

**PARA POLİTİKASI STRATEJİLERİ
VE
ENFLASYON HEDEFLEMESİ**

Prof. Dr. Gülsün Gürkan Yay

**Yıldız Teknik Üniversitesi
İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi
İktisat Bölümü (gyay@yildiz.edu.tr)**

(27 Mart 2004'de İFMC Dama Taşları'nda sunulmuş, **İktisat Dergisi**, 2006 Şubat-Mart, Sayı 470-471, 3-17'de yayımlanmıştır.)

1. Teorik Gelişmeler

İktisatçıların üzerinde anlaştıkları çok az konu olmasına rağmen, son yıllarda (özellikle 1980'lerin ortası ve 1990'ların başlarında) fiyat istikrarının/düşük enflasyonun, para politikasının temel amacı olması gerektiği konusunda yaygın ve gittikçe artan bir uzlaşma ortaya çıkmıştır. Hem akademisyen iktisatçıların, hem de uygulamacı iktisatçıların bu ortak uzlaşma noktasına varması uzun bir zaman sürecini almış; bu temel amaç çerçevesinde Para politikasının nasıl en iyi şekilde yönetilip/işletileceği sorunu, aşama aşama gelişen geniş bir para politikası teorisi literatürü oluştururken, para otoritelerinin (merkez bankacılarının) de yaparak/yaşayarak öğrenme sürecini beslemiştir.

Bu süreçte **öncelikle**, enflasyonist eğilimleri yaratan etkenler üzerinde durulmuştur. Friedman ve Phelps'in geliştirdiği Beklentilerle-Geliştirilmiş Phillips Eğrisi Analizinden başlayan, Yeni Klasik İktisadın analizleriyle gelişen enflasyonun nedenlerini açıklayan Pozitif Enflasyon teorisinden ve enflasyonun maliyetlerini vurgulayan normatif iktisat teorisinden beslenen bu analitik çerçevede, hükümetleri enflasyon yaratmaya iten etkenlerin iktisadi analizi yapılmıştır. Hükümetler(veya para otoriteleri) sürpriz bir enflasyon yaratarak ve toplumu aldatarak, kısa dönemde üretim ve istihdamı arttırmakta ve enflasyonist finansmandan gelirler elde etmektedirler. Bu amaç fonksiyonu çerçevesinde hükümetler iktisadi ve siyasi yarar sağladıkları gibi, bazı toplum kesimleri de bu enflasyonist eğilimlerden yararlanmakta ve bu yapının/sürecin sürmesini istemektedir. Bu analitik çerçeve Barro-Gordon (1983) Modeli ve Kydland-Prescott (1977) Politikaların Zaman Tutarsızlığı Modeliyle daha da netleşmiştir. Bu model, eğer t zamanında t+i dönemi için planlanmış bir politika, t+i dönemine ulaşıldığında hala optimal kalıyorsa, bu politikanın tutarlı olduğunu ifade etmektedir. t döneminde politikalar planlanırken bilinmeyen/beklenmeyen olguların gerçekleşmesi ve yeni bilgilerin devreye girmesi halinde, orijinal planlar hala optimal kalabiliyorsa, zaman tutarlılığı sürüyor demektir. Eğer t+i döneminde, orijinal olarak planlanmış politikalar optimal değilse, zaman tutarsızlığı sorunu doğacaktır. Hükümetleri enflasyonist eğilimlere yönlendiren temel etken politikaların **zaman tutarsızlığı** sorunu olmakla birlikte, başka etkenler de vardır. Politik seçim süreci içinde, politikacılar ve seçmenler arasındaki karşılıklı etkileşim nedeniyle iktisat politikalarının optimal politikalarından sapma yönünde kullanılmasıdır. Bir diğer neden ise, politikacıların, seçilmiş liderlerin ve seçmenlerin mevcut iktisadi sorunlara ilişkin sınırlı/eksik bilgi ve anlamaya sahip olması, ayrıca genel olarak iktisadi olgular hakkında bilginin yetersizliğidir. Enflasyonist eğilimleri yaratan önemli bir diğer etken ise arz ve talep şoklarıdır. Hükümetlerin ve halkın kısa dönemde enflasyondan yarar sağlama(yüksek büyüme ve istihdam sağlama) yaklaşımlarının uzun dönemde hiç de istenilen yönde sonuçlar vermediği ve enflasyonist politikaların, uzun vadedeki maliyetlerinin kısa dönemli faydalarını çok aştığı algılandığı için, hükümetlerin hem kendi yetkilerinin bir kısmından bilinçli olarak vazgeçmeleri, hem de "toplumu kendisine karşı koruması" gerekli hale gelmiştir (Mc Callum,1995).

Bu bağlamda, **ikinci olarak**, enflasyonist eğilimlerin bertaraf edilebilmesine ilişkin iktisat politikası önerileri tartışmalarının önem kazandığını görüyoruz. Bu konu, yine oldukça eski ve çok bilinen bir tartışma olan iradi/keyfi (discretionary) politikalara karşı kurallar tartışmasıyla öne çıkmıştır. İradi politika, para otoritelerinin her dönem değişen şartlara göre yeniden optimizasyon araması demektir. İradi politikaları savunanlar, para politikasını yönetenlerin takdir yetkisini kullanabilmelerini ve belli sayıda değişkeni hedeflemek yerine, çok sayıda faktörü değerlendirip en doğru kararı vermeleri konusunda özgür bırakılmaları gerektiğini savunurlar. Ancak geniş takdir yetkisi, bazen tüm toplumu

