır. Kısaca;

$$i_t \uparrow \Rightarrow y_{t+1} \downarrow \Rightarrow \pi_{t+2} \downarrow$$

Kontrol gecikmeleri ve bu gecikmeler süresince ortaya çıkan talep ve arz şoklarından dolayı, enflasyon ve üretimin kontrolü tam sağlanamayacaktır. t yılındaki enflasyon, üretim ve faiz oranı verildiğinde, iki yıllık enflasyon öngörüsü $\pi_{t+2|t}$ aşağıdaki gibi olacaktır (Burada öngörülen enflasyon, bir yıllık dönemin başında başlamakta ve ikinci yılın sonunda tamamlanmaktadır).

$$\pi_{t+1|t} = \pi_t + \alpha(1 + \beta)y_t - \alpha\beta_2(i_t - \pi_t) \quad (3)$$

t+2 yılda gerçekleşen enflasyon, t+1 ve t+2 yılda ortaya çıkan talep ve arz şoklarından dolayı öngörülen enflasyondan farklı olacaktır.

$$\pi_{t+2|t} = \pi_{t+2|t} + (\varepsilon_{t+1} + \alpha\eta_{t+1} + \varepsilon_{t+2}) \quad (4)$$

Taylor, MB için uzun dönem enflasyon oranı önermiştir. π^* uzun dönem enflasyon oranını (örneğin yılda %2) gösterebilir. Bu durumda MB'nın kısa dönem enflasyon ve üretim dalgalanmaları konusunda tercihlerini gös-

teren kuadratik (ikinci dereceden) kayıp fonksiyonu aşağıdaki şekilde tanımlanabilecektir.

$$L_t = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda y_t^2 \quad (5)$$

Burada $\lambda \geq 0$ 'dır. λ , MB'nın uzun dönem enflasyon hedefi süresince, enflasyon istikrarına göre üretim istikrarına verdiği ağırlığı ifade etmektedir. Taylor'un görüşüyle uyumlu olarak Svensson; doğal üretim düzeyinden ayrı bir uzun dönem üretim hedefinin mevcut olmadığını açıklamıştır. λ 'ya verilen ağırlık sıfırsa, kayıp fonksiyonunda sadece enflasyonun yer aldığı tek para politikası amacı vardır. λ ağırlığının pozitif olması durumunda, kayıp fonksiyonunda enflasyon dışında üretimin de yer aldığı çoklu para politikası amacı vardır.

Tek amacın olması durumunda, yani üretim istikrarına verilen ağırlığın sıfır olması halinde, optimal para politikası için gerekli ve yeterli şart; iki yıllık öngörülen enflasyonun enflasyon hedefine eşit olmasıdır. Bu durumda;

$$\pi_{t+2|t} = \pi^* \quad (6)$$

Böylece MB'nın iki yıllık enflasyon öngörüsü, kurumun ara hedefi olmakta ve araçlarını, öngörünün hedefe eşit olmasını sağlayacak şekilde düzenlemektedir. Eğer enflasyon öngörüsü, enflasyon hedefinin üzerindeyse (altındaysa); MB, öngörüü hedefe eşit kılacak şekilde faiz oranını artıracaktır (azaltacaktır).

Ex post dönemde ise, zaman zaman, gerçekleşen enflasyonun hedeflenen enflasyondan sapma göstermesi kaçınılmaz olarak ortaya çıkabilmektedir. Bu durumda MB'nın hedeflenen düzeydeki sapsmaları minimize etmesinin en iyi yolu, enflasyon öngörüsünün hedef üzerinde kalmasını garanti etmektir.

Yukarıdaki tek amaçlı modelde MB, hangi yöntemle olursa olsun iki yıllık enflasyon öngörüsünü, enflasyon hedefine göre düzenlemektedir. Buna karşılık üretim istikrarına verilen ağırlığın pozitif olmasını, yani MB'nın çoklu amacı benimsemesi durumunu açıklayalım. Çoklu amacın gözetilmesi durumunda MB, uzun dönem enflasyon amacına aşamalı olarak dönüş sağlamaktadır. Burada iki yıllık enflasyon öngörüsü, uzun dönem enflasyon hedefi ve bir yıllık enflasyon öngörüsünün ağırlıklı ortalaması olmaktadır. Buna göre;

$$\pi_{t+2|t} = c\pi + (1-c)\pi_{t+1|t} \quad (7)$$

Burada c katsayıdır ve 0 ile 1 arasında uzun dönem hedefe ilişkin uyum (adjustment) oranıdır. Bu oran, iki yıllık enflasyon öngörüsü için kısa

dönem hedef değişkeni olarak yorumlanmıştır (Burada bir yıllık enflasyon öngörüsü, önceki politika ve şoklar tarafından belirlenmektedir ve MB kontrolü dışındadır).

İki yıllık enflasyon öngörüsünün, uzun dönem enflasyon hedefine doğru uyumlaştırıldığı süreçte, bir yıllık enflasyon öngörüsü dikkate alınır- sa, önemli üretim dalgalanmaları ortaya çıkacaktır. Eğer üretim istikrarına verilen ağırlık pozitifse, uzun dönem enflasyon hedefine doğru, iki yıllık enflasyon öngörüsünün aşamalı olarak uyumlaştırılması daha iyi sonuçlar verecektir. Bu durumda üretim istikrarına verilen ağırlık ne kadar büyükse, uzun dönem hedefine doğru enflasyon öngörüsünün uyum katsayısı (c) o derece daha yavaş ve küçük olacaktır.

Cecchetti; 1988 yılında yaptığı çalışmada, MB'ları politikalarının fiyatlardaki değişkenliği istikrarlı kılmak için faiz oranları kullanımından kaynaklanan problemler üzerine yoğunlaşmıştır. Politika yapıcılarının sorunları tanımlarken, sosyal refah fonksiyonu, üretim fonksiyonu ve nominal şokların neden olduğu piyasa hatalarını (imperfections) temel alan genel denge modelleri ile konuya başladıklarını ifade etmiş ve esas amacın refah maksimizasyonunu sağlamak olduğunu altını çizmiştir.

2.2. Cecchetti'nin Teorik Yaklaşımı

Cecchetti yukarıdaki genel eğilime uygun olarak Svensson'un çalışmasında da görüldüğü gibi, enflasyon hedeflemeye ikinci dereceden kayıp fonksiyonuyla giriş yapmıştır. Kayıp fonksiyonunda politika yapıcılar, üretim ve fiyatların hedeflenen değerinden sapmaların karelerinin toplamalarını minimize etmeyi amaçlamaktadır (Cecchetti, 1998: 2).

Sosyal kayıp fonksiyonu bu ifadeye uygun olarak tanımlanırsa;

$$L = E_t \left(\sum_{i=0}^h \beta^i \left\{ \alpha [p_{t+i} - p_{t+i}^*]^2 + (1-\alpha) [y_{t+i} - y_{t+i}^*]^2 \right\} \right) \quad (8)$$

Burada; p toplam fiyat düzeyi, y_t toplam üretim, p^* ve y^* arzulanan p ve y düzeyleri, β iskonto faktörü, h zaman boyutu⁽¹⁾, α arzulanan düzeyden fiyat ve üretim sapmalarına verilen göreceli ağırlık, E_t t zamanda bilgiye bağlı beklentidir. Kayıp fonksiyonu, üretim ve fiyatların varyanslarına ilişkin tercihler konusundaki bilgiyi politika yapıcılara sağlamaktadır.

L 'nin formüle edilmesinde p^* ve y^* 'in tanımlanması gerekmektedir. y^* ihmal edildiğinde, arzulanan fiyat yolu (path) üzerinde yoğunlaşırsa, fiyat düzeyi yolu veya enflasyon oranı amacı konusunda karar verilmesi

gerekecektir. Burada fiyat düzeyi hedeflenmesine (price level targeting- p_l^*) karar verilirse;

$$p_l^* = p_{l-1} + \pi^* = \pi_l^* \quad (9)$$

olacaktır.

Burada π^* arzulanan denge enflasyon düzeyidir. Yani, bu dönemin optimal fiyat düzeyi, geçen dönemin optimal fiyat düzeyi ile optimal değişimin (sıfır olabilir) toplamına eşittir. Alternatif oran hedeflemesinde (rate targeting- p_r^*) ise;

$$p_r^* = p_{r-1} + \pi^* \quad (10)$$

olacaktır.

Burada mevcut hedef fiyat seviyesi, geçen dönemin gerçekleşen fiyat düzeyi ile optimal değişim toplamından ibaret olacaktır.

