
ENFLASYON HEDEFLEMESİ, MAKROEKONOMİK İSTİKRAR VE TÜRKİYE

Deniz GİZ*

Seçil SUNER CECAN**

ÖZET

Bu çalışmada, enflasyon hedeflemesinin makroekonomik istikrar üzerinde ne kadar etkili olduğunu ve hangi koşullarda başarılı sonuçlar vereceği tartışılmakta ve Türkiye'deki enflasyon hedeflemesi uygulaması incelenmektedir. Çalışmada, enflasyon hedeflemesinin makroekonomik istikrarı sağlamada yeterli olmayacağı diğer ekonomi politikaları ve yapısal tedbirlerle desteklenmesi gerektiği ileri sürülmektedir. Enflasyon hedeflemesinin Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde gelişmiş ülkelerde olduğu gibi başarı sağlamadığı anlaşılmıştır. Türkiye'nin ön koşulları yerine getirme çabalarına hız vermesi ve enflasyon hedefi için indeks olarak tüketici fiyat indeksi

yerine çekirdek enflasyonun kabul edilmesinin yararlı olacağı sonucuna varılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Enflasyon hedeflemesi, para politikası stratejisi, makroekonomik istikrar, ekonomik kriz.

ABSTRACT

INFLATION TARGETING, MACROECONOMIC STABILITY AND TURKEY

This paper discusses the effects of inflation targeting on macroeconomic stability and the conditions for successful consequences and examined the implementation of inflation targeting in Turkey. This paper argues that inflation targeting is not enough for achieving macroeconomic stability and that it should be supported by other economic policies and structural measures. It is understood that inflation targeting is not successful in developing like Turkey as much as developed countries. It is concluded that Turkey should accelerate its works to fulfill the preconditions of inflation targeting and that adopting core inflation rate for the target instead of the consumer price index can be useful for Turkey.

Key Words: Inflation targeting, monetary policy strategy, macroeconomic stability, economic crisis

1. GİRİŞ

Makroekonomik istikrarı bozan en önemli etkenlerden biri yüksek enflasyondur. Döviz kuru çapalarının başarısız olması nedeniyle sanayileşmiş ülkeler alternatif bir sistem arayışına girmişler, bu arayışların sonucu olarak, 1990'lı yılların başından itibaren enflasyon hedeflemesini benimsemeye başlamışlardır. Enflasyon hedeflemesinin sanayileşmiş ülkelerde fiyat istikrarını sağlamada başarılı olmasıyla, bu sistem gelişmekte olan ülkeler arasında da yayılmıştır.

* Yrd. Doç. Dr., İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü,
e-posta: denizgiz@yahoo.com

** Dr., e-posta: secilsuner@hotmail.com

Bu çalışmanın amacı, enflasyon hedeflemesinin makroekonomik istikrar üzerinde ne kadar etkili olduğunu ve hangi koşullarda iyi sonuçlar vereceğini tartışmak ve Türkiye üzerine bir değerlendirme yapmaktır. Öncelikle, para politikası stratejisi olarak enflasyon hedeflemesinin nasıl bir sistem olduğu ve operasyonel olarak nasıl uygulandığı hakkında bilgi verilecek ve daha sonra enflasyon hedeflemesini benimsemiş ülkelerdeki uygulamalar incelenecektir. Sonraki bölümde ise enflasyon hedeflemesinin ekonomik kriz ve kriz sonrası dönemlerde makroekonomik istikrarı ne yönde etkileyeceği, üretimde istikrar mı yoksa istikrarsızlık mı yaratacağı ve gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler üzerindeki etkilerinin farklı olup olmadığı konuları tartışılarak enflasyon hedeflemesinin bir ülkenin makroekonomik istikrara kavuşmasında ne derece etkili olabileceği anlaşılmaya çalışılacaktır. Son olarak elde edilen bilgiler ışığında Türkiye’de uygulanan enflasyon hedeflemesinin başarısı değerlendirilerek mevcut problemlere çözüm aranacaktır.

2. PARA POLİTİKASI STRATEJİSİ TERCİHİ OLARAK ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Günümüzde çoğu ülkenin para politikası stratejisinin temel amacı fiyat istikrarını korumaktır ve bu stratejiler genellikle bir çapa (*nominal anchor*) kullanımını içermektedir. Çapa, para politikası otoritelerinin enflasyonu kontrol altına almak için referans olarak kullandıkları nominal bir makroekonomik göstergedir - enflasyon oranı, para arzı, döviz kuru, faiz oranı v.b. Çapa kullanımı, enflasyonist beklentileri belirli bir düzeyde tutmak suretiyle fiyat istikrarının sağlanmasına katkıda bulunduğu gibi zaman tutarsızlığı (*time-inconsistency*) problemini de önemli ölçüde sınırlamaktadır.

Tercih edilen çapaya göre en çok kullanılan para politikası stratejileri enflasyon hedeflemesi, döviz kuru hedeflemesi, para arzı hedeflemesi ve örtülü çapadır. Ara hedefler farklı olsa da bu stratejilerin tümünde nihai amaç fiyat istikrarıdır. Diğer stratejilerin dezavantajlarının fazla olması ve geçmiş uygulamalarda istenilen başarının elde edilememiş olması nedeniyle günümüzde merkez bankaları tarafından en çok tercih edilen para politikası stratejisi

enflasyon hedeflemesidir. Bununla beraber sanayileşmiş ülkelerde para arzı hedeflemesi de sıkça görülen bir stratejidir. Bazı sanayileşmiş ülkelerin merkez bankaları ise hibrit stratejiler veya enflasyon hedeflemesinin değişik formlarını kullanmaktadırlar.

1990’lı yıllarda popüler olmaya başlamasına rağmen enflasyon hedeflemesinin ortaya çıkışı çok daha eskidir. Marshall, Fisher ve Keynes belirli bir fiyat seviyesinin hedeflenmesini savunmuşlardır.¹ 1930 yılında İsveç, ünlü ekonomistleri Wicksell’in yazılarından yola çıkarak büyük buhranın etkilerinden korunmak için fiyat seviyesi hedeflemesini kullanmaya başlamıştır.² Yeni Zelanda 1990 yılında resmi olarak enflasyon hedeflemesini benimseyen ilk ülke olmuş, Yeni Zelanda’yı Kanada, İngiltere, İsveç, Finlandiya, Avustralya, İspanya, Polonya, İsrail, Şili, Brezilya ve Türkiye gibi ülkeler takip etmiştir. Avrupa Merkez Bankası (ECB) ise enflasyon hedeflemesinin temel özelliklerini içeren ancak kendine özgün bir yapıda para politikası stratejisi uygulamaktadır.

Bernanke ve Mishkin’in tanımına göre, enflasyon hedeflemesi, bir veya birden fazla zaman diliminde enflasyon oranı için belirlenmiş resmi sayısal bir hedefin veya hedef aralığının para otoritesi tarafından (ülkeden ülkeye değişmekle beraber genellikle hükümet, merkez bankası veya her ikisi) kamuoyuna duyurulmasıyla nitelenen bir para politikası stratejisidir.³ Bu stratejide temel amaç uzun vadede düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranı sağlamaktır.

Mishkin enflasyon hedeflemesinin beş temel unsuru olduğunu belirtmiştir. Bu unsurlar şunlardır:

- (1) Enflasyon için orta vadeli sayısal hedeflerin kamuoyuna duyurulması.
- (2) Fiyat istikrarının para politikasının esas ve uzun vadeli hedefi olduğunun kurumsal taahhüdü ve enflasyon hedefine ulaşma taahhüdü.
- (3) Para politikası hakkında alınacak kararlarda sadece parasal büyüklüklerin değil diğer birçok değişkenin de kullanıldığı bilgiler içeren bir strateji.