İlgilendiren genel amaçlar için değil de, keyfi amaçlar için kullanılabilen; para politikası da özellikle demokratik seçim süreçlerinde keyfi ve irrasyonel şekilde yönlendirilebilmektedir. Bunun alternatifi ise, kurallar koyarak para politikasının yönetimini kişilerden/hükümetlerden bağımsızlaştırmak ve her şart altında ve her yönetimin uyması gereken kural ve hedeflere oturtmaktır. Kural, uzun bir dönem için belirlenmiş olan bir formülün dönem boyunca işletilmesidir; ancak bu basit bir formül veya optimal bir kontrol reçetesi anlamına gelmemekte, daha ziyade “bilginin tutarlı ve öngörülebilir bir biçimde kullanıldığı, tesadüfi değil sistematik bir karar alma süreci” ni ifade etmektedir (Poole, 1999; Mc Callum, 2000). M.Friedman’ın para stokunun sabit bir oranda artırılmasını öneren x % kuralından beri, kurallarla iradi politikalar arasında süregelen bu geleneksel dikotomi, geçen otuz yıllık süre içinde evrime/değişime uğramış; iki uç yaklaşım yerine melez/karma kural-benzeri uygulamalar geliştirilmiştir. Bu iki seçenek yerine optimal ara çözüm yolları olabileceğini ilk vurgulayan ve daha sonraki gelişmelere temel teşkil eden teorik katkı yine Barro-Gordon(1983) modelidir. Çok katı kuralların ekonominin yapısındaki ani değişiklikler ve öngörülemeyen şoklar durumunda sürdürülebilirliğinin zor olduğu kabulüne rağmen, halka açıklıkla beyan edilen bir ön taahhüt sisteminin gerekliliği, ”esnek kuralların” oluşmasını sağlamıştır. Kurallar/hedefler konulup belli taahhütlerde bulununca, bunun uygulanmasının sağlanması, **güvenilirlik ve itibar** konusunu gündeme getirmekte; kuralın uygulanmaması veya kuraldan sapılması da hesap vermeyi gerektirmektedir. Bu yaklaşım, keyfilikten uzaklaşmak için iktisat(para) politikalarının bir yasal/kurumsal çerçeveye oturtulması yönündeki arayış ve araştırmaları genişletmiştir. Bunlar Anayasal bir iktisat arayışından, Bağımsız bir Merkez Bankasının yapılmasına ve Asil-Vekil (Principle-Agent) ilişkisinin yeniden düzenlenmesine dayalı kurumsal değişikliklerdir. Bu kurumsal çözümlerin ortak noktası, iktisat(para) politikasının yönetimini siyasal süreçten kısmen bağımsızlaştırmaktır. Bu da, mümkün olduğu kadar Asilin(halkın ve onun temsilcisi olan hükümetin) vekil(Merkez Bankası) üzerindeki etkisini azaltıcı ve Vekilin uzmanlığını öne çıkaran önlemlerdir. Bunlar, amaç/araç bağımsız bir merkez bankasının oluşturulması, Enflasyonu halktan daha çok önemseyen/sorun kabul eden (daha “conservative”) bir Merkez bankası başkanının atanması (Rogoff, 1985), MB yönetim Kurulunun görev sürelerinin hükümetin görev süresinden uzun olması, Kurul üyelerinin atanma/yeniden atanma süreçlerinin hükümetten bağımsız olması ve Kurulu oluşturan üyelerin farklı kesim ve eğitim ortamlarından gelmelerinin sağlanması gibi çözüm önerileridir (Lochman, 1992; Walsh, 1995). Ancak bu bağımsızlaştırma süreci, Vekilin Asile karşı hesap vermesini de barındırmak zorundadır. İlk olarak Persson-Tabellini(1993) ve Walsh(1995) tarafından geliştirilmiş olan Asil ile Vekil arasında yapılan Optimal Performans **Sözleşmeleri(contracts)**, hükümetin Merkez Bankasının bütçesini ve MB Başkanının gelirini ekonominin durumuna ve performansına bağlı olarak belirlediği Bütçeleme sürecini yansıtır. Gerçekleşen enflasyon hedefleneni aştığı takdirde görevden alma, ücretleri performansına bağlı olarak ayarlama ve cezalandırmanın yanı sıra, MB’nin hedeften sapmaların gerekçelerini açıklayarak toplumu bilgilendirme yükümlülüğü de Sözleşmelerin kapsamına girmektedir. Bir diğer ara çözüm önerisi ise, Merkez Bankasının fleksibilitesini sınırlandırarak, önceden saptanmış bir enflasyon oranına varmayı sağlayan **Hedefleme** kuralları oluşturmaktır. Zaman tutarsızlığı problemlerini ve bilgi eksikliği sorununu çözmeye dönük bu analitik öneriler, politika otoritelerinin karşılaştıkları olumsuz müşevvikleri ortadan kaldırma yolunda ciddi bir düşünce çabası oluşturmuştur. Ancak bu önerilerin hiçbiri sorunsuz değildir, her birinin eksiklikleri, fayda ve maliyetleri vardır. Özellikle belirsizlik durumlarında, arz ve talep şoklarına cevap vermede sınırları vardır. Duruma uygun (state contingent) Kurallar/sözleşmeler oluşturmak ve hedefler saptamak son derece zordur ve işleyiş sorunları yaratabilmektedir. Yine de Hedeflemeler, sözleşmeler ve Bağımsız Merkez

bankası oluşturma gibi çözümlerden oluşan çeşitli kombinasyonların birlikte yürütülmesinin daha verimli sonuçlar üreteceği ve kayıpları daha azaltacağı yolunda bir konsensüs oluşmuştur (Bkz.Svensson, 1997; Muscatelli, 1999; Herrendorf, 1998; Walsh, 1999; Beestman-Jensen, 1998).

Reel hayatta son otuz yıldır bu teorik tartışmalardan doğan pek çok önerinin bir deneme-yanılma sürecinde aşama aşama hayata geçirildiğini görüyoruz.1970'lerin sonunda pek çok ülke parasal büyüklükleri (dar ya da geniş para arzını) hedeflemiştir. 1980'lerin ortalarından itibaren gelişmiş veya gelişmekte olan pek çok ülke sabit veya yarı-sabit döviz kuru hedeflemelerine yönelmiştir. Hepsinin zaman içinde başarı ve başarısızlıkları ortaya çıkmıştır. Son on yıldır ise gittikçe artan sayıda ülkenin enflasyon oranının açık veya örtülü şekilde doğrudan hedeflendiği yeni bir para politikasını denediğini biliyoruz. Enflasyon hedefleme halen eldeki mevcut en iyi çözüm gibi görünmekle beraber, onun da bazı sınırları olduğu ve her ekonomik konjonktüre uygun olup olmadığının da henüz sınırlanmadığı bilinmektedir. Ayrıca bunlardan başka, henüz fiilen hiç uygulanmamakla birlikte teorik olarak ciddi biçimde tartışılan nominal GSYİH'nın hedeflenmesi önerisi vardır. Son iki Hedeflemeyle ilgili gündeme sıkça gelen bir diğer teorik tartışma da, bunların seviyelerinin mi, yoksa büyüme oranlarının mı hedeflenmesi gerektiğidir. Uygulamada enflasyon oranının hedeflenmesi tercih edilmektedir. Ancak ilgili literatürde seviyelerin hedeflenmesinin istikrarı artıracağını öne süren görüşler vardır (Bkz. Svensson, 1996; Mankiw ve Hall,1994). Genellikle artış oranlarını hedeflemenin zayıf tarafı, onun geçmiş hedefi dışlamasından dolayı tesadüfi kısım içermesidir. Seviye tipi bir hedeflemenin dezavantajı ise, hedef değişkeni önceden belirlenmiş bir gelişmeye doğru zorlaması, bazen sınırlayıcı bazen de teşvik edici olarak talep koşullarında döngüsel dalgalanmalara yol açmasıdır.