Fiyat düzeyi ile enflasyon oranı hedefi arasındaki fark, fiyatların varyanslarına ilişkin izlenen yoldur. Fiyat düzeyi hedeflemesi, enflasyon oran seviyesi hedeflemesine göre; kısa dönem fiyatlarda daha fazla dalgalanmayı, uzun dönem fiyatlarda daha az dalgalanmaya işaret etmektedir.

Yukarıdaki farklı iki yaklaşımdan Svensson yaklaşımında, hedeften sapmaların oluşması halinde, geçmişteki sapmaların bir sonraki dönemde tekrar edilmemesine çalışılarak, politika uygulamalarına bir sonraki dönemde devam edilmektedir. Cecchetti yaklaşımında ise hedeflenen fiyat düzeyinde sapma olması halinde, uygulanan politikalara kamuoyunun güveninin devamına yönelik uygulamalar desteklenerek fiyat düzeyinin hedeflenen düzeye geri çekilmesi sağlanmaktadır.

Enflasyon hedeflemesi konusunda literatürde yaygın olarak kabul edilen yukarıda iki farklı teorik yaklaşım açıkladıktan sonra, aşağıdaki bölümde enflasyon hedeflemenin ön koşulları ve ekonomik nedenleri incelenmektedir.

3. ENFLASYON HEDEFLEMEDE ÖN KOŞULLAR VE EKONOMİK NEDENLER

Enflasyon hedeflemede MB, bir veya iki yıl süre için kendi enflasyon öngörülerini belirlemektedir. Enflasyon öngörülerini, öngörü ile enflasyon hedefi arasındaki farkın azaltılmasına yönelik politika seçimlerinin kullanılmasını sağladığından, bir ara hedef fonksiyonunu yerine getirmektedir. Hedefleme öngörülerini, parasal araçlardaki değişim ile bu araçların nihai amaç üzerindeki etkisinin uzun ve değişken gecikmeler göstermesinden do-

layı tercih edilmektedir. Aksine, geçmiş ve mevcut enflasyona yönelik politika uygulaması, her zaman oldukça gecikmeli olarak tepki verebileceğinden, enflasyon ve üretimde artan değişkenlik kaçınılmaz olmaktadır. (Croce ve Khan, 2000: 3).

Enflasyon hedeflemenin etkin bir şekilde kullanılabilmesi için birtakım önceliklerin yerine getirilmesi gerekmektedir. Bu amaçla enflasyon hedeflemenin ön koşulları yanında, ülkeleri enflasyon hedeflemeye yönelten ekonomik nedenlerin bilinmesi gerekmektedir.

3.1. Enflasyon Hedeflemede Ön Koşullar

Herşeyden önce enflasyon hedeflemesi politikalarında başarılı sonuçlara ulaşabilmek için siyasi otoritenin bu konuda kararlılığı ve hedefleri belirlemesinden sonra, buna uygun para politikalarının uygulanmasında MB'na müdahale etmemesi gerekmektedir. Dolayısıyla kamu otoritesinin enflasyon hedefinin belirlenmesinden sonra, uygulamaya ilişkin inisiyatifi MB'na bırakması ve doğrudan müdahale etmemesi gerekmektedir (Malatyalı, 1998:46). Bu amaçla Mishkin, özellikle gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemeyi uygulamaya başlamadan önce iki önemli düzenlemenin yerine getirilmesinin altını çizmektedir (Mishkin, 2000: 3):

Birincisi; MB başkanı ve yönetim kurulunu, politikacıların etkilerinden koruyacak yeterli düzenlemelerin yapılması. Bunlar; MB yönetim kurullarındaki hükümet üyelerinin çıkarılması, MB başkanı ve yönetim kurullarının uzun süreli dönemler için atanması ve keyfi görevden alınmalarının önlenmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır.

İkincisi; MB'na para politikası araçları üzerinde tam ve kesintisiz kontrol sağlama gücünün kazandırılması ve kuruma fiyat istikrarını sağlama görevinin verilmesi. Böylece MB'nın en önemli amacı fiyat istikrarı sağlamak şeklinde anlaşılacak ve döviz kuru istikrarı ve yüksek istihdamın geliştirilmesi gibi diğer amaçlarla bir çatışma ortaya çıktığında MB, fiyat istikrarını öncelikli amaç olarak dikkate alacaktır.

Ayrıca Mishkin, enflasyon hedeflemenin uygulanmasında aşağıdaki beş önemli faktörü içine alan para politikası stratejisinin benimsenmesi gerektiğini ifade etmektedir (Mishkin, 2000: 1-2):

- Enflasyon için orta vadeli sayısal hedeflerin kamuoyuna ilan edilmesi,

- Para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı olduğuna yönelik kurumsal taahhütte bulunulması ve diğer amaçların ikincil derecede amaçlar olarak kabul edilmesi,

- Politika araçları kümesini oluşturmada parasal büyüklükler yanında, döviz kuru ve pek çok ekonomik değişkenin de dikkate alındığı enflasyon stratejisinin benimsenmesi,

- Para otoritesinin kararları, amaçları ve planları konusunda, kamuoyu ve piyasalarla yeterli iletişimin sağlanarak para politikası stratejisinde şeffaflığın artırılması,

- Enflasyon amaçlarına ulaşılması konusunda MB'nın hesap verilebilirliğinin artırılması.

Yukarıdaki beş önemli unsur, enflasyon hedeflemeyen ülkelerin para politikası deneyimleri ve enflasyon hedefleme konusundaki öğrenme süreçlerine uygun olarak gelişmiştir. Böylece etkin bir enflasyon hedeflemenin uygulanabilme şartları konusunda genel bir konsensus oluşmuştur.

Genel olarak enflasyon hedeflemenin başarıya ulaşmasında birtakım ön koşullar yerine getirilmelidir. Bunlar aynı zamanda enflasyon hedeflemenin başarıya ulaşması ve sürdürülebilirliği bakımından son derece önemlidir. Bu ön koşullar şunlardır (Schaechter, Stone ve Zelmer, 2000: 3-4):

- Güçlü bir mali yapı ve sağlam bir makro ekonomik istikrarın sağlanması,

- Gelişmiş ve iyi organize olmuş bir finansal sistemin oluşturulması,

- MB bağımsızlığı ve kuruma fiyat istikrarı sağlama görevinin kazandırılması,

- Para politikası uygulamaları ile enflasyon arasındaki aktarım mekanizmasının iyi kurulması,

- Enflasyon öngörülerini oluşturmada sağlam ve güvenilir metodolojilerin kurulması ve kullanılması,

- Hesap verilebilirlik⁽²⁾ ve kredibilitenin oluşturulması için para politikasında şeffaflığın sağlanması.

Ön koşullardan da anlaşıldığı gibi, enflasyon hedeflemede kamu kesiminin ekonomideki baskısının düşük düzeyde olması, mali piyasaların yeterince derin olması, siyasi karar alıcıların samimi olması ve MB'na kararlarında tam bir esneklik kazandırılması gerekmektedir. Ayrıca Enflasyon hedefleme uygulamasında belirlenen hedeflerin ve uygulama sonuçlarının kamuoyu tarafından izlenmesi ve şeffaflığın artırılması, politikalara olan kredibilitenin artırılması bakımından önem arz etmektedir. Bu nedenle uygulamalar hakkında periyodik olarak yayın yapılması gerekmektedir. Örneğin Yeni Zelanda ve Kanada MB'ları en geç altı ayda bir, İngiltere MB (Bank of England) üç ayda bir ve diğer enflasyon hedeflemesi uygulayan

ülke MB'ları belirli periyodlarla raporlar hazırlamaktadır (Malatyalı, 1998: 13). Bunlarla birlikte, uygulamada enflasyon hedeflemesi yapılabilmesi için sağlam ve güvenilir enflasyon modelleri geliştirilmelidir. Bunun için yeterli tarihsel verinin olması ve çok değişkenli veri setinin kullanılması gerekmektedir. Uygulamada en çok kullanılan modeller aylık enflasyon tahmin modelleridir. İstatistiksel çalışmalar, bu modellerin gerçek enflasyon yönetimlerinin rasyonel olarak belirlenebildiğini göstermektedir (Alparlan ve Erdönmez, 2000: 18).