- (4) Para otoritesinin plan ve amaçları hakkında kamuoyu ve piyasalarla iletişim kurulması yoluyla para politikası stratejisinin şeffaflığının artırılması.
- (5) Fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için merkez bankasının hesap verebilirliğinin artırılması.⁴

Enflasyon hedeflemesinde fiyat istikrarının temel amaç olduğunun ve belirli bir sürede ulaşılacak enflasyon hedefinin ne olduğunun kamuoyuna duyurulmasının getirdiği şeffaflık sayesinde enflasyonist beklentiler kontrol altına alınabilmekte ve zaman tutarsızlığı probleminin ortaya çıkması engellenebilmektedir. Hedeflerin ülkelerin koşulları dikkate alınarak tercih edilebilmesi para otoritelerine esneklik sağlamaktadır. Enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının bağımsız ve hesap verebilir olmasını ve kamu finansmanının sağlam olmasını da sağlamaktadır. Diğer yandan, sistemin bazı dezavantajları da vardır. Hedeflere süresi içerisinde uyulması gerektiği için para otoritelerinin takdir yetkileri kısıtlı kalmaktadır. Enflasyon hedeflemesi esnek kur sistemi gerektirmekle birlikte döviz kurlarına ilişkin kararlar da serbestçe uygulanmamaktadır. Alınan para politikası kararlarının etkileri gecikmeli olarak ortaya çıktığından yüksek olan enflasyon oranını düşürmeye çalışan ülkelerde tahmin hataları ortaya çıkabilmektedir. Para politikasının sıkı uygulanması gerekliliği üretimin düşük seviyede kalmasına neden olabilmektedir. Enflasyon hedeflemesinin dezavantajları özellikle gelişmekte olan ülkelerde ve kriz sonrası dönemlerde ortaya çıkmaktadır.

3. UYGULAMADA ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Bir ülkede enflasyon hedeflemesinin bir para politikası stratejisi olarak uygulanabilmesi için bazı koşulların sağlanması gerekmektedir. Bu koşullar şöyle sıralanabilir:

- Ülkenin sağlam bir mali pozisyona sahip olması,
- Temel amacı fiyat istikrarı olan bağımsız bir merkez bankası olması,
- Gelişmiş bir finansal sistem,

- Ülkedeki parasal aktarım mekanizmasının nasıl çalıştığına iyi anlaşılmış olması,
- Ülkedeki enflasyon tahminlerinin iyi yapılabilir olması,
- Enflasyon oranından başka bir çapa kullanılmıyor olması,
- Şeffaf ve hesap verebilir bir para politikası izlenmesidir.⁵

Bu koşullara sahip ülkeler, enflasyon hedeflemesini benimsemeye karar verdiklerinde para politikası stratejilerini şekillendirmeleri gerekmektedir. Bunun için hedeflemede hangi fiyat indeksinin kullanılacağı, enflasyon hedef değerinin ne olacağı, hedefin bandının ne genişlikte olacağı, hedefin ne kadarlık bir zaman dilimi ve/veya dilimleri için belirleneceği, enflasyon tahminlerinde hangi bilgilerin kullanılacağı gibi operasyonel seçimlerin yapılması gerekmektedir. Kesin doğrular ve yanlışlar olmadığından bu seçimler ülkeden ülkeye farklılık göstermektedir. Yapılan bu seçimler para politikasının şeffaflığının ve esnekliğinin derecelerini de belirlemektedir.⁶ Önemli olan nokta, bu seçimler yapılırken, bir yandan ülkenin makroekonomik yapısı ve ihtiyaçları göz önünde bulundurulurken diğer yandan da para politikasının şeffaflığı ve esnekliği arasında bir denge sağlanmaya çalışılması gerektiğidir.

İlk olarak *fiyat istikrarının tanımlanması*, yani hedeflemede hangi fiyat indeksinin kullanılacağına karar verilmesi gerekmektedir. Seçilecek indeksin istatistiksel açıdan güvenilir olması, düzenli olarak yayınlanıyor olması ve kamuoyu tarafından kabul görmüş olması gerekmektedir. Bunun için tüketici fiyat indeksi, toptan eşya fiyat indeksi ve GSYİH deflatörü gibi fiyatlar genel düzeyindeki değişimlerin izlenebileceği indekslerden biri tercih edilebilir. Enflasyon hedeflemesini benimsemiş olan ülkeler tüketici fiyat indekslerini ve bunların çekirdek enflasyon için kullanılan versiyonlarını hedef gösterge olarak kullanmaktadırlar. Enerji fiyatlarındaki ve işlenmemiş yiyecek fiyatlarındaki dalgalanmalar gibi geçici şokların para politikasına etki etmelerini engellemek için çekirdek enflasyonun hedef olarak kullanılması daha doğru bir yaklaşım gibi görünmektedir. Diğer makroekonomik göstergeler üzerindeki etkileri nedeniyle bu tür geçici şokların dolaylı yoldan para politikasını etkilemesinin önüne geçebilmek için para otoritelerinin detaylı analizler yapmalarında yarar vardır.

Hedeflemede hangi indeksin kullanılacağına karar verildikten sonra enflasyonun *hedef değeri tercihi* yapılmalıdır. Enflasyon hedeflemesine dayanan para politikası stratejilerinin temel amacı enflasyonu düşük bir seviyede tutarak fiyat istikrarını sağlamaktır. Düşük enflasyon oranı hiçbir zaman sıfır enflasyon anlamına gelmemelidir. Tobin fiyatlar ve ücretlerdeki aşağı yönlü rijidite nedeniyle ihtiyaç duyulan fiyat düzeltmelerinin ancak düşük bir pozitif enflasyon oranının bulunması durumunda gerçekleşebileceğini ileri sürmüştür.⁷ Hedef enflasyon oranının sıfır olduğu bir ülke negatif faiz oranıyla karşı karşıya kalarak likidite tuzağına düşebilir ki bu enflasyon kadar ciddi bir sorundur. Enflasyon hedeflemesini benimsemiş düşük enflasyonlu ülkeler bu riskleri de göz önünde bulundurarak enflasyon hedef değerlerini genellikle düşük ve daha güvenli bir oran olan % 2 civarında belirlemektedirler.

Diğer bir karar verilmesi gereken husus ise *hedef bandının genişliğinin belirlenmesidir*. Ülkeler nokta hedef belirleyebileceği gibi çeşitli genişliklerde hedef bantları da tercih edebilirler. Alınan para politikası kararlarının enflasyon oranı üzerindeki etkileri gecikmelidir ve kesin olarak tahmin edilemez. Ülkeler ilan ettikleri hedef değeri tutturamamaları nedeniyle para politikasının kredibilitésinin azalmasına izin vermemek amacıyla nokta hedef yerine hedef bantlarını tercih edebilir. Bant şeklindeki hedefler aynı zamanda para politikasına esneklik de kazandırmaktadır ki bu esneklik özellikle geçici şoklarla karşılaşılması durumunda fayda sağlamaktadır. Dar bir bant para otoritesinin fiyat istikrarını korumada kararlı olduğunu ve uyguladığı politikaların enflasyon üzerindeki etkilerini göreceli olarak daha iyi tahmin edebildiğini gösterirken, para politikasının uygulanmasında esnekliğin kaybedilmesine neden olabilir. Diğer yandan geniş bir bant, para politikası uygulamalarına esneklik sağlarken, enflasyonist beklentilerin ilan edilen hedef bandın sınırlarından etkilenmesi sebebiyle beraberinde belirsizliği de getirmektedir. Bandın sınırları belirlenirken bu hususlar göz önünde bulundurularak bir denge sağlanmalıdır.