Küreselleşen ve sermaye hareketlerinin gittikçe serbestleşip hız kazandığı günümüz dünyasında, hem iç dengeyi hem dış dengeyi kurmaya çalışan, hem de fiyat istikrarını temel hedef kabul eden bir para politikasının, yukarda sözünü ettiğimiz hedeflemelerden birisini benimsemesi(yani nominal bir çapaya başvurusu) kaçınılmaz olmuştur. Bu durum, çok iyi bilinen **İmkansız Üçlü(impossible trilemma)**nün bir sonucudur. Bu bağlamda ikili bazı kombinasyonların hayata geçirildiğini görüyoruz.

Burada öncelikle bu alternatif politikaları, ikinci olarak da enflasyon hedeflemeyi tartışacağız.

2.Alternatif Para Politikası Stratejileri

2.1.Parasal Büyüklüklerin Hedeflenmesi

1970'lerin başında Bretton Woods Sisteminin çökmesinden sonra, pek çok gelişmiş Kapitalist ülkede (Almanya, İsviçre, Kanada, Japonya ve ABD) yaşanan enflasyonlar sonrasında çeşitli (dar veya geniş) parasal büyüklükler, nominal çapa olarak kullanılmıştır. Parasal büyüklüklerle ilgili ilk olarak M.Friedman tarafından önerilen “para stokunun sabit bir oranda artırılması” (x %) kuralından başka, Bennet Mc Callum ve Meltzer tarafından önerilen, para stoku veya parasal tabandaki değişim oranına göre ayarlanan miktar kuralları vardır(Poole, 1999:9 ; Mc Callum, 2000/a).

Mc Callum Kuralı şu şekilde formüle edilmektedir:

$$\Delta b_t = \Delta x^* - \Delta v_t^* + 0.5(\Delta x^* - \Delta x_{t-1})$$

Δb_t : parasal tabandaki logaritmik değişme [t – (t-1) dönemleri arasında artış oranı]

Δx_t : nominal GSYİH'daki logaritmik değişme

$\Delta x^* = \pi^* + \Delta y^*$ Hedef GSYİH büyüme oranı

Δy^* : uzun dönemli ortalama reel GSYİH büyüme oranı

π^* : hedef enflasyon oranı

Δv_t^* : ortalama dolaşım hızı artışı

Parasal hedefleme stratejisi üç önemli unsur içermektedir: Para politikasının yönetiminde parasal büyüklüklerin aktardığı bilginin esas alınması; Parasal büyüklüğe ilişkin hedeflerin önceden beyan/ilan edilmesi; Parasal hedeflerden büyük ölçüde ve sistematik sapmaları engellemek için hesap verme mekanizmalarının işletilmesi.(Mishkin, 2000/b)

Parasal Hedefleme uygulamasının bazı avantajlı yönleri vardır: Bunların başında, Merkez bankasının ülke içi koşulları dikkate alarak bağımsız bir para politikasını uygulayabilme gücüne sahip olması gelir. İkincisi, parasal büyüklük verilerine kısa zamanda ulaşılabilmesi ve kolay takip edilebilmesi, hedeflere ulaşıp ulaşılmadığının saptanmasını kolaylaştırmakta; kısacası para politikasının sonuçları hakkında para otoritelerine hızlı sinyal sağlayarak enflasyonu kontrolde yardımcı olmaktadır. Ayrıca, şeffaflık ve hesap vermenin sağlanması ile zaman tutarsızlığı sorununu azaltması avantajları da vardır.

Ancak bu avantajların ortaya çıkabilmesi, amaç değişkenlerle(enflasyon veya nominal gelir) hedeflenen parasal büyüklükler(aracı değişkenler) arasındaki ilişkinin güçlü ve istikrarlı olmasına bağlıdır. Ancak, 1980'lerden sonra hızla gelişen finansal kurumlar sayesinde ortaya çıkan yeni finansal araçlar, para ikamelerinin artmasına yol açarak, para talebinin(ve dolaşım hızının)eskiye oranla istikrarsızlığını arttırdığı için, parasal büyüklüklerle enflasyon arasındaki kısa dönem korelasyonunun zayıflamasına yol açmıştır. Bu güvenilir zayıf ilişki durumunda parasal büyüklüklerin piyasaya sinyal verme özelliği ve Merkez bankasının şeffaflık ve hesap verme özelliği de zaafa uğramaktadır. 1980'lerin ortalarına kadar Parasal hedefleme uygulayan ülkelerin çoğunda, hedefleme enflasyonu düşürmede başarı sağlasa da, kısa dönemde ciddi resesyona (üretim ve istihdam düşüşlerine) yol açarak uygulamayı maliyetli (fedakarlık oranlarını yüksek) hale getirmiştir. Uygulayan çoğu ülkelerde Parasal hedeflemeyi başarısız (veya yarı başarılı) kılan yukarıda belirttiğimiz iki önemli etkenin dışında, bu ülkelerin değişen dönemlerde çok sayıda değişkeni (önce M1,sonra M2 veM3) hedeflemeleri, hedefleri düzenli olarak beyan etmemeleri, sıkça ortaya çıkan hedeften sapmaların gerekçelerinin açıklanmaması, kısacası aslında ciddi bir hedefleme yapmamaları da başarısızlıkta rol oynamıştır. Parasal büyüklükleri hedeflemede istisnai bir başarı elde eden Almanya'nın 1974'ten beri süren uygulaması kendine özgü bir uygulama olmuş ve bugün de Avrupa Merkez Bankasının resmi para politikasında parasal büyüklüklerin hedeflenmesine örnek teşkil etmiştir. Öncelikle, hem parasal büyüklükler, hem enflasyon hedeflenmiştir. Parasal büyüklüğün seçiminde, değişkenin kontrol edilebilirliği ve nominal GSYİH ile istikrarlı ilişkisi dikkate alınarak geniş para tanımları (MB Parası ve M3) kullanılmıştır. Parasal büyüme hedeflerinin saptanmasında, potansiyel üretimi dikkate alan, beklenen dolaşım hızı trendleri ile sayısal enflasyon hedefini saptayan Miktar Teorisi eşitliği kullanılmıştır. Almanya'daki

parasal hedeflemenin Friedman tipi bir hedeflemeden ziyade, Taylor-tipi bir kurallama olduğu söylenebilir (Clarida ve Gertler, 1993:401). İkinci olarak, parasal hedefleme rijit bir kuraldan çok esnek bir uygulama olmuş; Bundesbank üretim ve döviz kurunu içeren diğer amaçlarla da ilgilendiği için, enflasyonun zaman içinde değişkenliğine izin vermiş ve uzun dönemli enflasyon amacına yavaşça ayarlanmayı benimsemiştir. Üçüncüsü, Merkez Bankasının açık, anlaşılır, basit ve şeffaf bir politikayı sürdürmedeki ısrarı, aktif ve düzenli bir bilgi iletişimini benimsemesi ve hedeften sapmalara ilişkin önlemleri gecikmeden alması, kısacası ciddi bir parasal hedefleme yapmasıdır.