Mason, Savastano ve Sharma'nın enflasyon hedeflemenin ön koşulları konusunda yaptığı çalışma hemen hemen aynı sonuçları vermiştir. Enflasyon hedeflemeye geçişte ön koşul olarak; MB'na bağımsızlık kazandırılması yanında, hükümetin para arzı yaratarak senyoraj gelirinе başvurmaması, büyük ölçüde gelir getirici kaynaklara sahip olması, yurtiçi finansal piyasaların toplam borçları emecek ölçüde derin olması ve sadece fiyat istikrarı amacının benimsenmesinin önemine işaret etmiştir. Aksi durumda büyük ve uzun süreli mali dengesizlikler, MB'nı daha yüksek enflasyon oranlarını sürdürmeye zorlayacak ve nominal hedefleri başarmada para politikasının etkinliği azalacaktır. Bu bağlamda uzun süreli yıllık yüzde 15-20 enflasyon deneyimine sahip olan bir ülkenin sadece para politikası yardımıyla enflasyon oranını düşüremeyeceği konusunda görüş birliği vardır (Mason, Savastano ve Sharma, 1998: 35).

3.2. Enflasyon Hedeflemede Ekonomik Nedenler

1990'lı yıllar sadece sanayileşmiş ülkelerin değil, gelişmekte olan ülkelerin de fiyat istikrarı sağlama sürecini sürdürdüğü yıllar olarak hatırlanmaktadır. MB'ları enflasyonist beklentilerin etkilenmesi amacıyla geleceğe dönük anahtar nominal değişkenleri kamuoyuna ilan ederek fiyat istikrarı sağlanması sürecinde iyi bir trend yakalamışlardır. Bu yıllarda geleneksel olarak döviz kuru ve belirli parasal büyüklüklerin hedeflenmesi ara hedef olarak seçilmiştir. Ancak bu politik stratejinin uygulanmasında MB'ları birtakım güçlüklerle karşılaşmıştır. Örneğin döviz kuru kuralı altında para politikası, sadece döviz kurlarına göre yönetildiğinden, para politikası aşırı ölçüde sınırlanmıştır. Böylece MB'nın iç ve dış şoklara karşı tepki gösterme kabiliyeti ortadan kaldırılmıştır. Aksine esnek döviz kuru düzenini benimseyen ülkeler için parasal büyüklükler, para politikası için ara hedef olmuştur. Bu tür rejimler genel olarak parasal hedefleme olarak bilindiğinden MB'ları, uzun dönemde enflasyonun en önemli belirleyicileri olarak düşündüğü parasal büyüklükleri kontrol etmek için parasal araçları kullanmıştır (Poole, 1994: 88-89). Ancak kontrol edilen parasal büyüklüklerin enflasyon oranının hedef değerinde istikrar sağlaması ve etkin bir şekilde kullanılması için,

hem para politikası araçlarıyla hem de amaç değişkenlerle uyumlu bir ampirik ilişkiye dayandırılması gerekmiştir.

Diğer taraftan, 1992 Avrupa Para Sistemi krizinden sonra, etkinliği gittikçe artan sermaye piyasalarının entegrasyonu ve sermaye hareketlerinin artan volatilitesi, Asya ve Latin Amerika finansal krizleri, sabit döviz kuru sistemini koruma ve sürdürme şartlarını zayıflatmaya başlamıştır. Sonuçta sabit döviz kurunu çıpa olarak kullanan gelişmekte olan ülkeler, esnek döviz kuruna veya para kurulu ile tam dolarizasyon gibi uç rejimlere geçme yönünde baskı altında kalmışlardır (Croce ve Khan, 2000: 2).

Enflasyon hedefleme nedenleri, hedeflemenin uygulandığı ülkelere göre farklılık göstermektedir. İngiltere, İsveç gibi pek çok ülkede enflasyon hedefleme, sabit döviz kuru sisteminin çökmesinden sonra, kamu ve para politikalarının disiplinini garanti edecek şekilde para politikası için alternatif bir çıpa gereksiniminden doğmuştur. Sabit döviz kurunun başarısızlığı, 1970'li yılların ortalarında paraya önem veren yaklaşımların Almanya tarafından kullanılmasıyla başlamıştır. Kanada gibi bazı ülkelerde ise parasal hedefleme yaklaşımlarının kullanımındaki başarısızlık nedeniyle enflasyon hedeflemeye geçmiştir. Diğer uygulamalarda ise, sıkı para politikasının enflasyon oranını azaltmadaki başarısızlığı, enflasyondan kurtulmanın kurumsal bir aracı olarak enflasyon hedeflemeye geçilmesini sağlamıştır. Makro ekonomi teorisindeki gelişmeler, enflasyon hedefleme yaklaşımına olan ilginin artmasında önemli rol oynamıştır. Aynı zamanda aktivist ve anti konjonktürel parasal politikalara duyulan güvenin azalması, uzun dönemde enflasyon -üretim (işsizlik) arasındaki değiş tokuşun (trade off) olmadığı yönündeki görüşün kabulü, para politikasında kredibilitenin artırılmasına yönelik teorik tartışmalar ve uzun dönemde ekonomik büyüme ve etkinliğin sadece düşük enflasyonla sağlanacağına yönelik düşünceler, enflasyon hedeflemenin ülkeler tarafından kabulünü kolaylaştırmıştır (Bernanke ve Mishkin, 1997: 101).

Mishkin ve Posen'a göre enflasyon hedeflemenin altyapısının hazırlanmasında aşağıdaki dört önemli teorik güncel gelişme etkili olmuştur (Mishkin ve Posen, 1997: 10-12):

- **Üretimi artırmak ve işsizliği düşürmek amacıyla aktivist para politikalarına karşı meydan okuma ve karşı çıkma düşüncesi:** Bu düşünce, para politikasının etkilerinin uzun ve değişken gecikmeye sahip olmasına dayanmakta ve sonuçta; politikanın etkilerinin büyüklüğü ve zamanlamasının belirsizliği, üretim dalgalanmalarını azaltacak girişimlerin etkilerini zayıflatacak ve istenen sonuçların alınmamasına neden olacaktır.

- **Enflasyon ve işsizlik arasında uzun dönemde bir trade off (değiş tokuş) olmayacağı düşüncesi:** Philips eğrisi olarak bilinen bu ilişki, kısa

dönemde daha düşük enflasyon ve daha yüksek üretimin, daha yüksek enflasyona neden olan genişlemeci para politikası kullanılarak sağlanacağını göstermektedir.

-Aktivist para politikalarının kullanımının zamansal tutarsızlığa⁽²⁾

neden olması düşüncesi: Bilindiği gibi zaman tutarsızlığı problemi, ücret ve fiyat belirleme davranışlarının gelecekteki para politikası beklentilerini etkilemesi düşüncesinden doğmuştur. Bu politik tartışmanın başlangıç noktasını; özel sektör beklentilerinin, politik kararların alındığı zamanda verildiğinin farz edilmesi oluşturmaktadır. Beklentilerin sabit kalmasıyla politika yapıcılar, beklenenden daha fazla genişlemeci para politikası sürdürerek üretimi artırabileceklerini düşünmektedirler. Enflasyonun performansından çok, üretimle daha fazla ilgilenen politika yapıcılar, beklenenden daha fazla genişlemeci para politikasını uygulamaya koyacaklardır. Sonuçta, enflasyonist beklentileri temel alacak şekilde ücret ve fiyatlar belirleneceğinden ücret ve fiyatlar yükselecektir.

-Üretimi artıracak ve işsizliği azaltacak aktivist para politikalarına karşı olmanın fiyat istikrarı amacı taşıdığı düşüncesi: Fiyat istikrarının yaşam standardını ve ekonomik etkinliği artıracığı görüşüne dayanmaktadır. Fiyat istikrarının sürekli olmaması, toplumun birçok ekonomik maliyetten zarar görmesine neden olacaktır. Enflasyonun yüksek olduğu ekonomilerde bu tür maliyetler daha yüksektir.

Debelle ise enflasyon hedeflemenin kabul edilmesinde pek çok nedenin etkili olduğunu açıklayarak bunlardan ikisinin önemine vurgu yapmıştır (Debelle, 1997: 6):

Birinci neden: Son yıllarda para politikasının en önemli amacı olarak fiyat istikrarı öncelik kazanmıştır. Ampirik çalışmalar, yüksek enflasyonun maliyetlerine dikkat çekerken; uygulamalar, diğer amaçları başarmak amacıyla kullanılan kısa dönemli para politikasının faydasız olduğunu göstermiştir.

İkinci neden: Enflasyon amacına ilişkin taahhütlerin ve para politikasından kaynaklanan potansiyel enflasyon eğilimlerini ortadan kaldıracaklarını ileri süren teorik literatürün, enflasyon hedeflemeyi desteklemesidir. Literatürde kurala bağlı olmayan para politikalarının optimal enflasyondan daha fazla enflasyona neden olduğu ileri sürülmektedir. Enflasyon hedefi, MB'nin amaç fonksiyonunu uygun bir şekilde tanımlayarak, hedefle çatışan politikaların MB yöneticileri tarafından benimsenme motivini ortadan kaldıracaktır.