Tercih edilen enflasyon hedefine ne kadar sürede ulaşılacağını gösteren bir *hedef süresinin belirlenmesi* gerekmektedir. Hedef süreleri uygulamada bir yıl, iki yıl veya belirsiz süreli olarak belirlendiği gibi

birden fazla hedef süresi de belirlenebilmektedir. Para otoritelerinin bu süreyi belirlerken dikkat etmeleri gereken husus ülkedeki parasal aktarım mekanizmasının ne kadar hızlı işlediğidir. Belirlenecek süre para politikasının etkilerinin ortaya çıkmasındaki gecikmeleri kapsamalıdır.⁸ Sürenin gerekenden fazla uzun tutulması durumunda para politikasının şeffaflığının zedelenmesine ve enflasyon hedeflemesi uygulamasının etkinliğini kaybetmesine neden olabilir. Sürenin gerekenden kısa belirlenmesi ise hedeflerin tutturulamamasına ve para politikasının kredibilitésinin azaltmasına neden olabilir.

Hedef enflasyon oranına hedef sürede ulaşmak için alınacak ekonomi politikası kararlarında hangi bilgilerin kullanılması gerektiğiyle ilgili kesin bir yargı bulunmamakla birlikte gerçek enflasyon oranının en doğru şekilde tahmin edilmesini sağlayacak tüm bilgiler kullanılabilir. Diğer para politikası stratejilerinde nihai hedef enflasyon iken bu hedefe ulaşmak için para arzı gibi bir ara hedef de belirlenmektedir. Svensson'a göre enflasyon hedeflemesinde beklenen enflasyon, yani mevcut enflasyon tahmini ara hedef kullanılmalıdır ve merkez bankası faiz oranı gibi kullanacağı bir para politikası aracı belirlemelidir.⁹ Ara hedef olarak enflasyon tahmininin kullanılması diğer stratejilere oranla enflasyon hedeflemesinde çok daha fazla bilgi kullanıldığı anlamına gelmektedir.

3.1. Seçilmiş Ülke Örnekleri

Enflasyon hedeflemesi konusunda en tecrübeli ülke olan Yeni Zelanda, bu politikayı 1 Şubat 1990 tarihinden bu yana uygulamaktadır. Yeni Zelanda'nın belirlediği ilk enflasyon hedefi yıllık % 3-5 bandıydı. Daha sonra ise % 0-2 gibi düşük bir düzeye çekilmiştir. Uygulanan sıkı para politikasının sonucu olarak daha önce % 5'in üzerinde olan enflasyon oranı 1992 yılının sonunda % 2'nin altına inmiştir. Ne var ki, enflasyon düşerken ülke derin bir resesyon ve hızla yükselen işsizlikle karşı karşıya kalmıştır. 1996 yılının sonunda hedef bant % 0 - 3 olarak değiştirilmiştir.¹⁰ Yeni Zelanda'da uygulanan para politikasının stratejisinin temel amacı fiyat istikrarını korumak olup hükümetin ekonomik amacı büyüyen, açık ve rekabetçi bir ekonomi oluşturmaktır. Fiyat istikrarı hedefi tüketici fiyat indeksiyle tanımlanmıştır ve hedef enflasyon bandı % 1 - 3 olarak belirlenmiştir. Hedef süresi ise 6-12

aydan 12-24 aya çıkartılmıştır.¹¹ Dolayısıyla, bugün Yeni Zelanda'da uygulanan para politikası stratejisi esnek enflasyon hedeflemesine dayanmaktadır.¹²

26 Şubat 1991 tarihinde Kanada resmen enflasyon hedeflemesini benimsemiştir. Kanada da enflasyon hedefinin bir bant şeklinde olmasını tercih etmiştir. Belirlenen bantlar sırasıyla 1992 yılının sonuna kadar % 2 - 4, Haziran 1994'e kadar % 1.5 - 3.5, Aralık 1998'e kadar % 1 - 3 olarak belirlenmiştir. Enflasyon hedeflemesine geçilmesinden sonra % 5'in üzerinde olan enflasyon oranı 1995 yılında % 0 düzeyine gelmiş, 1990'ların sonlarından itibaren % 1 - 2 aralığında devam etmiştir.¹³ Enflasyon oranının bu kadar düşük olmasına rağmen, üretim ve istihdamda istikrarsızlık görülmemiştir. Aksine, enflasyonun düşmesi belirsizliğin azalmış, bu yatırımın artmasını sağlayarak işsizliği de düşürmüştür. Kanada'nın bugünkü yıllık enflasyon hedefi ± 1 tolerans aralığı ile % 2'dir olup para politikası enstrümanı olarak gecelik faiz oranı, indeks olarak da total tüketici fiyat indeksi kullanılmaktadır.¹⁴

15 Ocak 1993 tarihinden bu yana enflasyon hedeflemesini uygulayan İsveç de Kanada gibi ± 1 tolerans aralığı ile % 2'lik bir enflasyon hedefine sahiptir. İsveç merkez bankası, para politikasının amacının fiyat istikrarını korumak olduğunu ve bunun için indeks olarak tüketici fiyat indeksini kullandığını açıklamıştır. İsveç para politikasının etkilerinin iki yıllık bir gecikmeyle ortaya çıkması sebebiyle hedef süresini iki yıl olarak belirlemiştir.¹⁵

6 Mayıs 1997 tarihinde enflasyon hedeflemesine geçen İngiltere'de hedef enflasyon için % 1 - 4 bandı belirlenmiş, daha sonra % 2.5'lik bir hedef kabul edilmiştir. Enflasyon hedeflemesinin başarılı sonuçlar vermesi nedeniyle İngiltere bu stratejiyi izlemeye devam etmektedir. 1998 yılından bu yana İngiltere ± 1 tolerans aralığı ile % 2'lik bir enflasyon hedefine sahiptir. İngiltere para politikasının temel amacı düşük bir enflasyon oranı ile fiyat istikrarını korumaktır. Bununla beraber, enflasyonun % 1'in altına düşmesi de % 3'ün üzerine çıkması kadar kötü bir durum kabul edilmektedir.¹⁶ Bu yapısıyla İngiliz para politikası stratejisi diğer ülkelere kıyasla üretim istikrarına daha fazla önem vermektedir. İngiliz para politikası stratejisi enflasyon hedeflemesinin esneklik kazandırılmış ve farklılaştırılmış bir şeklidir.

Avrupa Merkez Bankası'nın para politikası stratejisi ise çok daha farklı ve kendine özgü bir yapıya sahiptir ve başka bir örneği yoktur. Hem para arzı hedeflemesinin hem de enflasyon hedeflemesinin özelliklerini bir arada taşıırken her iki stratejiden de farklı bazı unsurlara sahiptir. Bu stratejinin de temel amacı fiyat istikrarını korumak olup indeks Euro Bölgesi için tüm ülkeleri kapsayan bir tüketici fiyat indeksi kullanılmaktadır. Enflasyon hedefi tüketici fiyat indeksinin bir yıl içerisinde % 2'nin altında ancak % 2'ye yakın olması şeklinde tanımlanmıştır. Diğer yandan M3 para arzı artışının orta vadede % 4.5'i geçmemesi hedeflenmektedir. Orta vade kavramı ise tam olarak açıklanmamıştır. Bu iki hedefe ilave olarak merkez bankasının para politikası kararlarını çok detaylı bir ekonomik analize dayandırması gerekmektedir.¹⁷ Euro Bölgesi'nin para politikası stratejisini birçok özelliğini taşıdığı enflasyon hedeflemesi olarak adlandırmak doğru olmayacaktır. Bununla beraber bu strateji başka bir örneği bulunmayan ve başarısını kanıtlamış bir stratejidir.