2.2.Döviz Kuru Hedeflemesi

Eski bir para politikası stratejisi olan döviz kuru hedefleme, geçmişte(Altın Standardı uygulamasında) ülke paralarının değerinin altına sabitlenmesi biçiminde, daha sonraları da ülke paralarının düşük enflasyonlu bir ülkenin sağlam parasına göre sabitlenmesi biçiminde işlemiştir. Günümüzde ise, son on yıl içinde pek çok gelişmekte olan ülkenin başvurduğu döviz kuru hedeflemesi uygulamasının katı ve esnek(sabit ve yarı-sabit kur) uygulama biçimleri vardır. Para Kurulu ve tam dolarizasyon katı uygulamaya örnektir. Yarı sabit kur hedeflemesi ise, ülke parasının bir para sepetine bağlanması veya simetrik/asimetrik bir bant etrafında dalgalanması gibi sürüklenen çapa (crawling peg) uygulamasıdır. Döviz kurunun hedeflenmesi, ülkenin yeterli döviz rezervi olması ön koşulu altında işleyebilen, gelişmelerin günlük olarak izlenmesine olanak veren, fiyatlar düzeyi ile döviz kuru arasında yakın korelasyonun olduğu açık ekonomilerde kolay anlaşılabilir bir değişken olduğu için sağlam bir taahhüt sağlayan ve basitlik/açıklık avantajı olan bir hedeflemedir. Bu uygulama kolaylıklarının yanı sıra başka avantajları da olduğu için, bazı risklerinin bilinmesine rağmen pek çok gelişmiş (Avrupa Birliği ülkeleri gibi) ve gelişmekte olan ülke 1980'lerde bu hedeflemeye başvurdu. Avantajlarına baktığımızda, öncelikle otomatik bir kural olması nedeniyle, zaman tutarsızlığı sorununu çözmeye yardımcı olduğunu söyleyebiliriz. Bu otomatiklik aynı zamanda para politikasının yürütülmesini de kolaylaştırdığı için, özellikle teknik donanımı zayıf ve güvenilirlik sorunu olan merkez bankalarına sahip Gelişmekte Olan Ülkeler açısından avantaj sağlamaktadır. İkincisi, Kurun çapa olması ile, kur riskinin azaltılması **Faiz oranı paritesi** yoluyla, ülke içi nominal faiz oranlarının düşürülmesinin sağlanması, iç borç yükü fazla olan ülkelerde enflasyon beklentisinin kırılmasına yol açmaktadır. Öte yandan, kurun sabitlenmesi(ya da devalüasyon oranındaki düşme) **satın alma gücü paritesine** göre, dış ticarete konu olan malların fiyatlarında da düşme yaratarak enflasyon beklentilerini kırmaktadır. Faiz oranlarının ve dış ticarete konu olan mal fiyatlarının düşüşünün yarattığı bu ilk etkilerle, bir yandan enflasyon kısmen düşerken, bir yandan da ekonomide harcama artışı nedeniyle genişleme (boom) dönemine girilmektedir. Bu durum, kura dayalı bir hedeflemenin kısa dönemde üretim maliyetinin düşük olması demektir; daralma (resesyon) daha sonra gelse de, kısa dönemdeki bu büyüme hükümetlere dezenflasyon politikalarını sürdürme yönünde zaman kazandırmaktadır. Oysa parasal büyüklükler hedeflendiğinde önce resesyon yaşanmakta; genişleme sonra gelmektedir (Recession-now versus recession-later hipotezi) (Hoffmaister-Vegh, 1996).

Yukarda belirttiğimiz avantajların bazıları kendi içinde riskleri de taşımaktadır. Bir kere, dış ticarete konu olmayan mallar ve hizmetler sektöründeki enflasyon beklemeleşlerinin yavaş (adaptif) ayarlanması (enflasyon ataleti), enflasyonun istenen hızda düşmesini engellediği için, devalüasyon oranının üstünde gerçekleşen enflasyon oranı ülke içi paranın aşırı değerlendirilmesine yol açmaktadır. Aşırı değerli yerli paranın en önemli etkisi, cari işlemler dengesinde bozulmalar meydana getirmesidir. Ayrıca, paranın gerçek değerini tahmin

güçleştiği gibi, döviz kurunun sinyal verme özelliği de kaybolmaktadır. Bu durum, devalüasyon beklentilerine ve spekülâtif atağa yol açacaktır. İkinci olarak, döviz kuruna dayalı bir hedefleme, tüm iktisadi aktörlerin (bireyler, firmalar, bankalar) dövizle borçlanmasını, yabancı spekülâtorlerin de borç vermesini teşvik etmektedir. Ülkelerin diğer yapısal sorunlarıyla (zayıf bankacılık, yüksek iç borç stoğu, bankaların açık pozisyonları gibi) birleşen yabancı parayla borçlanma durumu, herhangi bir spekülâtif atak (devalüasyon) oluştuğunda, firmaların/bankaların bilançolarının hızla bozulmasına, borç yüklerinin katlanmasına, borç verenlerin de kredilerini daraltmasına yol açtığı için finansal krizlere zemin hazırlamaktadır. Üçüncüsü, sabit döviz kuruyla otomatik pilota bağlanan para politikası ile Merkez bankasının bağımsız bir para politikasını yönlendirme gücünü kaybetmesi, ekonominin yönetimini ülke içi şartlardan uzaklaştırmaktadır. Sabit(ya da yarı-sabit) kur hedeflemesinde, parasal tabanın yaratılması tamamen (veya kısmen) Net Dış Varlık girişine bağlandığından, yabancı sermaye girişi arttığında parasal taban artarken faiz oranları bazen ölçsüz oranda düşmekte; tersine yabancı sermaye çıktığında da, parasal taban hızla daralıp faiz oranları da aşırı şekilde artmaktadır. Merkez Bankasının müdahale gücünün yokluğu veya sınırlılığı finansal krizlerin doğması ve derinleşmesine katkıda bulunmaktadır. Genellikle sorunlarla ve krizlerle sona eren döviz kuru hedeflemeleri tecrübelerinden alınan dersler, bu politikanın mutlaka tutarlı para ve maliye politikalarıyla desteklenmesini, ileriye dönük/beklenen enflasyona ayarlı bir gelirler politikasının işletilmesini, uygulama süreci içinde yapısal sorunları aşmanın gerekliliğini ve politikalara tam güvenin ve siyasi istikrarın zorunluluğunu ortaya koymuştur.