4. ENFLASYON HEDEFLEME STRATEJİSİNİN DÜZENLEME VE UYGULANMA AŞAMALARINDA KARŞILAŞILAN EKONOMİK SORUNLAR

Enflasyon hedefleme stratejisinin düzenlenme ve uygulama aşamasında çeşitli sorunlarla karşılaşmaktadır. Bu sorunlar ülke ekonomilerinin mevcut durumu ve gelişmişlik farklılıklarına göre değişme göstermektedir.

4.1. Düzenleme Aşamasında Karşılaşılan Sorunlar

Sanayileşmiş ülkelere göre gelişmekte olan ülkelerde, enflasyon hedefleme uygulamasını güçleştiren sınırlamalar şu şekilde sıralanmaktadır (Croce ve Khan, 2000: 4-5 ; Alparslan ve Erdönmez, 2000: 27):

-Birçok gelişmekte olan ülkenin yüksek enflasyona sahip olmasından dolayı, gelecekteki enflasyonun doğru bir şekilde tahmin edilmesi oldukça güçtür. Sonuçta bu ülkelerde enflasyon hedeflerinde başarının sağlanamama olasılığı, sanayileşmiş ülkelere göre daha yüksektir.

-Döviz kurundaki değişimin fiyatlara yansımaları ve yaygın olarak kullanılan geçmişe dönük endeksleme mekanizmaları, gelişmekte olan ülkelerde enflasyonda atalet (inflation inertia) neden olmakta; böylece enflasyonun aşağıya doğru düşmemesi yönünde baskı oluşmaktadır.

-Enflasyon hedeflemeye ilişkin önceliklerden biri de, diğer bir nominal hedefe yönelik taahhüdün bulunmamasıdır. Gelişmekte olan ülkeler yabancı döviz cinsinden önemli ölçüde taahhüt ve yükümlülükler sahip olduğundan, döviz kurundaki büyük dalgalanmalar enflasyon üzerinde olumsuz etkiler yaratmaktadır.

-Birçok gelişmekte olan ülkede MB bağımsızlığı, gerçek bir bağımsızlıktan ziyade, daha çok yasal düzenlemelerle anlam kazanmaktadır. Yani, MB kanununda ifade edilenlerle uygulama arasında farklılıklar bulunmaktadır. Para politikasına ilişkin kararlar, mali açıkların finanse edilmesi ve mali baskınlığın süreklilik kazanmasından dolayı hükümet tarafından alınabilmektedir. Aynı zamanda kamu kesimindeki açıklar yanında yerel idareler ile kamu kuruluşlarının taahhütlerinin neden olduğu büyük borç yükümlülükleri, konsolide kamu sektörü mali durumunu tehdit etmektedir. Bu şartlar altında MB, mali nedenlerden ve enflasyonist beklentilerden dolayı, faiz oranlarının artmasında isteksiz hareket etse de, hükümetin bu yöndeki kararlarını kabul etmektedir.

-Gelişmekte olan ülkelerin çoğunda, idari ya da kontrollü fiyatlar, fiyat endekslerinin en önemli bileşenleri durumundadır ve enflasyonun kısa dönemde yönünün belirlenmesinde etkilidir.

-Optimum enflasyon konusunda görüş birliği bulunmamasından ve para politikasının etkilerinin değerlendirilmesiyle ilgili genel kabul görmüş yöntemler geliştirilmediğinden, hedeflenen veya çekirdek enflasyon konudaki tercihler “keyfi” olarak nitelendirilmektedir.

Sonuçta bu ülkelerin çoğunda MB’larının araç bağımsızlığının sağlanamaması; vergi gelirlerini artıran ve senyoraj gelirlerine bağımlılığı azaltan geniş tabanlı bir kamu kesimi reformuyla birlikte, bankacılık ve mali sistemin yeniden yapılandırılmasını gerektirmektedir. Aksi halde enflasyon hedeflemenin uygulanabilirliği güçleşmektedir (Alparlan ve Erdönmez, 2000: 27).

Enflasyon hedefleyen tüm ülkelerin yasal düzenlemelerinde MB’larının birincil amacının açıkça fiyat veya döviz kuru istikrarı sağlamak olduğu ve kurumun araç bağımsızlığı ile fiyat istikrarı amacını gerçekleştireceği yer almaktadır. Sanayileşmiş ülkelerin aksine piyasa ekonomisi gelişmekte olan ülkeler, enflasyon hedeflemenin desteklenmesinde daha çok formel bir kurumsal yapı oluşturmayı tercih etmektedir. Piyasa ekonomisi gelişmekte olan ülkeler ise enflasyon hedeflemeyi benimsemeden önce, MB kanunlarında düzenlemeler yapmakta ve kurumun birincil piyasada kamu açıklarını finanse etmesine sınırlama getirmektedirler. Ancak sanayileşmiş ülkelere göre piyasa ekonomisi gelişmekte olan ülkelere enflasyon hedeflemeye ilişkin formel kurumsal yapıda ortaya çıkan değişiklikler; bu ülkelerde daha yüksek enflasyon değişkenliğinin bulunabileceğini, kamu borcunun monetize edilmesinden dolayı finansal kırılganlığın artabileceğini ve döviz krizlerinin ortaya çıkabileceğini gündeme getirmektedir. (Schaechter, Stone ve Zelmer, 2000: 5). Bu nedenle, piyasa ekonomisi gelişmekte olan ülkelerin enflasyon hedeflemeyi uygularken oldukça dikkatli olması gerekmektedir.

4.2. Uygulama Aşamasında Karşılaşılan Sorunlar

Enflasyon hedefleme rejiminin uygulanmasında çeşitli sorunlarla karşılaşmaktadır. Bu sorunlar (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2000: 11):

- Hedefleme rejiminin uzunluğu, hedef aralığının büyüklüğü ve istisnaların (escape clauses) birbiriyle etkileşiminde,
- Yüksek enflasyondan düşük enflasyona geçiş aşamasında,
- Enflasyon hedefinin kim tarafından belirleneceği konusunda,
- Döviz kurunun rolünde ortaya çıkmaktadır.

4.2.1 Hedef Süresinin Uzunluğu, Hedef Aralığının Büyüklüğü ve İstisnalar

Enflasyon hedefleme rejiminin düzenlenmesinde ortaya çıkan en önemli problemlerden biri, para politikasının enflasyonu gecikmeli olarak etkilemesidir. Bu nedenle düşük enflasyonu sağlamaya çalışan ülkeler, gecikmeleri iki veya daha fazla uzun süreye yayarak tahmin etmelidir.

Enflasyon hedeflemede para politikası optimal yönetilse de, aralığın dar tutulması ve zaman süresinin oldukça kısa olması; enflasyon hedeflerinin sık sık kaybolmasına neden olurken, resesyon ve para politikası araçlarındaki aşırı dalgalanmalar da araç istikrarsızlığına yol açabilmektedir. Özellikle ekonomileri küçük ve açıklık oranı yüksek olan ülkelerde ciddi sorunlar doğurmakta; enflasyon hedeflerinin başarılması için döviz kurları üzerinde manipulasyonlara bağlılık artmaktadır. Böylece, döviz kurlarının enflasyon ve faiz oranı üzerindeki etkisi daha çabuk ortaya çıkabilmektedir.

Araç istikrarsızlığını ve kontrol edilebilirlik problemini ortadan kaldırmada MB'na yapabileceği dört alternatif önerilmektedir (Mishkin ve Schmidt-Hebbel, 2000: 13):

-Belirli şartlarda, enflasyon hedefindeki sapmalara izin verecek şekilde istisnalara (escape clauses) yer verilebilir,

-Manşet (headline) enflasyondan⁽⁴⁾ ziyade, çekirdek (core) enflasyon⁽⁵⁾ hedeflenebilir,

-Enflasyon hedefi aralığı geniş tutulabilir,

-Birkaç yıldan daha fazla dönemler için enflasyon hedefleri belirlenebilir.