Bu örneklerden de anlaşılacağı üzere enflasyon hedeflemesi genel olarak endüstrileşmiş ülkelerde fiyat istikrarı sağlamada başarılı olmaktadır. Bununla beraber, bazı gelişmekte olan ülkelerdeki uygulamalara da göz atmak faydalı olacaktır.

Gelişmekte olan ülkeler arasında enflasyon hedeflemesini uygulayan ilk ülke olan Şili bu stratejiyi benimsediğini Eylül 1990'da ilan etmiştir. Şili aynı zamanda % 20'nin üzerinde bir enflasyon oranı ile enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçen ilk ülke olmuştur.¹⁸ Başlangıç olarak enflasyon hedefi yıllık % 15 - 20 bandı olarak belirlemiştir. Şili'nin kullandığı indeks ise enflasyon hedeflemesine geçildiğinden bu yana tüketici fiyat indeksidir. Şili enflasyon hedeflemesine geçmeden önce yukarıda belirtilen enflasyon hedeflemesinin ön koşullarını yerine getirmek için yasal düzenlemeler yapmış, merkez bankasını bağımsız hale getirmiş ve mali disiplini sağlamıştır. Şili'deki enflasyon hedeflemesi fiyat istikrarını sağlamada oldukça başarılı olmuştur. Şili'nin bugünkü enflasyon hedefi ± 1 tolerans aralığı ile % 3'tür, ancak hedef süresi daha önce bir yılken belirsiz olarak değiştirilmiştir. 1990'ların sonuna gelindiğinde enflasyon % 3.4 seviyesine inmiş ve üretim ve istihdamda istikrarsızlık görülmemiştir. Şili'nin başarısı sadece para politikası kararlarına

bağlanamaz; mali disiplinin sağlanması ve diğer yapısal tedbirler de fiyat istikrarının sağlanmasında en az merkez bankasının para politikası kararları kadar önemli rol oynamıştır.¹⁹ Bununla beraber 1999 yılından itibaren Şili ekonomisi zaman zaman üretimde istikrarsızlık yaşamıştır. 1999 yılında ciddi resesyona giren Şili'de 2009 yılı da dahil olmak üzere bazı yıllarda enflasyon oranı hedefin altında kalmıştır.

1960'lı yıllardan itibaren kronik hiper-enflasyonla mücadele etmeye çalışan Brezilya 1994 yılında Gerçek Plan (*Real Plan*) adı altında bir program uygulamaya başlamıştır. Bu programdan önce enflasyon oranı yaklaşık olarak yıllık % 1000 iken programın başarılı olmasıyla enflasyon oranı % 10'un altına inmiştir. Ancak bu program makroekonomik istikrarı bozmuş ve önemli döviz kuru problemlerine neden olmuştur. Brezilya para biriminin spekülasyon ataklara uğraması sonucu meydana gelen para krizinden sonra 1999 yılında Brezilya resmen enflasyon hedeflemesine geçmiştir; ancak ön koşullar tam olarak yerine getirilmemiştir. Başlangıçta ± 2 tolerans aralığı ile % 8 olan enflasyon hedefi kademeli olarak ± 2 tolerans aralığı ile % 4.5'a indirilmiştir. İndeks olarak ise tüketici fiyat indeksi kullanılmaktadır.²⁰ Uygulanan enflasyon hedeflemesi enflasyon oranını % 10'un altında tutmada başarılı olsa da Brezilya'nın mali problemleri devam etmektedir.

Çek Cumhuriyeti piyasa ekonomisine geçen ülkeler arasında enflasyon hedeflemesini benimseyen ilk ülke olup bu stratejiyi 1998 yılından bu yana uygulamaktadır. Enflasyon hedefi ilk olarak % 5.5 – 6.5 bandında belirlenmiş, daha sonra kademeli olarak düşürülmüştür.²¹ Bugünkü geçerli olan enflasyon hedefi tüketici fiyat indeksi bazında yıllık ± 1 tolerans aralığı ile % 3'tür. Çek merkez bankası para politikası stratejisinde enflasyonist beklentilere diğer birçok merkez bankasından daha fazla ağırlık vermiştir. Bununla beraber, enflasyon hedefi uygulamasında ülkenin şoklarla karşılaştığı durumlar istisna olarak tutulmaktadır.²² Bu strateji dış şoklarla ülke içi belirsizliklerin bir arada yönetilebilmesine imkan sağlamaktadır. Çek Cumhuriyeti'nde uygulanan enflasyon hedeflemesinin istikrarı sağlamada başarılı olmasının yanı sıra uygulanan tamamlayıcı politikalar sayesinde serbest piyasa ekonomisine geçişin de istikrar üzerinde olumsuz etki yapması önlenmiştir.

Ülke uygulamaları, enflasyon hedeflemesinin başarılı olabilmesi için ekonominin bir bütün olarak ele alınarak maliye politikaları ve diğer politikalarla desteklenmesi gerektiğini, ön koşulların mümkün olan en iyi şekilde yerine getirilmesi gerektiğini ve hedef değerlerinin ülkenin koşulları dikkate alınarak belirlenmesi gerektiğini göstermektedir. Aynı zamanda, enflasyon hedeflemesinin gerektiğinden daha katı şekilde uygulanması durumunda fiyat istikrarı sağlanabilmesine rağmen üretim ve istihdam gibi ekonominin diğer kesimlerinin zarar göreceği de anlaşılmaktadır.

4. ENFLASYON HEDEFLEMESİNİN MAKROEKONOMİK İSTİKRAR SAĞLAMADAKİ ROLÜ

Enflasyon hedeflemesine dayanan bir para politikası stratejisi, ön koşullar yerine getirildikten sonra ülkenin ekonomik yapısı ve şartları da dikkate alınarak şekillendirilmiş ise, ülke örneklerinden de görüldüğü üzere, fiyat istikrarını sağlama konusunda kuşkuya yer bırakmayacak şekilde başarı sağlamaktadır. Bu noktada ilave bazı sorulara cevap aranmalıdır. Enflasyon hedeflemesinin uygulandığı bir ülke şoklarla karşılaştığında makroekonomik istikrarı sağlayabilir mi? Enflasyon hedeflemesi gelişmekte olan ülkelerde uygulandığında makroekonomik istikrarı sağlayabilir mi? Enflasyon hedeflemesi üretim istikrarını ihmal mi ediyor?

4.1. Kriz ve Kriz Sonrası Dönemlerde Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesinin ülkeler tarafından para politikası stratejisi olarak benimsemesi yirmi yıl önce başlamıştır. Bugün enflasyon hedeflemesini uygulayan ülkeler bu stratejiyi ortalama on yıldır tecrübe etmektedirler. Dolayısıyla bu strateji henüz tam anlamıyla test edilmiş değildir. 2007 yılında ortaya çıkan küresel finansal kriz, enflasyon hedeflemesinin kriz ve kriz sonrası dönemlerde makroekonomik istikrarın sağlanmasında ne derece etkili olduğunun veya bu stratejinin kendisinin kriz üretip üretmediğinin anlaşılmasına ışık tutabilir.

2007 yılında ABD’de konut piyasasında ortaya çıkan finansal kriz Avrupa ülkelerindeki bankacılık sektörüne yayılarak küresel bir ekonomik kriz haline gelmiş ve ülkelerin resesyona yaşamasına neden olmuştur. Kriz sırasında ve sonrasında ABD merkez bankası Fed’in izlediği para politikasının krizin ortaya çıkmasına ve yayılmasına ne kadar etki etmiş olabileceği ayrı bir araştırma konusu olmakla beraber, belirli bir oranda etkisinin olduğu ancak tek başına finansal istikrarı sağlamasının da mümkün olmadığı açıktır. Finansal denetim, yasal düzenlemeler ve finansal istikrarı tehdit eden faktörlerin erken tespitini sağlayan detaylı analizleri kapsayan raporların hazırlanması gibi enstrümanlarla para politikası stratejisi desteklendiğinde finansal krizlerin ortaya çıkması engellenebilir. Kriz meydana gelmişse, bu kez para politikası son kredi mercii, uzun vadeli borçlanma imkanı, piyasaya likidite sağlanması gibi enstrümanlarla desteklenmelidir.²³ Fiyat istikrarını sağlamada başarısı kanıtlanan enflasyon hedeflemesinin diğer ekonomi politikaları kullanılmadan finansal istikrarı sağlaması da mümkün değildir.