2.3. Nominal GSYİH'nın Hedeflenmesi

Son yıllarda enflasyon hedeflemenin yaygın bir uygulama alanı bulmasına karşın, bazı iktisatçılar, özellikle dezenflasyonun yarattığı maliyetlerden dolayı, merkez bankasının nominal GSYİH seviyesini veya artış oranını hedeflenmesi gerektiğini vurgulamaktadırlar. Bu görüşün altında yatan gerekçeler şunlardır: Öncelikle, enflasyon Hedeflemenin, nominal GSYİH'yı reel büyüme ve enflasyon oranlarına ayırması ve her ikisini de belirleyen reel ve nominal değişkenler arasındaki karmaşık karşılıklı ilişkileri anlaması gerekmekte olduğundan, GSYİH'yı hedeflemenin çok daha kolay olduğu vurgulanmaktadır. İkinci olarak, üretimin parasal faaliyetlere fiyatlardan daha erken ve hızlı olarak tepki verdiği ve bu nedenle GSYİH hedeflemenin, kısa dönemde üretimi istikrarlı kılmada enflasyon hedeflemeye göre daha başarılı olacağı iddiasıdır.

Aslında nominal GSYİH hedeflemenin enflasyon hedeflemeye benzer bir strateji olmasına ve makul bir alternatif olabilecek avantajlara sahip olmasına rağmen, enflasyon hedeflemenin tercih edilmesinde önemli bazı etkenler rol oynamaktadır. Bunlardan ilki, Nominal GSYİH hedeflenmesinde Merkez Bankası veya hükümetin potansiyel(uzun-dönemli) GSYİH artış hedefini sayısal olarak açıklaması gerekliliğidir. Potansiyel GSYİH tahmininin kesinlikten uzak olması ve zaman içinde değişmesinden dolayı böyle bir açıklama, özellikle politik olarak problemlidir. Düşük saptanmış bir hedef tepkilere yol açarken, yüksek bir tahmini ise, halkın kolaylıkla benimsemesi açısından klasik zaman tutarsızlığı sorunu yaratmaktadır. Enflasyon hedeflemeyi daha tercih edilir kılan ikinci bir neden de, enflasyon kavramının GSYİH kavramına göre halk tarafından daha kolay anlaşılır olmasıdır. Nominal gelir ile reel gelir kavramları kolayca karıştırılmaktadır. Sonuç olarak, enflasyon hedefleme, iletişimin sağlanmasında ve hesap verilebilirlikte daha avantajlı bir sonuç yaratmaktadır. Üçüncü bir neden ise, enflasyon istatistiklerinin nominal gelir istatistiklerine göre, çok daha sık ve çabuk elde edilip ilan edilebilmesidir. Ayrıca, enflasyon hedefleme, gelirin hedeflenmesine göre, kısa dönemde

sağladığı istisna ve kaçış yollarıyla çok daha esnek bir uygulama sağlamaktadır. Bütün bu eksiklikleri ve üretim ve istihdamda istikrarsızlık yaratması nedeniyle gelir hedeflemenin etkisiz ve verimsiz olduğunu öne süren çok sayıda iktisatçı vardır (Bkz.Ball, 2000; Svensson, 1997).

2.4. Fiyat Seviyesinin Hedeflenmesi

1990'ların başından beri OECD ülkelerinin çoğunun (Yeni Zelanda, Kanada, İsrail, Avustralya, Finlandiya, İspanya ve İsveç) enflasyon hedeflemeyi uygulaması ve bunu bir dizi gelişmekte olan ülkenin izlemesi ve bu uygulamaların genellikle başarılı sonuçlar vermesi dikkatleri enflasyon hedeflemeye çekmiştir. Uygulamada enflasyon oranının hedeflenmesine karşın, Fiyatlar Seviyesinin de hedeflenebileceğini ve daha verimli sonuçlar alınacağını öne süren iktisatçılar vardır. Bu tartışma da, gelirin hedeflenmesinde olduğu gibi akademik düzeyde sürmektedir. Yalnız Fiyat seviyesi hedeflenmesinin 1931–37 yılları arasında İsveç'te uygulandığı bilinmektedir.

Fiyat seviyesinin hedeflenmesinde, saptanan hedef seviyesinin mutlaka tutturulması gereği ve hedeften sapmalara izin verilmeyeceği taahhüdü önceliklidir. Bu uzun dönemde fiyat belirsizliğini azaltıcı ve nominal sözleşmeleri teşvik edici bir özelliktir. Enflasyon hedeflemeden temel farklılığı, geçmiş hedefleme hatalarına gösterilen tepkilerde yatmaktadır. Fiyat seviyesi hedeflenmesinde, belirlenen seviyeden sapmalar halinde, hedeflenen seviyeye ulaşmak için sistematik tepki verilmektedir. Belirlenen seviyenin altında veya üstünde bir gerçekleşmeyi dengelemek için, Merkez bankasının enflasyonist veya deflasyonist bir politikayı devreye sokması gerekmektedir. Bu da, istikrarlı bir fiyat seviyesi tutturabilmek için kısa dönemde enflasyon oranında ve üretimde değişkenliğin yaratılması anlamına gelmektedir. Ayrıca taahhüt edilen fiyat seviyesinin gerçekleştirilebilmesi sıklıkla enflasyon oranının sıfır veya negatif olmasını gerektirmektedir. Ancak sıfır enflasyon oranı ve bununla ilişkili olarak sıfır veya çok düşük faiz oranları, daha sonra ayrıntıyla açıklayacağımız gibi, para politikasının etkin çalıştırılmasını engelleyen sorunlara neden olmaktadır. Enflasyon hedeflenmesinde ise, hedef orandan sapma durumunda bunu dengeleyici herhangi bir çabaya girişilmez; sapmalara neden olan faktörleri bertaraf etmeye yönelik önlemler alınmakla beraber, aynı oranın hedeflenmesine devam edilir. Geçmiş hedefin dışlanması nedeniyle bu uygulama tesadüfi kısım içermektedir. Bu durum da kısa dönemde fiyat seviyesi belirsizliğine neden olabilmektedir. Aslında bu akademik tartışmalara rağmen, pratikte yeterince uzun bir zaman aralığı verilse, her ikisinin de fiyat istikrarıyla ilgili sonuçlarının arasında pek fark olmayacağı söylenmektedir. Ancak fiyat seviyesi hedeflemenin deflasyonlara neden olmaya yatkınlığı onu daha riskli kılmış; uygulamada tercihi enflasyon hedeflemeye kaydırmıştır.