Enflasyon hedefleyen ülkelerde genelde, TÜFE enflasyon oranları kullanılmaktadır. Politikaların sonuçlarının değerlendirilmesinde ve şokların neden olduğu geçici etkilerin ortadan kaldırılmasında çekirdek enflasyon oranları izlenmektedir. Burada endeks mevsimselliklerden arındırılmakta, şok etkisi yapacak ya da fiyat endeksinin ortalaması üzerinde artış trendine sahip unsurlar (-istisnalar) hesaplama dışında tutulmaktadır (Malatyalı, 1998:10). Örneğin Yeni Zelanda'da dolaylı vergilerde, ticaret hadlerinde önemli değişimler olduğunda ve önemli arz şokları karşısında enflasyon hedeflerinin sapsmasına izin verecek şekilde istisnalar getirilmiştir (Şıklar, 1999: 7). Şokların ekzojen olarak kabul edilmesinden dolayı, istisnalar arz şoklarına göre düzenlenmektedir. Dolayısıyla MB'ları kredibilitelerini ve enflasyon hedefleme rejimlerini tehlikeye düşürme olasılığını ortadan kaldıracak şekilde, para politikasını yönetmede haklı gerekçelere sahip olabilmektedir. Bu durumda çekirdek enflasyon, arz şoklarının ortaya çıkmasından sonra MB'nın kararına bağlı olmayacak şekilde, artan fiyatların fiyat

endeksi dışında tutulmasını sağlamaktadır. Böylece ex ante dönemde, arz şoklarından dolayı fiyatı aşırı artan mal kalemleri, enflasyon hesabına katılmamaktadır. Örneğin Avustralya'da hedeflenen enflasyon, çekirdek enflasyon olarak bilinmektedir. Enflasyondaki faiz giderlerinin bilinmesinde ve para politikasının performansının ölçülmesinde çekirdek enflasyon büyük kolaylıklar sağlamaktadır (Cockerell, 1999: 1).

Para politikasının enflasyon üzerindeki gecikmelerine uygun olacak şekilde hedeflenen sürenin uzatılması, araç istikrarsızlığı ve kontrol edilebilirlik sorununun ortadan kaldırılması için en iyi çözüm olabilmektedir. Yeni Zelanda'da para politikası tartışmalarında hedef süresinin uzunluğu 18-24 aylık dönem olarak vurgulanırken, Kanada ve İngiltere MB'ları iki yıla yakın veya daha uzun hedef dönemi benimsemiştir (Debelle, 1997:10). İkinci bölümde ifade edildiği gibi, Svensson; MB'nın üretimdeki dalgalanmalarla ilgilenmesi durumunda, enflasyon öngörüsünün uzun dönem enflasyon hedefine aşamalı olarak geçebileceğini bildirmiştir. Böylece politikadaki gecikmelerden dolayı, daha uzun süreyi kapsayacak hedefleme dönemi, enflasyon hedefi için uygun olabilecektir.

Enflasyon hedefi için zaman süresinin uzunluğu da çeşitli sorunlar yaratmaktadır. Özellikle hedefe ulaşma sağlanmadan önce zaman süresinin uzunluğu, yeni stratejiye başlayan MB'larının kredibilitelerini zayıflatabilmektedir. Hedefe ilişkin optimal bir zaman süresi ile aralık arasında bir etkileşimin mevcut olduğu unutulmamalıdır. Örneğin aralık geniş tutulursa, hedefe ilişkin zaman süresi kısa tutulabilir. Ancak bu uygulamada aralığın geniş tutulması, enflasyon hedefleme rejiminin kredibilitelerini zayıflattığından, her zaman sorunsuz hedefe ulaşamamaktadır. Uzun süreli hedeflerin kabul edilmesinin diğer bir yolu da, enflasyon hedefi yolunun aşamalı olarak, uzun dönem enflasyon amacına hareket edecek şekilde kullanılmasıdır.

Batini ve Nelson, enflasyon hedefleme için optimal zaman süresi seçiminin nasıl belirleneceği problemini incelemiştir. Optimal politika için zaman süresi, enflasyon hedeflemenin optimal politikayı dikkate almasını gerektirmektedir. Optimal politika şartları altında esnek enflasyon hedefleme; enflasyonu, faiz oranını ve üretim açığı değişkenini minimize etmeyi amaçlamaktadır. Bu yapı içerisinde enflasyon hedefleme, ileriye dönük politika kuralı tarafından şekillenmekte ve değişkenlerin ileriye dönük davranışlarına dayandırılmaktadır. Uygulamada ise enflasyon hedefleme, hedefi orta vadede başarıya ulaştıracak şekilde düzenlenmelidir. Böylece optimal olarak faaliyet gösteren MB'ları, ani bir şekilde enflasyonist şokları ortadan kaldırmayacak; şoklara karşı aşamalı olarak tepki gösterecektir (Batini ve Nelson, 2000: 30).

4.2.2 Yüksek Enflasyondan Düşük Enflasyona Geçiş Aşamasındaki Sorunlar

Hedefleme rejiminin başlangıcında enflasyon, fiyat istikrarına uygun olan uzun dönem enflasyon amacının üzerinde olduğundan, MB'nin kredibilitesi düşüktür. Ayrıca yüksek enflasyon oranları, para otoritesi tarafından kolayca kontrol edilememektedir. Enflasyonla mücadele sürecinin başarıya ulaşması için hedefleme rejiminde büyük çaba gösterilmesi gerekmektedir. Başlangıçta enflasyonun yüksek olmasından dolayı, aşamalı olarak enflasyonun düşürülmesi yaklaşımı benimsenebilir. Bu yaklaşım genellikle, başlangıçta enflasyonun yüksek olduğu piyasa ekonomilerinde uygulanmaktadır. Örneğin Şili, 1991'de yüzde 20'nin üzerinde seyreden enflasyon oranıyla, enflasyon hedefleme stratejisine başladığı zaman, yeni strateji; daha çok katı formel hedeflerden ziyade, resmi enflasyon projeksiyonları şeklinde değerlendirilmiştir. Şili MB, zaman süresince fiyat istikrarı amacına daha fazla önem vermiştir. Benzer şekilde Meksika enflasyon hedefleme uygulamasında aşamalı yaklaşımı benimsemiştir. Meksika'nın para politikası yapısı "açık enflasyon hedefleme planına doğru hareket eden bir geçiş süreci" olarak bilinmektedir (Mishkin ve Shmidt-Hebbel, 2000: 16; Morendo, 2000: 5).

Başlangıçtaki enflasyonun oldukça yüksek olması ve ortaya çıkan zayıf kredibilite, enflasyon hedeflerinin gerçekleşmesi için bir yıldan daha uzun bir sürenin beklenmesini gerektireceğinden, kamuoyunun ve piyasaların hedeflere ulaşılmasına şüphe ile bakmalarına neden olabilecektir. Bu tür bir sorun, para politikası uygulamalarının enflasyon üzerinde bir yıldan daha fazla süreli bir gecikme ile ortaya çıkmasından kaynaklanmaktadır. Bu gecikmeler, farklı kanallar aracılığı ile değişmekte ve zaman zaman uzun süreli olabilmektedir (Svensson, 1997: 3).

Ball - Svensson modeline göre para politikasının üretimi etkileyen iki aktarım mekanizması mevcuttur: Bunlar; doğrudan reel faiz oranlarındaki değişim yoluyla on sekiz aylık gecikme ile etkisini gösterirken; diğeri ise, dolaylı olarak reel döviz kurundaki değişim yoluyla on iki aylık gecikme ile ortaya çıkmaktadır⁽⁶⁾ (Debelle ve Wilkinson, 2000: 7). Bu sorunun çözümünde birden fazla yılı kapsayan enflasyon hedefler için bir yol ifade edilse de, yüksek enflasyon oranlarında enflasyonun kontrol edilmesi konusundaki artan belirsizlik, enflasyon yolunda sapmaları gündeme getirebilecektir.

4.2.3. Orta Vadeli Enflasyon Hedefinin Kim Tarafından Belirleneceği Sorunu

Enflasyon hedeflemede kurumsal sorunlardan biri de, hedefin kim tarafından belirleneceğidir. Enflasyon hedefinin kim tarafından belirleneceği,

hedeflemenin uygulandığı ülkelerde farklılık göstermektedir. Örneğin Avustralya, Finlandiya ve İsveç'te enflasyon hedefi, başlangıçta hükümetin desteğini almaksızın MB tarafından yapılmaktaydı. Kanada ve Yeni Zelanda'da ise hedef, Maliye Bakanı ve MB başkanı arasındaki anlaşmayla duyurulmaktadır. İngiltere'de tek taraflı olarak hedefin hükümet tarafından belirlenmesi, MB'nın bağımlılık durumuna işaret etmekte; böylece bağımsızlık kazandırma çabalarıyla, enflasyon hedeflerinin sağlanması birbiriyle tutarsız duruma gelmektedir. Ancak Yeni Zelanda ve Kanada gibi ülkelerde, hedefler hükümetle MB'ları arasında karşılıklı dengeler gözetilerek belirlenmiş ve sorumluluk sadece MB'larına bırakılmıştır (Debelle, 1997: 7). Latin Amerika ülkelerinden Brezilya ve Kolombiya'da enflasyon hedefleri, hükümet ve MB ile birlikte; Şili ve Peru'da hükümetle yapılan görüşmeler sonucunda MB tarafından belirlenmiştir. Meksika'da ise herhangi bir kuruma danışmadan enflasyon hedeflerini belirleme yetkisi tek başına MB'na verilmiştir (Corbo ve Schmidt-Hebbel, 2000: 21).