Aynı durum ülkelerin resesyona girdiği süreç için de geçerlidir. Diğer ekonomi politikalarıyla desteklenmediği sürece para politikasının tek başına ekonomik büyüme sağlaması mümkün değildir. Ancak burada dikkat edilmesi gereken husus, para politikası kararlarının geniş bir makroekonomik analize dayanarak alınması ve gerektiği zaman miktarda enflasyon hedeflemesinin esnek şekilde uygulanmasıdır.

Kısacası enflasyon hedeflemesi her zaman şoklara doğrudan yanıt veremez. Bu nedenle, ekonomik kriz dönemlerinde enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları enflasyon hedeflerinde değişikliğe gidebilirler, hedef bantlarını genişletebilirler veya hedef sürelerini uzatmaları yararlı olabilir. Bu tarz değişiklikler merkez bankalarının uyguladıkları para politikalarının kredibilitelerini korumalarına ve güvensiz ortamı oluşmasını engellemelerine yardımcı olur. Diğer yandan, Çek merkez bankası gibi para politikası stratejisine enflasyon hedefi uygulamasında şokların istisna olarak kabul edildiğinin (*an escape clause*) ilave edilmesi de yararlı olabilir.

4.2. Enflasyon Hedeflemesi ve Üretim İstikrarı

Enflasyonla işsizlik arasında kısa dönemde ters yönlü bir ilişki olduğu, ancak bu ilişkinin uzun dönemde anlamlı olmadığı şeklinde genel bir görüş vardır.²⁴ Bununla beraber enflasyon hedeflemesine en çok getirilen eleştiri, sadece fiyat istikrarına odaklandığı ve üretim istikrarını göz ardı ettiği ve hatta üretimde istikrarsızlık yarattığı yönündedir. Enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerin enflasyon oranlarının düşmesinin maliyeti olarak üretim ve istihdam oranlarında düşüş meydana gelip gelmediğiyle ilgili bazı ampirik çalışmalar yapılmıştır. Enflasyon hedeflemesi uygulamalarına dair yeterli uzunlukta veri olmaması bu çalışmaların sonuçlarının ne derece tutarlı olduğu tartışmalıdır. Çalışmalardan bir kısmı enflasyon hedeflemesi uygulamalarının üretim istikrarsızlığına yol açtığını ileri sürerken bir kısmı da enflasyon hedeflemesinin uygulanmasıyla üretim istikrarsızlığı arasında ilişki bulunmadığını iddia etmişlerdir.²⁵

Enflasyon hedeflemesinin üretim istikrarı üzerine etkileri özellikle ülke ekonomisinin şoklarla karşılaştığı durumlarda önem kazanmaktadır. Bu durum teorik açıdan ele alınabilir. Herhangi bir talep şokuyla karşılaşılması durumunda enflasyon ve üretim birlikte şokun yönüne göre artacak veya azalacaktır. Bu durumda enflasyon ve üretim arasında bir tercih yapmak gerekmeyeceğinden ülkede enflasyon hedeflemesi uygulanmasının başka olumlu ya da olumsuz bir etkisi olmayacaktır.

Diğer yandan ülke bir arz şokuyla karşılaştığında enflasyon ve üretim farklı yönlerde etkilenecektir. Bu durumda merkez bankasının önünde iki seçenek olacaktır. Birincisi, şokun hemen ardından para politikası yükselmiş olan enflasyonu hedef seviyeye indirmek için kullanılabilir ki bu politika üretimi de daha da düşürecektir. Dolayısıyla sıkı bir enflasyon hedeflemesinin uygulandığı ülkede arz şokuyla karşılaşılması durumunda üretim istikrarsızlığı kaçınılmazdır. İkincisi, yükselen enflasyonun hedef seviyeye düşürülmesinin zamana yayıldığı ve şokun üretim üzerindeki etkilerinin hafifletilmeye çalışıldığı bir para politikası uygulanabilir. Ancak bu durumda enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkede hedef enflasyona uyulmamasından kaynaklanan bir kredibilite kaybı ortaya çıkacaktır. Bu konuyla ilgili olarak Taylor

tarafından geliştirilen ve Taylor Kuralı olarak bilinen para politikası kuralı ABD merkez bankası Fed tarafından kullanılmaktadır.²⁶

Her ülkenin içinde koşulları, karşılaştığı şokların niteliği ve etkileri birbirinden farklı olduğundan merkez bankalarının şoklara nasıl tepki vermeleri gerektiğiyle ilgili bir genelleme yapmak doğru olmayacaktır. Ancak, üretim istikrarını bozan şoklarla karşılaşıldığında enflasyon hedeflemesinin sıkı bir şekilde uygulanması ülkede resesyon riski yaratacaktır.

4.3. Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Ülkelerde Enflasyon Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesinde istedikleri başarıyı sağlayamayan sanayileşmiş ülkeler ekonomilerinde istikrar sağlamak için bir alternatif olarak enflasyon hedeflemesini benimseye başlamışlardır. Sistem uygulandığı ülkelerde fiyat istikrarını sağlamada başarıya ulaşmıştır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan gelişmiş ülkelere bakıldığında bazı ortak özellikler göze çarpmaktadır. Bunlar, esnek döviz kuru sisteminin geçerli olması, merkez bankasının bağımsız olması, temel para politikası aracının kısa vadeli faiz oranı olması, enflasyon hedefinin bant veya tolerans aralıklı nokta hedef olmasıdır. Bu ülkeler enflasyon hedeflemesini makroekonomi politikalarının kredibilitesini tesis eden bir araç olarak kullanmaktadırlar. Bu ülkelerin en önemli özelliklerinden biri de enflasyon hedeflemesine geçtiklerinde orta derecede ya da yüksek bir enflasyon oranına sahip olmamaları aksine bu ülkelerin düşük enflasyonlu ülkeler olmalarıdır.²⁷

Ülke örnekleri incelendiğinde, gelişmiş ülkelerde doğru bir şekilde uygulandığında enflasyon hedeflemesinin fiyat istikrarını düşük bir seviyede tutarak fiyat istikrarının korunmasına yardımcı olduğunu, fiyat istikrarının ise büyümeyi teşvik ettiği ve üretim istikrarının sağlanmasına katkıda bulunduğu görülmektedir. Kriz dönemlerinde ise yukarıda anlatıldığı gibi daha farklı bir durum söz konusudur.

Enflasyon hedeflemesinin gelişmiş ülkelerdeki başarısı geliştirmekte olan ülkelerin bu sistemi benimsemelerine neden olmuştur. Ancak bu ülkelerin hiçbiri enflasyon hedeflemesinin ön koşullarını tam olarak yerine getirmiş değildir. Bu nedenle para politikası uygulamaları

sırasında sıkıntılar yaşanmaktadır. Bu sıkıntıların en önemlilerinden biri finansal piyasaların yeterince gelişmemiş olmasından kaynaklanan parasal aktarım mekanizmalarının iyi işlememesi sorunudur. Enflasyon hedeflemesinde para politikası enstrümanı kısa vadeli faiz oranları olduğuna göre iyi işlemeyen bir parasal aktarım mekanizması, para politikası uygulamalarının etkinliğini oldukça azaltmaktadır. Böyle bir yapıda merkez bankasının alacağı kararların ne sürede ve ne ölçüde etki göstereceğini kestirmesi de çok zordur.