3.Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemenin bir kural mı yoksa iradi politikalara mı yakın olduğu çok tartışılmıştır. Para politikasının "sınırlı bir iradi politika çerçevesinde yönetilmesi" (Bernanke ve Mishkin, 1997:106) olarak yapılan tanımı yaygın kabul görmektedir. Enflasyon hedefleme açık bir hedef belirlediği için kurallara dayanmaktadır; hem de öngörülemeyen içsel ve dışsal şoklara tepki verebilecek bazı esnekliklere imkân verdiği için Merkez Bankasının iradi kararlarına da yol açmaktadır. Bize göre, esnek bir "kural-benzeri" tanımı daha uygundur. Kurallara yakın yanı daha ağırlıklıdır: Bir ön-taahhütte bulunması, bu taahhüdü belli bir orta/uzun dönem için saptaması (forward looking),

taahhütten sapılmaması konusunda Merkez Bankasına bazı yaptırımlar yüklenebilmesi (açıklık, şeffaflık, hesap verme), kural yanını ağırlıklı hale getirmektedir. Ancak hedeflenen enflasyonun bir marjda (bir bant olarak) hedeflenmesi, saptanan hedef enflasyon göstergesinde arz ve talep şoklarının yaratacağı unsurların dışlanması, kurula esneklik getirmektedir. Yine de bu esneklikler keyfi ve iradi politikalara hiçbir şekilde yol açmamaktadır. Sadece önceden saptanan bir hareket alanı sağlamaktadır. Aksi takdirde "zaman tutarsızlığı" problemine geri dönülür ki, bu enflasyon hedeflemenin varlığına ters olan bir yaklaşımdır. Basit bir kuraldan temel farkı ise, ekonominin transmisyon sürecine dayalı teknik bir tahminini üretmesinde, tahminlerle hedef arasında sapmaları önleyecek politika seçenekleri geliştirebilmesindedir.

Enflasyon hedefleme uygulayan bütün ülkeler (İsrail hariç) esnek kur sistemini kullanmıştır. Hepsinde de Merkez Bankasının bağımsızlığı vardır. Hepsi kısa dönem faiz oranlarını politika aracı olarak kullanmıştır. Hepsi ileriye yönelik beklentiler üzerine oturtulan (forward looking) bir politika uygulamışlardır. Enflasyon hedeflemeyi makro ekonomik politikanın genel çatısının güvenilirliğini kurmakta alet olarak kullanmışlardır. Merkez Bankasının; halka ve hükümete hesap vermesi, bilgi vermesi (communication) bu süreçle hızla gelişmiştir.

Enflasyon hedefleme pek çok ülkede açık bir politika olarak uygulandığı gibi ABD gibi bazı ülkelerde de örtülü (implicit) olarak uygulanmaktadır. Örtülü uygulama da, gizli bir nominal çapa seçerek bir gelecek enflasyonu izlemeye dönük (forward looking), enflasyon beklentilerini ve eğilimlerini dikkatle izleyen ve enflasyon hedefine varmak için para politikası araçlarını(özellikle kısa vadeli faiz oranlarını) etkinlikle kullanan ve enflasyonist bir baskı ortaya çıkmadan harekete geçen(just do it); ancak resmi olarak bir nominal çapa hedefi açıklamadığı için daha az şeffaf bir politika stratejisidir. Bu açıklık eksikliği, gelecekte ne yapılacağına dair belirsizlik yaratabilmekte, finansal piyasalarda ve üretimde de dalgalanmalara yol açabilmektedir. Açıklık/şeffaflık eksikliği demokratik prensiplerle uyumsuzluk da yaratmaktadır. Bu stratejide bir diğer sorun da, merkez bankasının herhangi bir yasal/resmi bir kararla bağlı olmadığı ve önceden belirlenmiş/ilan edilmiş bir performans kriteri olmadığı için, politikanın başarısı Merkez bankası yönetiminin (ve kişilerin) yeteneklerine, tercihlerine ve güvenilirliklerine bağlı kalmaktadır. Bu da herhangi bir yönetim(veya başkan) değişikliğinde, önceliklerin değişmeyeceğini garanti etmediği için zaman tutarsızlığı problemine yol açabilmektedir. Ancak bağımsız bir para politikası olduğu gibi, arz ve talep şoklarına karşı esnek bir uygulama da sağlamaktadır.

3.1.Enflasyon Hedeflemenin İşleyişi

Enflasyon hedefleme stratejisinin uygulanabilmesi pek çok stratejik/ teknik, kurumsal ve operasyonel önkoşul ve özellikleri gerektirmektedir:

3.1.1.Stratejik ve Teknik Özellikler

Enflasyon Hedefleme, öncelikle para politikasının nihai hedefinin fiyat istikrarı olduğu hususuna dayalı bir stratejidir. Bununla ilişkili olarak para otoritelerinin başka bir nominal değişkeni hedeflememesi gerekir. Bu; diğer hedeflerin önemsiz olduğunu belirtmemekte; ancak diğer hedeflerin fiyat istikrarıyla tutarlı olduğu ölçüde izleneceğini ifade etmektedir. Örneğin enflasyonun doğrudan hedeflenmesiyle sabit döviz kuru rejimi tutarlı değildir. Sabit kur politikası altında para politikası endojendir ve orta dönemli bir enflasyon hedefleme imkansızdır. Döviz kurunun bir bant olarak saptanması da enflasyon

tahminlerini tamamen anlamsızlaştırabilir (İsrail örneği). Kur politikasıyla enflasyon hedeflemenin bir arada uygulanmasında çeşitli sorunların çıkabileceği bilinmektedir. Örneğin Merkez Bankası enflasyon hedefini tutturmak için kısa vadeli faiz oranlarıyla müdahale ettiğinde faiz oranlarının enflasyon hedefine varması zaman alırken, faiz oranlarıyla kurların ilişkisi çok ani/hızlı geliştiği için, adeta kurlara müdahale edildiği izlenimi doğabilmekte, bu da dövize yönelik spekülasyon hareketlerin hızlanmasına yol açabilmektedir (Debelle, 1997).

Tam istihdam (ve büyüme) amacının enflasyon hedefleme ile tutarsız olması gerekmemektedir. Kısa dönemde her ne kadar iki amaç arasında bir ödünleşme (trade-off) varsa da, uzun dönemde enflasyon hedefine varılması, para politikasının istihdam ve istikrarlı büyüme amaçları açısından yapabileceği en önemli katkı olacaktır.

Enflasyon hedeflemenin mali piyasalardaki istikrarı sağlama amacıyla tutarlı olduğu da her zaman söylenemez. Kısa dönemde enflasyon hedefleme için gerekli sıkı para politikası finansal kurumları olumsuz etkileyebilmekte, uzun dönemde ise, krizdeki bir bankacılık sektörünün daralma yönündeki baskıları, enflasyon hedeflemenin alt sınırına inmesine neden olabilmektedir.

Enflasyon hedefleme rejiminde, para ve maliye politikalarının amaçları arasında karşılıklı etkileşim ve tutarlılık olması gerekmektedir. Bilindiği gibi, büyük bir bütçe açığının iç borçla finanse edilmesi, kamu borç stokunun milli gelire oranını arttırmakta, reel faizleri yükseltmekte ve reel faiz oranları ekonominin reel büyüme hızını aşmaya başlamaktadır. Bu şartlar altında, başlangıçta monetizasyon olmasa da, finansmanı iç borçla sağlanan bir bütçe açığı politikası eninde sonunda monetizasyona yol açacağı için enflasyonist bir politika olmaktadır.(Hoş olmayan monetarist aritmetik) Ancak, iç borçla finanse edilen bir bütçe açığı monetizasyona hiç başvurulmasa da enflasyonisttir; çünkü aşırı bir kamu borç stoku yüksek faiz demektir, bu da gelecekte yüksek bir enflasyon beklentisi yaratmaktadır.(Fiscal Theory of Price Level) Sonuçta, enflasyon hedeflemenin temel değişkeni olan kısa vadeli faiz oranlarını, Merkez Bankasının sadece enflasyonu hedefleme doğrultusunda bağımsız bir politika aracı olarak kullanabilmesi, büyük önem taşımaktadır. Bunu gerçekleştirebilmek, para politikasıyla tutarlı sıkı ve bütçe açısız bir maliye politikasıyla mümkündür.