MB'nın tek taraflı olarak hedefi belirlemesi ve hedefin hükümet tarafından sorgulanması ve eleştirilmesi; MB kanununun ve hedefin revize edileceği şeklinde değerlendirmelere neden olacağından kurumun kredibilitesi ciddi şekilde sarsılacaktır. Bunun yerine, hükümet ve MB'nın birlikte hedefi belirlemesi, hükümete; MB'nın hedeflere ulaşmasındaki yönetimini eleştirmesine fırsat vermeyecek ve böylece hedef belirleme sürecinin kredibilitesi artacaktır (Debelle, 1997: 8).

Enflasyon hedeflemenin uygulandığı ülkelerde enflasyon oranının büyüklüğü de, hedeflemenin kim tarafından belirleneceğini etkilemektedir. Enflasyonun başlangıçta düşük olması, orta vadeli bir hedefin uzun dönem enflasyon hedefine yakın olmasını sağlayacak ve hükümetle MB arasında hedef belirleme konusundaki olası bir çatışma ortadan kalkacaktır. Aksi durumda ise enflasyonun uzun dönem hedefinden uzaklaşması, orta vadeli bir hedefin kim tarafından belirleneceği sorununu karmaşık bir hale getirebilecektir. Sanayileşmiş ülkeler için orta vadeli hedeflerle uzun vadeli hedeflerin birbirine yakın olması, hedeflerin kim tarafından belirleneceği sorununu ortadan kaldırırken, yüksek enflasyondan düşük enflasyon sürecini gerçekleştirmeye çalışan ülkeler için bu sorunun çözümü çok açık değildir.

Diğer taraftan para politikası uygulamalarından kaynaklanan gecikmenin uzunluğunun teknik bir konu olması nedeniyle, enflasyon hedeflerinin politikacılardan ziyade MB tarafından belirlenmesini sağlamaktadır. Böylece MB'nın yapacağı enflasyon hedefleri konusundaki değerlendirmeler, enflasyonun uzun dönem hedefe ne kadar süre içinde ulaşabileceği ve para politikasından kaynaklanan gecikmeler konusundaki öngörülere bağlı olarak şekillenecektir.

4.2.4. Enflasyon Hedeflemede Döviz Kurunun Rolü

Döviz kurundaki değişimler, özellikle açık ekonomilerde enflasyon üzerinde önemli etki yaratmaktadır. Örneğin yerli paranın değer kaybı, daha yüksek ithal fiyatları ve daha büyük ihracat talebinin bir sonucu olarak enflasyonda artışa neden olabilmektedir. Diğer taraftan bu durum MB'nın başarısızlığının bir göstergesi olarak değerlendirilmektedir. Dolayısıyla kamuoyu ve politika yapıcılar, döviz kuruna daha fazla önem vermekte ve para politikasını değiştirme konusunda MB üzerinde baskı yapmaktadırlar.

Özellikle gelişmekte olan ülkeler, döviz kurundaki dalgalanmalardan önemli ölçüde etkilenmektedir. Ülke parasının değer kazanması, yurt içinde faaliyet gösteren işletmeleri daha az rekabetçi yapmayacak; aynı zamanda döviz krizlerine karşı ülkenin finansal kırılganlığını artıracak ve büyük cari işlem açıklarının doğmasına neden olabilecektir. Bu ekonomilerde yerli paranın değer kaybetmesi, finansal krizleri başlatma fonksiyonunu yerine getireceğinden son derece tehlikelidir. Ayrıca bu ülkeler, yabancı döviz kuru cinsinden borç ağırlıklı bir yapıya sahip olduklarından; kurların değer kazanması, yerli firmaların borç yüklerini artırmaktadır (Mishkin 1997a: 77).

Enflasyon hedefleme rejimi uygulayan birçok ülke, döviz kurundaki dalgalanmaların para politikasında riskleri artırmasından dolayı, döviz kuru hareketlerini sınırlamaya yönelmişlerdir. Döviz kuru hareketlerini sınırlama konusunda ortaya çıkan ilk sorun; döviz kurlarının enflasyon hedefi üzerinde rol oynayacak şekilde nominal bir çığpaya dönüşebilme riskidir. Örneğin İsrail'de, gelecekte uygulanacak enflasyon hedeflemeye uygun olacak şekilde ileriye dönük olarak belirlenen ve sürünen parite etrafında dalgalanan oldukça dar bir döviz kuru bandını içine alacak orta vadeli bir enflasyon hedefleme rejimi benimsenmiştir. Ancak İsrail MB, enflasyon hedeflemeye göre döviz kuru hedefine daha az önem vermesine rağmen, hedeflerin küçültülmesine yönelik uygulamalar yavaşlamıştır (Mishkin ve Shmidt-Hebbel, 2000: 21).

Döviz kurlarındaki dalgalanmaların sınırlandırılmasında ortaya çıkan ikinci problem; döviz kurlarının enflasyon ve üretim üzerinde yarattığı değişimin, büyük ölçüde döviz kuru hareketlerinden kaynaklanan şokların yapısına bağlı olarak ortaya çıkmasıdır. Pitchford, Svensson ve Ball gibi iktisatçılar, teorik olarak döviz kuru şoklarını, enflasyon hedefleme modellerine katmışlar ve analizlerinde MB'larının döviz kuru şoklarına karşı, ya ekonomide üretim artışını canlandırdığı ya da toplam enflasyonist beklentileri etkilediği ölçüde tepki vermeleri gerektiğini vurgulamışlardır (Debelle ve Wilkinson, 2000: 1). Ball ise, açık bir ekonomide, döviz kuru dalgalanmalarının etkilerini ortadan kaldırmada uzun dönem enflasyon ölçütünün optimal strateji olduğunu ileri sürmüştür (Debelle ve Wilkinson, 2000: 4)

SONUÇ

Enflasyon hedefleme, 1990'lı yıllardan itibaren bazı ülkelerin para politikası uygulamalarında düşük enflasyon oranını sağlamak ve sürdürmek amacıyla kullandığı en önemli politika uygulamalarından biridir. Enflasyon hedeflemede genel olarak MB'nın araç bağımsızlığına sahip olmasından sonra, enflasyon hedefinin kamuoyuna ilan edilerek para politikası uygulamalarında şeffaflık ve hesap verilebilirliğin artırılması amaçlanmaktadır. Böylece MB'nın kredibilitesi artırılarak, para politikasının geleceğe yönelik belirsizlikleri azalmaktadır.

Enflasyon hedeflemenin başarıya ulaşmasında birtakım ön koşulların yerine getirilmesi gerekmektedir. Bunlar; güçlü bir mali yapı ve sağlam bir makro ekonomik istikrarın sağlanması, gelişmiş bir finansal sisteme sahip olunması, MB'na bağımsızlık kazandırılması ve kuruma fiyat istikrarı sağlama görevi verilmesi, para politikasının aktarım mekanizmasının iyi bilinmesi, para politikasında şeffaflık ve hesap verilebilirlik gibi önceliklerin yerine getirilmesi gerekmektedir. Bunun yanında hükümetin senyoraaj geliri-ne başvurmaması, gelir getirici kaynaklara sahip olması ve finansal piyasaların yeterince derinliğe sahip olması ön koşullar arasında sayılmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyonun yüksek olması, döviz kurundaki dalgalanmaların çabucak fiyatlara yansması ve geçmişe yönelik endeksleme mekanizmalarının kullanılması, enflasyon hedefleme stratejisinin başarısını zayıflatmaktadır. Aynı zamanda MB'larına uygulamaya dönük gerekli araç bağımsızlığının kazandırılmaması, enflasyon hedefleme stratejisini uygulayan bu kurumlar üzerinde mali açıkların finanse edilme baskısını artırmakta ve mali baskınlığın süreklilik kazanabilmesine neden olabilmektedir.