Diğer önemli sorun da geliştirmekte olan ülkelerin birçoğunda kısmi de olsa dolarizasyon mevcuttur. Bu ülkeler döviz kuru dalgalanmalarına sıklıkla müdahale edebilmektedirler. Bu ise zaman içerisinde döviz kurunun bir çapa haline gelmesi riskini taşımaktadır. Oysa, enflasyon hedeflemesinde, enflasyondan başka bir çapanın bulunmaması gerekmektedir. Bunu önlemenin bir yolu olarak, merkez bankalarının kısa dönem dalgalanmalarına yapacakları müdahalelerde şeffaf bir politika benimsemeleri önerilebilir.²⁸

Gelişmekte olan ülkelerde, kamu finansmanının yeterince sağlam olmaması, başlangıç enflasyon oranının çok yüksek olması, merkez bankasının bağımsızlığı, şeffaflığı ve güvenilirliğinin istenen düzeyde olmaması, ülkedeki fiyat ve ücretlerin aşağı yönlü yapışkan olması gibi olumsuzluklardan sorunlarla da sıklıkla karşılaşmaktadır. Ayrıca, enflasyon hedeflemesinin uygulanmasında yanlış hedef seçimi gibi yapılan hatalar da sistemin başarısız olmasına neden olabilmektedir.

Tüm bunlar dikkate alındığında, genel olarak enflasyon hedeflemesinin gelişmiş ülkelerde makroekonomik istikrara olumlu katkılarının olduğunu, ancak geliştirmekte olan ülkeler için kısa dönemde enflasyonu düşürmede etkisi olsa da uzun vadede başarılı sonuç vermesinin düşük bir ihtimal olduğunu söylemek mümkündür.

5. TÜRKİYE'DE ENFLASYON HEDEFLEMESİ

Uzun yıllardır yüksek enflasyonla mücadele eden Türkiye enflasyon hedeflemesi uygulamasına geçiş çalışmalarına 2000 yılında başlamıştır. 2001 krizinden sonra "Güçlü Ekonomiye Geçiş" programı ile alınan tedbirler aynı zamanda enflasyon hedeflemesinin ön

koşullarını da içermekteydi.²⁹ Bunlar, merkez bankasının bağımsızlığının sağlanması, bankacılık sektörünün ve mali sistemin yeniden yapılandırılması, kamu finansmanının güçlendirilmesi ve bunlarla ilgili yasal düzenlemelerin yapılmasıydı. Kriz sonrasında, enflasyon hedeflemesinin bir diğer koşulu olan dalgalı kur rejimine de geçilmiştir.

Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası (TCMB) doğrudan enflasyon hedeflemesine geçmek yerine ön koşulların yerine getirilmesinin tamamlanabilmesi ve uygulamaya geçmeden önce enflasyon seviyesinin aşağı çekilebilmesi için 2002-2005 yılları arasında örtük enflasyon hedeflemesi³⁰ (*implicit inflation targeting*) uygulamayı tercih etmiştir. Bu dönemde uygulanan para politikası sıkı maliye politikası ile de desteklenmiş ve enflasyonun düşürülmesinde önemli bir ilerleme sağlanmıştır. Bu dönemde ilan edilen enflasyon hedeflerine uyulmuş olması merkez bankasının kredibilitasını arttırmıştır. Yapılan kanun değişikliği ile merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olarak belirlenmiş, enflasyon hedefinin ise TCMB ve hükümetin birlikte alacakları kararlarla belirlenmesi kararlaştırılmıştır. Yapılan bu kanun değişikliği ile aynı zamanda TCMB'nin bağımsız ve hesap verebilir olması sağlanmıştır.³¹ Finansal piyasaların yeniden yapılandırılması ile ilgili yasal düzenlemeler yapılmış ve finansal piyasalar daha sağlam bir yapıya kavuşmuş olmasına rağmen diğer gelişmekte olan ülkelerde de olduğu gibi Türkiye'de de bu alandaki gelişmeler oldukça sınırlı kalmıştır. Enflasyon hedeflemesinde yapılan enflasyon tahminlerin önemli bir yeri olduğundan TCMB'nin teknik alt yapısı sağlamlaştırılmıştır; ancak finansal piyasaların yeterli gelişmişlikte olmaması enflasyon tahminlerini de olumsuz etkilemektedir. Finansal piyasaların yeterince gelişmemiş olması aynı parasal aktarım mekanizmalarının işleyişini olumsuz yönde etkileyerek TCMB'nin para politikası kararlarının etkinliğini de azaltmaktadır. Bu sorunlar günümüzde de devam etmektedir.

TCMB 2005 yılını enflasyon hedeflemesine geçiş için gerekli koşulların yerine getirilmesi için değerlendirmiş olsa da enflasyon oranının düşürülmesi haricindeki gelişmeler sınırlı kalmıştır. TCMB, 2006 yılında açık enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Fiyat istikrarında gösterge olarak kullanılan indeks tüketici fiyat indeksidir; ancak

çekirdek enflasyon da takip edilmektedir. Başlangıçta, 2006 yılı için hedef değeri ± 2 tolerans aralığı ile % 5, 2007 ve 2008 yılları için ise % 4, hedef süresi ise 1 yıl olarak belirlenmiştir. Açık enflasyon hedeflemesine geçildiği yıldan itibaren, yani 2006, 2007 ve 2008 yıllarında, ± 2 gibi geniş tolerans aralığı olmasına rağmen enflasyon hedefi aşılmıştır. Bunun sebebi enerji ve gıda fiyatlarındaki yükseliş ve TCMB'nin yeterince sıkı para politikası uygulamamış olmasıdır. Bununla beraber 2008 yılı için küresel ekonomik krizin etkileri de sebepler arasında sayılabilir. TCMB'nin enflasyon hedefine ulaşamadığı halde hedef değişikliğine gitmemesi de yukarıda sözü edilen enflasyon tahminini yapmadaki zorluklarından kaynaklandığı şeklinde yorumlanabilir.

2008 yılında alınan kararla 2009, 2010 ve 2011 yılları için sırasıyla % 7.5, % 6.5 ve % 5.5 enflasyon hedefleri belirlenmiştir. Ancak geç gelen bu hedef yükseltmesi TCMB'nin güvenilirliğine zarar vermiştir. Tarımın Türkiye ekonomisinde büyük bir payı bulunduğundan işlenmemiş gıda fiyatları enflasyonda dalgalanmalara neden olduğu gibi enflasyonun tahmini zorlaştırmaktadır. Bununla beraber, enerjide dışa bağımlı bir ülke olan Türkiye'nin enerji fiyatlarını kontrol altında tutması mümkün değildir ve enerji fiyatlarındaki dalgalanmalar da TCMB'nin önünü görmesini zorlaştırmaktadır. Dolayısıyla, TCMB'nin fiyat istikrarı için kullandığı indeksin çekirdek enflasyon olarak değiştirilmesi para politikasına olan güveni arttıracak gibi belirsizliğin azalmasıyla alınan kararların etkinliğini de arttıracaktır. Aksi halde enflasyon hedeflerine ulaşamaması sık rastlanan bir durum olarak karşımıza çıkacak, bu ise güvensizlik ortamı meydana gelmesine neden olarak enflasyonun daha da artmasına ve ülkede istikrarsızlığa neden olacaktır.