İkinci bir husus, Merkez Bankasının açıkladığı amaçla tutarlı olarak parasal transmisyon mekanizmasını açıkça belirten bir model geliştirmeleridir (Isard ve Laxton, 2000).

Enflasyon hedefleme ile ilgili transmisyon(aktarım) mekanizması modelinde, para miktarı endojen bir değişken olarak düşünülüp, para arzı ile fiyatlar genel seviyesi arasında uzun dönemli bir korelasyon olduğu kabul edilse bile, kısa-orta dönemde parasal büyüklüklerin enflasyonun diğer belirleyicileri üzerindeki gücü çok az veya yok kabul edilmektedir. Bu yüzden transmisyon mekanizması modelinde para arzı artışı üzerinde değil, kısa dönemli nominal faiz oranları üzerine odaklanılmaktadır. Bu modellemede, bir faiz haddi kuralı ve alternatif olarak nominal ve reel faiz hadleri ile ilgili sabit kurallar, anlık enflasyon ve üretim değişimleriyle ağırlıklandırılmış Taylor-tipi kurallar veya beklenen enflasyonun hedeften sapmasına göre ağırlıklandırılmış ileriye dönük kurallar saptanarak, enflasyon beklentilerinin oluşum mekanizması seçilmekte; üretim ve enflasyon tahmin edilmekte; çeşitli reaksiyon fonksiyonlarına göre reel ve nominal faiz oranları tespit edilmekte ve egzogen şokların dinamik simülasyonu yapılmaktadır.

Transmisyon Mekanizmasının işleyişi/etkileşimi ve buradan türetilmiş bir yapısal modelin eşitlikleri genel olarak şöyle özetlenebilir: Otoriteler enflasyon ve işsizlik oranlarını etkilemek amacıyla kısa dönemli faiz oranlarını (r_s) kontrol etmektedir. Şekildeki oklardan da görüldüğü gibi, politika araçlarındaki değişimler birkaç kanaldan politika hedef değişkenlerine aktarılmaktadır. Dışa açık bir ekonomide nominal faiz oranlarındaki değişimler (ülke içi ve yabancı faiz oranları arasındaki farka bağlı olarak) nominal döviz kurlarındaki (s) hareketlerin tetiğini çekmektedir (**faiz oranı paritesi** koşuluyla). Nominal döviz kurları, **dolaylı kanaldan** reel döviz kurları (z) yoluyla iç ve yabancı malların talebini ve görece fiyatlarını belirleyerek (**satın alma gücü paritesi**) toplam talebi etkilemekte; potansiyel üretim açığı ve istihdama aktarılmaktadır. Nominal döviz kurları, ayrıca **doğrudan** da tüketici fiyat indeksine dahil olan ithal edilen nihai malların fiyatlarını etkileyerek enflasyon üzerinde etki yaratmaktadır (imported inflation). Bu doğrudan döviz kuru kanalının etkisi, dolaylı etkiden daha kısa süre içinde gerçekleşmekte ve para politikası döviz kuru hareketlerinin teşvikiyle kısa bir gecikmeyle tüketici fiyat indeksini etkilemektedir. Döviz kurları ilaveten ithal edilen ara girdi fiyatlarını da etkilemektedir (Svensson, 1999:610).

Nominal faiz oranlarındaki değişimler, ayrıca reel faiz oranlarını ($r_s - \pi^e$) hem doğrudan hem de enflasyon beklentileri etkisiyle; reel faiz oranlarındaki değişimler ise sırasıyla toplam talep ve ülke içi üretim açığı üzerine etkileri yoluyla işsizliği etkilemektedir (**Taylor-tipi bir faiz oranı kuralı**)*. Üretim açığı ve istihdamdaki değişimler ise **Phillips Eğrisi** ile özetlenen kanallar yoluyla enflasyon oranını etkilemektedir. İlaveten önemli bir geri-besleme (feedback) mekanizması da zaman içinde enflasyon beklentilerini etkiler (Isard ve Laxton, 2000). Kısaca, üretim açığı ve toplam talep, kendi gecikme değerlerinin, reel faiz oranlarının ve reel döviz kurlarının bir fonksiyonu olarak tanımlanabilir (**IS Eğrisi-tipi bir eşitlik**). Enflasyon ise, üretim açığı ve istihdamdaki değişimler ile nominal döviz kuru tarafından belirlenmektedir (Phillips Eğrisi). Bu işleyişi tablodan gösterirsek transmisyon mekanizması açıklık kazanmış olur.

Üçüncü husus, yukarıda belirttiğimiz transmisyon mekanizmasıyla ilgili değişkenleri ve bilgi göstergelerini kullanan yapısal modellerin ve teknik tahminlere dayalı bir enflasyon tahmin modelinin yapılmasıdır. Teknik açıdan uygulamada sağlam ve güvenilir enflasyon tahmin modelleri geliştirilmiştir. Bunun için çok sayıda değişkeni içeren tarihsel veri kümesinin kullanılması gerekmektedir. Uygulamada en yaygın olarak kullanılan modeller aylık(kısa dönemli) enflasyon tahmin modelleri (Vector Autoregression Models) ve Hareketli Ortalama Autoregresif (ARMA) zaman serileri modelleridir. Bu model

* Taylor Kuralı sabit bir parasal büyüme oranı altında faiz oranlarının hareketlerinin duyarlılığını belirtmektedir. Eğer ekonomi potansiyelinin üstünde büyüyorsa faiz oranlarının mevcut emek ve sermaye kaynakları üzerindeki aşırı baskıyı kontrol edecek kadar yüksek; eğer ekonomi potansiyel altında daralıyorsa faiz oranlarının mevcut kaynakların daha fazla kullanımını cesaretlendirecek kadar düşük olması gerektiğini vurgulamaktadır. Taylor kuralı şu şekilde formüle edilmiştir.

$$R_t = r + \Delta p_t^a + 0.5(\Delta p_t^a - \pi^*) + 0.5y_t$$

R_t : Merkez Bankasının araç veya operasyon hedefi olarak kullandığı kısa dönem nominal faiz oranı.