Enflasyon hedefleme, para politikasının enflasyonu gecikmeli olarak etkilemesinden dolayı gecikmelere uygun olacak şekilde uzun bir süreye yayılarak uygulanmalıdır. Ancak hedeflenen aralığın dar tutulması ve zaman süresinin kısa olması, hedefte sapmalara neden olmaktadır. Aynı zamanda bu sorun, resesyon ve para politikası araçlarında aşırı dalgalanmalara yol açabileceğinden, araç istikrarsızlığına ve kontrol edilebilirlik problemine yol açabilmektedir. Bu sorunun çözümünde, enflasyon hedefindeki sapmalara izin verecek şekilde hedefleme rejiminin düzenlenmesi, çekirdek enflasyonun hedeflenmesi, hedef aralığının geniş tutulması ve hedeflerin birden fazla yıla yayılması gerekmektedir.

Hedefleme stratejisine yüksek enflasyonla başlanması, MB'nın kredibilitesini zayıflatacaktır. Hedeflerin başarısı için bir yıldan daha uzun sürenin beklenmesi gerekeceğinden, hedeflere olan güven azalabilecektir. Bu sorunun çözümünde birden fazla yılı kapsayan hedefler için bir enflasyon yolu öngörülse de, yüksek enflasyon oranlarında enflasyonun kontrol

edilmesi konusunda artan belirsizlik, enflasyon hedefinde sapmaları günde-
me getirebilecektir.

Enflasyon hedefleme rejimi uygulayan birçok ülke, döviz kurundaki dalgalanmaların para politikasında riskleri artırmasından dolayı, döviz kuru hareketlerini sınırlamaya yönelmişlerdir. Ancak döviz kuru hareketlerinin sınırlanması; döviz kurlarının enflasyon hedefi üzerinde rol oynayacak şekilde nominal bir çapaya dönüşebilme riski ortaya çıkmaktadır.

NOTLAR

1. 8 nolu denklemde "h" simgesiyle ifade edilen zaman , yıllık, altı veya üç aylık değerler için kullanılan "t" simgesiyle karıştırılmamalıdır. Burada h; fiyat istikrarının sağlanması için gerekli toplam süreyi ifade etmektedir. Bu süre, para politikasındaki beklenen gecikmeler yanında, ekonominin yapısına bağlı olarak değişme gösterebilmektedir. Örneğin Yeni Zelanda ve Kanada'da hedeflenen enflasyon değerine 5 yılda, İsveç ve Finlandiya'da ise 2 yıllık bir sürede ulaşılabileceği öngörülmüştür. Ancak enflasyon hedefine ulaşılmasında öngörülen hedefler, üretimdeki değişkenlikler dikkate alınarak gerçekleştirilen enflasyondan daha düşük olacak şekilde dönemler itibariyle aşama aşama düşürülmektedir. Dolayısıyla istenen hedef düzeyine, seçilen dönemler (*t*) için öngörülen enflasyon hedefleriyle, öngörülen toplam sürede (*h*), aşamalı bir yaklaşımla ulaşılmaktadır.
2. "Hesap verilebilirlik" kavramının sözlük anlamı, yasal ve etik olarak verilen bir görevin yerine getirilmesi, başarısızlıktan ve kayıptan dolayı suçlanma ve sonucuna katlanma şeklinde tanımlanmaktadır. Literatürde MB'nın hesap verilebilirliği ülkeden ülkeye değişme gösterse de, MB'nın veya MB başkanının performansını (enflasyon hedefleme başarısını) hükümetin, parlamentonun veya maliye bakanının denetleyebilmesi anlaşılmaktadır. Hesap verilebilirlik, MB'nın kendi amaçlarını karşılayabilmesi, faaliyetlerinin sonuçlarını açıklaması ve enflasyon hedefinden sapmaları asgariye indirmesi bakımından önemlidir. Hesap verilebilirlik, MB'nın; mevcut ve gelecekteki para politikasının durumu konusunda kamuoyunu bilgilendirmesi ve enflasyonist beklentileri etkilemesi bakımından oldukça şeffaf olmasını da gerektirmektedir. Yeni Zelanda MB başkanı maliye bakanına karşı, ABD'de kesin olmasa da Federal Reserve Kongre'ye ve Almanya'da Bundesbank kamuoyuna karşı sorumludur (Fischer, 1995: 203; Taban, 2000: 25).
3. Walsh, zaman tutarsızlığı teorisini ayrıntılı şekilde incelemiştir. t_i dönemi için t zamanda planlanmış bir politika, t_i dönemine ulaşıldığında uygulanması optimal olarak kalıyorsa, bu politika zaman tutarlı (time-consistent) olarak değerlendirilecektir. Duruma bağlı (state- contingent) politika ise, başlangıçta politika planlandığı zaman, t döneminde bilinmeyen olayların gerçekleşmesine bağlı olarak uygulama alanı bulmaktadır. Zaman tutarlı politika, yeni bilgi karşısında planlanmış tepkinin optimal olmasını sağlayıcı politik uygulamaları kapsamaktadır. Zaman tutarsız politika ise, t_i döneminde, başlangıçta planlanmış tepkiye göre optimal olmayan uygulamaları kapsamaktadır (Walsh, 1998: 261).
4. Headline enflasyon, manşet veya basılı (published) enflasyon anlamına gelmekte; fiyat ve ücretlerdeki artışla ilişkilendirilmektedir (Debelle, 1997: 14).
5. Çekirdek enflasyon, Türkiye'de özel sektör imalat sanayi endeksi için kullanılmaktadır. Enflasyon hedefleyen birçok ülkede çekirdek enflasyon (underlying veya core inflation)

tüketici fiyat endeksi (TÜFE) baz alınarak farklı şekillerde hesaplanmaktadır. Çekirdek enflasyonun kullanımındaki amaç, enflasyonun parasal olmayan unsurlarını enflasyon oranından uzaklaştırmaktır. Genellikle çekirdek enflasyonun hesaplanmasında belirli şokların ilk etkileri (first round effect) hesaplama dışında tutulurken, ücretler ve fiyatlar üzerindeki bu şokların ikinci etkileri (second round effect) hesaplama dahil edilmektedir. Örneğin Yeni Zelanda'da 12 ay süresince fiyat seviyesi üzerinde kümülatif olarak yüzde 0.25'den daha fazla etkiye sahip olan herhangi bir şok "önemli" olarak değerlendirilmektedir (Debelle, 1997: 13). Uygulamada, arz şokları, enerji ve gıda ürünlerindeki fiyat artışları, faiz oranlarındaki değişimlerin enflasyon üzerindeki ani etkileri ile ipotek faiz oranları, TÜFE dışında tutularak çekirdek enflasyon bulunmaktadır (Goodhart ve Vinals, 1994: 154). Quah ve Vahey ise, çekirdek enflasyonu para politikasıyla en fazla ilişkilendirilen enflasyon ölçütü olarak ifade etmiştir ve orta ve uzun vadede çekirdek enflasyonun hesaplanmasına katılan unsurların reel üretimi etkilemediğini bildirmiştir (Quah ve Vahey, 1995: 5) Clark ise çekirdek enflasyonun hesaplanmasında beş farklı hesaplama yöntemini göstermiştir ve performanslarını karşılaştırmıştır (Ayrıntılı bilgi için Bkz Clark, 2001: 21).

6. Para politikasının etkinliğini belirleyen unsurlar aynı zamanda para politikasının aktarım mekanizmasını da etkilemektedir. Bu unsurlar ülkeden ülkeye farklılık gösterdiğinden, gecikmelerin de farklı olmasına neden olmaktadır. Döviz kuru rejiminde, sermaye hareketlerinde, finansal yapıda, işgücü piyasasının yapısında ve sektörel yapıdaki farklılıklar, para politikasının aktarım mekanizmasını, dolayısıyla gecikmeleri değiştirmektedir. Ball, para politikasının aktarım mekanizmasını incelediği teorik çalışmada üç farklı model kullanmıştır. Birincisi açık bir ekonomideki IS (toplam talep) eğrini temsil eden bir model, ikincisi ise Philips eğrisi modelidir. Birinci modelde üretimdeki değişim, reel faiz oranı ve reel döviz kurunun gecikmeli değerlerine, üretimin kendi gecikmeli değerlerine ve talep şokuna bağlı olmaktadır, ikinci modelde enflasyondaki değişim, kendi gecikmeli değerine, üretim gecikmesine ve reel döviz kurundaki değişimin gecikme değerine ve rassal şoka bağlı olmaktadır. Üçüncü modelde döviz kuru ile faiz oranı arasındaki ilişkiyi basit modelle göstermiştir. Bu yöntem kullanılarak Yeni Zelanda için yapılan ampirik çalışmada döviz kurunun enflasyon üzerindeki doğrudan etkisinin, reel faiz oranı etkisinden daha çabuk ortaya çıktığını ifade etmiştir. Enflasyonun döviz kuru kanalı yoluyla yaklaşık bir yılda, faiz oranı kanalıyla yaklaşık iki yıl gecikme etkilendiğini ortaya koymuştur (Ball, 1998: 4). Lafleche, Avustralya'da döviz kurunun tüketici fiyatları üzerindeki etkisini incelemiştir. Reel döviz kurunun tüketici fiyatlarını yaklaşık bir yıldan daha fazla gecikme ile etkilendiği sonucuna varmıştır (Lafleche, 1996: 20). Gruen, Romalis ve Chandra ise 1980 yılı üçüncü üç aylık (Q3) - 1996 birinci üç aylık (Q1) dönemleri için Avustralya'da para politikasını kısa dönem faiz oranlarındaki değişimler yoluyla üretimi yaklaşık 15-18 ay gecikme ile etkilediği ortaya koymuşlardır (Geniş bilgi için Bkz., Gruen, Romalis ve Chandra, 1997: 24).