Türkiye'de makroekonomik istikrarı sağlamak için enflasyon hedeflemesinin iyi uygulanması yeterli olmayacaktır. Enflasyon hedeflemesinin ön koşullarının tam olarak yerine getirilmesi gerekmektedir. Özellikle kamu finansmanının güçlendirilmesi, TCMB'nin hesap verebilirliğinin güçlendirilmesi ve finansal sistemin güçlendirilerek parasal aktarım mekanizmasının iyi işler hale getirilmesine öncelik verilmesi, buna ilave olarak büyüme ve istihdamı teşvik edecek ekonomik tedbirlerin alınması gerekmektedir.

6. SONUÇ

Bir para politikası stratejisi olan enflasyon hedeflemesi, uygulanacağı ülkede ön koşullar yerine getirildikten sonra ve ülkenin ekonomik yapısı ve şartları da dikkate alınarak şekillendirilmiş ise, ülke örneklerinden de görüldüğü üzere, fiyat istikrarını sağlama konusunda başarı sağlayacağı açıktır. Ancak enflasyon hedeflemesinin bu şekilde uygulanıp başarılı olduğu ülkeler genellikle gelişmiş ülkelerdir. Zaten göreceli olarak düşük enflasyon oranlarına sahip olan gelişmiş ülkeler enflasyon hedeflemesini makroekonomi politikalarının kredibilitesini tesis eden bir araç olarak kullanmaktadırlar.

Gelişmekte olan ülkeler ise, genellikle, enflasyon hedeflemesini yüksek enflasyona son verecek bir kurtarıcı olarak gördükleri için uygulamaktadırlar. Ayrıca, bu ülkelerin hiçbiri enflasyon hedeflemesinin ön koşullarını yerine getirmiş değildir. Bu nedenle, uygulamada birçok sıkıntıyla karşılaştıkları gibi enflasyon hedeflemesinden olumlu sonuçlar elde edememektedirler.

Diğer yandan ister gelişmiş ister gelişmekte olan ülke olsun, enflasyon hedeflemesi uygulayan bir ülke herhangi bir ekonomik kriz veya şokla karşılaştığında ön koşulların hepsi yerine getirilmiş olsa da istikrarı sağlamak kolay olmayacağı gibi enflasyon hedeflemesi istikrarın sağlanmasını zora sokabilecektir. Bu durum daha çok arz yönlü şoklarda geçerli olacaktır; çünkü merkez bankası fiyat istikrarı ile üretim istikrarı arasında bir tercih yapmak zorunda kalacaktır. Böyle bir durumda enflasyon hedeflemesinin çok sıkı bir şekilde uygulanması ülke ekonomisini resesyon riskiyle karşı karşıya bırakacaktır.

Türkiye'deki durum da gelişmekte olan diğer ülkelerden farklı değildir. Ön koşulların yerine getirilmemiş olmasından kaynaklanan sıkıntılar - özellikle de finansal piyasaların yeterince gelişmemiş olması nedeniyle parasal aktarım mekanizmasının iyi çalışmaması - devam etmektedir. Enflasyon hedeflemesine geçildiğinden bu yana Türkiye hedeflerine ulaşamamıştır. Ön koşulların yerine getirilmemiş olmasının yanında bu durum, büyük ölçüde işlenmemiş gıda ürünlerindeki ve enerjideki fiyat dalgalanmalardan ve para politikasının yeterince sıkı uygulanmamasından kaynaklanmaktadır. Fiyat istikrarı için kullanılan göstergenin çekirdek enflasyon olarak değiştirilmesi

TCMB'nin güvenilirliğini yeniden kazanmasını sağlayabilecektir. Bunun yanında diğer ekonomi politikalarının ve yapısal tedbirlerin de en kısa sürede uygulanması gerekmektedir. Aksi halde Türkiye'de enflasyon hedeflemesi uygulaması başarısızlıkla sona erebilir.

Enflasyon hedeflemesi genellikle tek başına finansal istikrarı ve üretim istikrarını sağlamaya yeterli olmayan bir sistemdir. Bu nedenle makroekonomik istikrarın sağlanabilmesi için diğer ekonomi politikalarıyla desteklenmesi gerekmektedir.

SON NOTLAR:

- 1 Bkz. MARSHALL, A. (1887), "Remedies for Fluctuation in General Prices", **The Contemporary Review**; FISHER, I. (1912), "A Compensated Dollar", **New York Times**, 18 Ekim 1912, say. 10; FISHER, I. (1911), **The Purchasing Power of Money**, MacMillan ve KEYNES, J.M. (1923), **A Tract on Monetary Reform**, London: MacMillan.
- 2 WICKSELL, K. (1898), **Interest and Prices**, MacMillan.
- 3 BERNANKE, B.S. ve MISHKIN, F.S. (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", NBER Working Paper Series , No: 5893, Ocak 1997.
- 4 MISHKIN, F.S. (2000), **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Addison Wesley: New York, p.p. 521-522.
- 5 JONAS, J. ve MISHKIN, F.S. (2003), "Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects", **NBER Working Paper Series**, No: 9667, Nisan 2003.
- 6 Detaylı bilgi için bkz. BERNANKE, B.S., LAUBACH, T., MISHKIN, F.S. ve POSEN, A.S. (2001), **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**, Princeton University Press: New Jersey, s.s. 25-38.
- 7 TOBIN, J. (1972), "Inflation and Unemployment", **The American Economic Review**, Vol. 62, ss: 1-18.
- 8 WHITE, H. L. (2007), "What Type Of Inflation Target?", **Cato Journal**, 27 (2), s.s. 283 - 288.

- ⁹ SVENSSON, L.E.O., (1997a). "Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banks, and Linear Inflation Contracts", **American Economic Review**, American Economic Association, vol. 87(1), S.S. 98-114, Mart
- ¹⁰ MISHKIN, F.S. (2000), **a.g.e.**, p. 522.
- ¹¹ RESERVE BANK OF NEW ZEALAND (2008), **Policy Targets Agreement**, 18 Aralık 2008, Erişim: 12.10.2009, <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/pta/>
- ¹² SVENSSON, L.E.O., (1997b). "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets" **European Economic Review**, Elsevier, vol. 41(6), S.S. 1111-1146, Haziran 1997.
- ¹³ MISHKIN, F.S. (2000), **a.g.e.**, p.p. 522-524.
- ¹⁴ BANK OF CANADA (2006), **Renewal of the Inflation-Control Target**, Erişim: 15.10.2009, <http://www.bankofcanada.ca>
- ¹⁵ SVERIGES RISKBANK (2008), **Monetary Policy in Sweden**, Erişim: 15.10.2009, www.riksbank.se
- ¹⁶ BANK OF ENGLAND, resmi web sitesi, Erişim: 15.10.2009, <http://www.bankofengland.co.uk>
- ¹⁷ Detalı bilgi için bkz. www.ecb.int
- ¹⁸ MISHKIN, F.S. ve SAVASTANO, M. A. (1999), "Monetary Policy Strategies for Latin America", **Journal of Development Economics**, No: 7617, Mart 2000.
- ¹⁹ LANDERRETICHE, O., Morandé, F. ve Schmidt-Hebbel, K. (1999), "Inflation Target and Stabilisation in Chile", **Central Bank of Chile Working Papers**, No: 55.
- ²⁰ BOGDANSKI, J., TOMBINI, A.A. ve WERLANG, S.R.C. (2000), "Implementing Inflation Targeting in Brazil", **Banco Central Do Brasil Workin Paper Series**, No:1.
- ²¹ CIHAK, M. ve HOLUB, T. (1998), "Inflation targeting in the Czech Republic", **Eastern European Economics**, vol. 36, no. 3, s.s. 49-67.
- ²² CZECH NATIONAL BANK, Erişim: 16.10.2009, <http://www.cnb.cz/en/index.html>
- ²³ SVENSSON, L.E.O. (2009b), "Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financi-al Crisis", speech on 21 Eylül 2009, www.riksbank.se.

- ²⁴ Enflasyonla işsizlik arasındaki ilişkiyi gösteren eğriye *Phillips Eğrisi* denmektedir. Bkz. PHILLIPS, A.W. (1958), "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861-1957", **Economica**, Kasım, s.s. 283-299.
- ²⁵ Konuyla ilgili çalışmalardan bazıları şunlardır: CLIFTON, E.V., LEON, H., ve Wong, C.H. (2001), "Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Trade-off", **IMF Working Paper**, No: 01/166, Ekim 2001; JADRESIC, E. (1999), "Inflation Targeting and Output Stability", **IMF Working Paper**, No: 99/61, Nisan 1999; CORBO, V., HEBBEL, K.S. ve LANDERRETICHE, O. (2001), "Does Inflation Targeting Make a Difference?", **Central Bank of Chile Working Papers**, No: 106, Eylül 2001; MCCALLUM, B.T. (2001), "Inflation Targeting and The Liquidity Trap", **NBER Working Paper**, No: 8225.
- ²⁶ Bkz. TAYLOR, J.B. (1983), **Macroeconomic Policy in the World Economy: From Econometric Design to Practical Operations**, W.W. Norton and Company, New York; TAYLOR, J.B., (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Aralık 1993, No: 39, s.s. 195-214 ve TAYLOR, J.B., (1999), **Monetary Policy Rules**, Chicago: University of Chicago.
- ²⁷ MASSON, P.R., SAVASTANO, M.A. ve SHARMA, S. (1997), "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", **IMF Working Papers**, No: 97/130, Ekim 1997.
- ²⁸ MISHKIN, F.S. (2000), "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", **NBER Working Paper Series**, No: 7618, Mart 2000.
- ²⁹ Bkz. T.C. BAŞBAKANLIK HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI (2001), **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar**, Mayıs 2001, Ankara.
- ³⁰ Örtük enflasyon hedeflemesinde, bir enflasyon hedefi belirlenmekte ve para politikası kararları gelecek dönemin enflasyon tahminine göre uygulanmaktadır. Para politikası enstrümanı enflasyon hedeflemesinde olduğu gibi faiz oranıdır. Enflasyon hedeflemesinden farklı olarak diğer ekonomik göstergeler için de hedefler belirlenebilmektedir. Bkz. TCMB (2006), **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, TCMB Yayını, Erişim: 20.10.2009, www.tcmb.gov.tr
- ³¹ TCMB (2006), **a.g.e.**

KAYNAKLAR

- BANK OF CANADA (2006), **Renewal of the Inflation-Control Target**, Erişim: 15.10.2009, <http://www.bankofcanada.ca>
- BANK OF ENGLAND, resmi web sitesi, Erişim: 15.10.2009, <http://www.bankofengland.co.uk>
- BERNANKE, B.S., LAUBACH, T., MISHKIN, F.S. ve POSEN, A.S. (2001), **Inflation Targeting: Lessons from the International Experience**, Princeton University Press: New Jersey, s.s. 25-38.
- BERNANKE, B.S. ve MISHKIN, F.S. (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", **NBER Working Paper Series**, No: 5893, Ocak 1997.
- BOGDANSKI, J., TOMBINI, A.A. ve WERLANG, S.R.C. (2000), "Implementing Inflation Targeting in Brazil", **Banco Central Do Brasil Working Paper Series**, No:1.
- CIHAK, M. ve HOLUB, T. (1998), "Inflation targeting in the Czech Republic", **Eastern European Economics**, vol. 36, no. 3, s.s. 49-67.
- CLIFTON, E.V., LEON, H., ve Wong, C.H. (2001), "Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Trade-off", **IMF Working Paper**, No: 01/166, Ekim 2001.
- CORBO, V., HEBBEL, K.S. ve LANDERRETICHE, O. (2001), "Does Inflation Targeting Make a Difference?", **Central Bank of Chile Working Papers**, No: 106, Eylül 2001.
- CZECH NATIONAL BANK, Erişim: 16.10.2009, <http://www.cnb.cz/en/index.html>
- EUROPEAN CENTRAL BANK, Resmi internet sitesi, Erişim: 16.10.2009, www.ecb.int
- FISHER, I. (1911), **The Purchasing Power of Money**, MacMillan.
- JADRESIC, E. (1999), "Inflation Targeting and Output Stability", **IMF Working Paper**, No: 99/61, Nisan 1999.

- JONAS, J. ve MISHKIN, F.S. (2003), "Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects", **NBER Working Paper Series**, No: 9667, Nisan 2003.
- KEYNES, J.M. (1923), **A Tract on Monetary Reform**, London: MacMillan.
- LANDERRETICHE, O., Morandé, F. ve Schmidt-Hebbel, K. (1999), "Inflation Target and Stabilisation in Chile", **Central Bank of Chile Working Papers**, No: 55.
- MARSHALL, A. (1887), "Remedies for Fluctuation in General Prices", **The Contemporary Review**; FISHER, I. (1912), "A Compensated Dollar", **New York Times**, 18 Ekim 1912, s. 10.
- MASSON, P.R., SAVASTANO, M.A. ve SHARMA, S. (1997), "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", **IMF Working Papers**, No: 97/130, Ekim 1997.
- MCCALLUM, B.T. (2001), "Inflation Targeting and The Liquidity Trap", **NBER Working Paper**, No: 8225.
- MISHKIN, F.S. (2000), **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Addison Wesley: New York, p.p. 521-522.
- MISHKIN, F.S. (2000), "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", **NBER Working Paper Series**, No: 7618, Mart 2000.
- MISHKIN, F.S. ve SAVASTANO, M. A. (1999), "Monetary Policy Strategies for Latin America", **Journal of Development Economics**, No: 7617, Mart 2000.
- PHILLIPS, A.W. (1958), "The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861-1957", **Economica**, Kasım, s.s. 283-299.
- RESERVE BANK OF NEW ZEALAND (2008), **Policy Targets Agreement**, 18 Aralık 2008, Erişim: 12.10.2009, <http://www.rbnz.govt.nz/monpol/pta/>
- SVENSSON, L.E.O., (1997a). "Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banks, and Linear Inflation Contracts", **American Economic Review**, American Economic Association, vol. 87(1), S.S. 98-114, Mart 1997.
- SVENSSON, L.E.O., (1997b). "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets" **European Economic Review**, Elsevier, vol. 41(6), S.S. 1111-1146, Haziran 1997.

-
- SVENSSON, L.E.O. (2009b), "Flexible Inflation Targeting: Lessons from the Financial Crisis", speech on 21 Eylül 2009, www.riksbank.se.
- SVERIGES RISKBANK (2008), **Monetary Policy in Sweden**, Erişim: 15.10.2009, www.riksbank.se
- TAYLOR, J.B. (1983), **Macroeconomic Policy in the World Economy: From Econometric Design to Practical Operations**, W.W. Norton and Company, New York.
- TAYLOR, J.B., (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Aralık 1993, No: 39, s.s. 195-214.
- TAYLOR, J.B., (1999), **Monetary Policy Rules**, Chicago: University of Chicago.
- T.C. BAŞBAKANLIK HAZİNE MÜSTEŞARLIĞI (2001), **Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı: Hedefler, Politikalar ve Uygulamalar**, Mayıs 2001, Ankara.
- TCMB (2006), **Enflasyon Hedeflemesi Rejimi**, TCMB Yayını, Erişim: 20.10.2009, www.tcmb.gov.tr
- TOBIN, J. (1972), "Inflation and Unemployment", **The American Economic Review**, Vol. 62, ss: 1-18.
- WHITE, H. L. (2007), "What Type Of Inflation Target?", **Cato Journal**, 27 (2), s.s. 283 - 288.
- WICKSELL, K. (1898), **Interest and Prices**, MacMillan.