KAYNAKÇA

- ALPARSLAN, Melike ve Pelin A. ERDÖNMEZ, (2000), "Enflasyon Hedeflemesi", **Bankacılar Dergisi**, Sayı 35, TBB Yayını, ss. 14-41.
- BALL, L., (1998), **Policy Rules for Open Economies**, Reserve Bank of Australia Research Discussion Paper, No 9806, July.
- BATINI, N. ve A. HALDANE, (1999), **Forward-Looking Rules for Monetary Policy**, Bank of England Working Paper Series No 91, January.
- BATINI N., ve E. NELSON, (2000), **Optimal Horizons for Inflation Targeting**, Bank Of England Working Paper No 119, July.
- BERNANKE B. S. ve F. S. MISHKIN, (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 11, No. 2, ss. 97-116.
- CECCHETTI, S. G., (1998), "Policy Rules and Targets: Framing the Central Banker's Problem", **Federal Bank of New York Economic Policy Review**, June, ss. 1-14.
- CLARK, T. E., (2001), "Comparing Measuring of Core Inflation", **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Second Quarter 2001, Vol 86, No 2, ss. 5-31.
- COCKERELL, L., (1999), "Measuring of Inflation and Inflation Targeting in Australia", Paper Prepared for Meeting of Central Bank Model Builders, 18-19 Febr., 1999, Bank For International Settlements.
(<http://www.bis.org/publ/bisp05-p5.pdf>)
- CORBO, V., O. L. MORENO ve K. SCHMIDT-HEBBEL, (2000), "Does Inflation Targeting Make A Difference?", Prepared for a Central Bank of Chile Conference on 10 Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges, Nov. 30 - Dec. 1, Santiago, ss. 1-40
- CORBO, V. ve K. SCHMIDT-HEBBEL, (2000), "Inflation Targeting in Latin America", **Latin American Conference on Fiscal and Financial Reforms**, Center for Research on Economic Development and Policy Reform of Stanford University, November 9-11, ss. 1-66.
- CROCE, E. ve M. S. KHAN, (2000), "Monetary Regimes and Inflation Targeting", **Finance and Development**, Vol. 37, No: 3, ss. 1-7.
(<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/09/croce.htm>)

- GOODHART, C. A. E. ve J. VINALS, (1994), "Strategy and Tactics of Monetary Policy: Examples from Europe and The Antipodes", **Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers**, J. C. Fuhrer (Ed.) Proceedings of A Conference, Federal Reserve Bank of Boston, ss. 139-187.
- DEBELLE G., ve J., WILKINSON, (2000), "Inflation Targeting and The Inflation Process: Some Lessons From An Open Economy", Prepared for a Central Bank of Chile Conference on 10 Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges, Nov. 30 - Dec. 1, Santiago, ss. 1-36.
- DEBELLE, G., (1997), **Inflation Targeting in Practice**, IMF Working Paper, WP/97/35, March.
- FISCHER, S., (1995), "Central Bank-Independence Revised", **American Economic Review**, Vol. 85, No. 2, ss. 201-206
- GRUEN, D., J. ROMALIS ve N. CHANDRA, (1997), **The Lags of Monetary Policy**, Research Discussion Papers No RDP9702, Reserve Bank of Australia.
- KHAN, G. A. ve K. PARRISH, (1998), "Conducting Monetary Policy with Inflation Targeting", **Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review**, Vol. 83, No. 3, ss. 5-52.
- KESRİYELİ, Mehtap ve Cihan YALÇIN, (1998), **Taylor Kuralı ve Türkiye Uygulaması Üzerine Bir Not**, TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliği No. 9802, Ekim, Ankara.
- LAFLECHE, T. (1996), "The Impact of Exchange Rate Movements on Consumer Prices" **Bank of Canada Review**, Winter 96-97, ss.21-32.
- LEYBOURNE, S. J. ve P. MIZEN (1999), "Understanding The Disinflation in Australia, Canada and New Zealand Using Evidence from Smooth Transition Analysis", **Journal of International Money and Finance**, Vol. 18, ss.799-816.
- MALATYALI, N. Kamuran, (1998), **Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği**, DPT Yıllık Programlar ve Konjonktür Değerlendirme Genel Müdürlüğü, Çalışma Raporları, Ankara.
- MASSON, Paul R., M. A. SAVASTANO ve S. SHARMA, (1998), "Can Inflation Targeting Be A Framework for Monetary Policy in Developing Countries?", **Finance and Development**, Vol. 35, No. 1, ss. 34-37.

- MISHKIN F. S. ve K. SCHMIDT-HEBBEL, (2000); "One Decade of Inflation Targeting In The World: What Do We Know and What Do We Need To Know", Prepared at Central Bank of Chile Conference on Ten Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges, Nov. 30 - Dec. 1, Santiago, ss. 1-48.
- MISHKIN, F. S. ve A. S. POSEN, (1997), "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries", **Economic Policy Review**, Federal Reserve Bank of New York, Vol. 3, No: 3, ss. 9-110.
- MISHKIN, S. Frederic, (1997a), "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers", **Maintaining Financial Stability In A Global Economy**, A Symposium By Sponsored By The Federal Reserve Bank Of Kansas City, ss. 55-96.
- MISHKIN, F. S., (2000), **Inflation Targeting In Emerging Market Countries**, NBER Working Paper No: 7618, March, Massachusetts.
- MORENDO, F. P., (2000), "A Decade of Inflation in Chile : Developments, Lessons, and Challenges", Prepared for a Central Bank of Chile Conference on 10 Years of Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges, Nov. 30- Dec. 1, Santiago, ss. 1-55.
- POOLE, W. (1994), "Monetary Aggregates Targeting in A Low Inflation Economy", Jeffrey C. FUHRER (Ed.), **Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers**, Federal Reserve Bank Of Boston Conference Series No 38, ss. 87-121.
- QUAH, T. D. ve S. P. VAHEY (1995), **Measuring Core Inflation**, Bank of England Working Paper, No 31, April
- SCHAECHTER, A., R. STONE ve M. ZELMER (2000) **Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries**, IMF Occasional Paper, ss. 1-6 (<http://imf.org/external/pubs/nft/op/202/index.html#overview>)
- SCHALING, E., (1999), **The Non-Linear Philips Curve and Inflation Forecast Targeting**, Bank Of England Working Paper Series No 98, July.
- SVENSSON, Lars E. O., (1996), **Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets**, Bank of England Working Paper Series No 56, November.

- SVENSSON, Lars E. O., (1996a), "Commentary: How Should Monetary Policy Respond to Shocks While Maintaining Long-Run Price Stability? -Conceptual Issues", **Achieving Price Stability**, Asymposium Sponsored By The Federal Reserve Bank of Kansas City, August 29-31, ss. 209-227.
- SVENSSON, Lars E., (1997), "Inflation Targeting In An Open Economy: Strict or Flexible Inflation Targeting?", Institute for International Economic Studies, Stockholm University, November.
- ŞIKLAR, İlyas, (1999), **Enflasyon Hedeflemesi ve Para Talebinin Rolü**, Eskişehir Sanayi Odası Yayını, Yayın no 27, Eskişehir.
- TABAN, Sami, (2000), Enflasyon Hedeflemesi: Türkiye İçin Bir Model Olabilir mi?", **İşletme ve Finans Dergisi**, Yıl 15, Sayı 175, ss. 23-35.
- WALSH, Carl E., (1998), **Monetary Theory and Policy**, MIT Press.