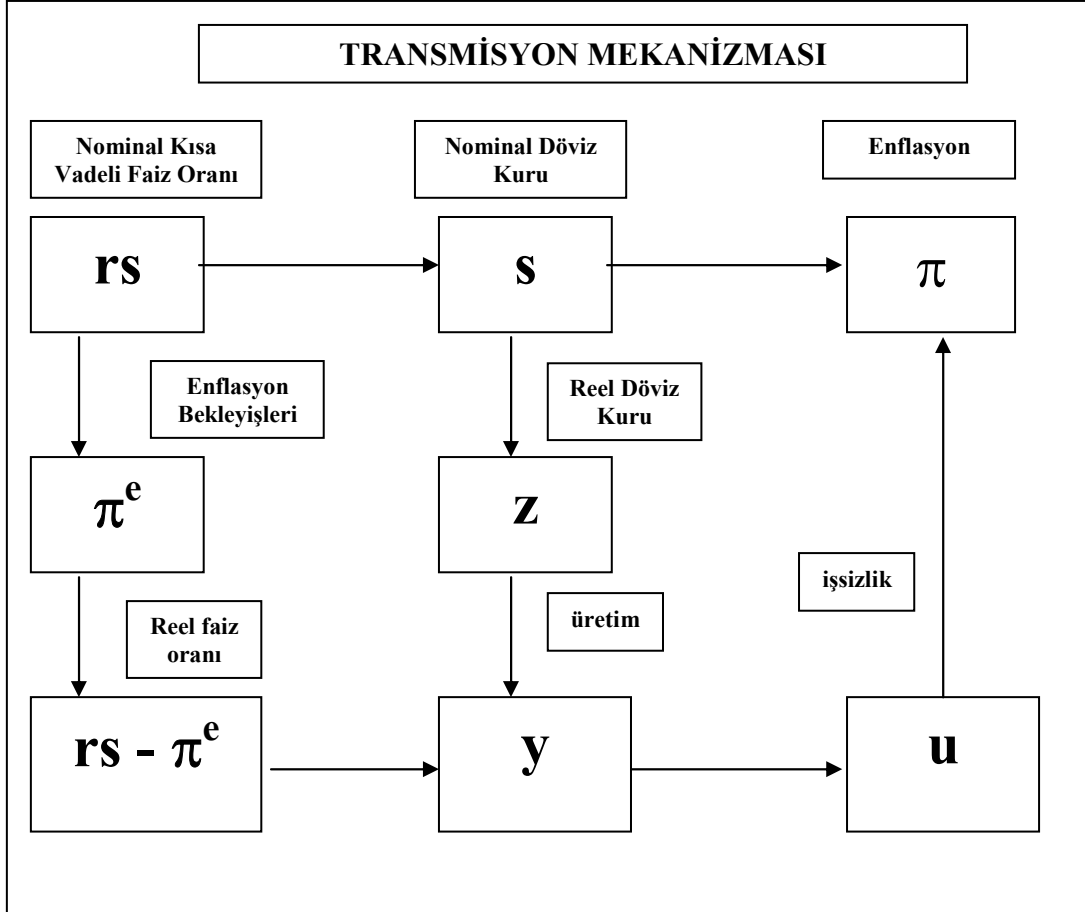
r : uzun dönem ortalama reel faiz oranı

Δp_t^a : Ortalama enflasyon oranı

π^* : hedef enflasyon oranı

y_t : üretim açığı (fiili ve potansiyel üretim değerleri arasındaki fark)

çerçevesini kurmak için, para otoritelerinin enflasyonu tahmin etme ve model kurmada teknik ve kurumsal yeterliğe sahip olmaları gerekir.



Dördüncü husus, Merkez Bankasının açıkladığı amaçla tutarlı davranmalarını ve para politikası kararlarını en iyi mevcut model ve tahminlere dayandırmalarını ve belirsizliği azaltmalarını sağlamak için etkin bir izleme-hesap verme-şeffaflık mekanizmasının çalıştırılmasının gerekliliğidir. Bilindiği gibi enflasyonun maliyeti, onun seviyesi kadar, hatta daha fazla yarattığı belirsizlik ve dalgalanmalar nedeniyle artmaktadır. Belirsiz bir enflasyon, yatırım ve tasarruf kararlarını karıştırmakta; nispi fiyat dalgalanmalarını artırmakta ve finansal ve emek (ücret) sözleşmelerinin riskini artırmaktadır (Bkz. Yay, 2000). Geleceğe dönük belirsizliği ve riski azaltmanın en makul yolu, haber/bilgi vermeyi, şeffaflığı, hesap vermeyi artırmaktan geçmektedir.

Buradaki hesap verme, bilgi verme ve şeffaflık kanalının iki yönlü olması gerekir. Merkez Bankasının hem hükümeti, hem de halkı bilgilendirmesi gerekmektedir. Merkez Bankası tek başına veya hükümetle birlikte sorumluluk almaktadır. Bazen de Merkez Bankası, yapılan yazılı sözleşmelerle görev ve sorumluluk alanları belirlemektedir. Merkez Bankaları para politikasının amacı ve sınırlarını; hedefin sayısal değerini ve bunun nasıl

belirlendiğini, varolan ekonomik koşullardan enflasyon hedefine nasıl varılacağını ve hedeflerden sapmaların nedenlerini kamuoyuna ve hükümete açıklamak(bilgi vermek) ve bunu çoğu zaman düzenli periyotlarda (üçer ayda ya da altı ayda bir) yapmak durumundadır.

Artan şeffaflık ve bilgi verme, artan hesap vermeyle el ele gitmektedir. Uygulamada, örneğin İngiltere sık aralıklarla Enflasyon Raporları yayımlayarak, Yeni Zelanda Merkez Bankası başkanı para politikası yönetimi hakkında halka yaptığı konuşmalarla, diğer ülkeler de benzer uygulamalarla şeffaflığı artırmışlardır. Bilgi verme/iletişimi artıran bazı yöntemler vardır: Ulusal parlamentolara sunulan şهادetname, para politikası üzerine karar veren komitenin toplantılarındaki zabıtların açıklanması; Merkez Bankasının enflasyon, üretim gibi değişkenlere ilişkin tahminlerini açıklaması, para politikasının yönetimini açıklayan Merkez Bankasının resmi yayınlarında veya başka yerlerde yayımlanan çok sayıda makaleler. Şeffaflık ve hesap verebilme özelliği, kredibilitiyi doğrudan doğruya artırabilmektedir. Kredibilite ise kendi başına bir politika aracı gibi çalışmaktadır.

Son bir husus ise, ileriye-dönük bir yaklaşımın benimsenmesidir. Belirsizliğin istikrarı bozucu önemli bir unsur olması nedeniyle, Merkez Bankası belirsizlikleri azaltmak amacıyla enflasyon hedeflerini ve politikalarını ileriye dönük olarak ve belli bir zaman boyutu içinde hedeflemektedirler. Faiz oranları ile enflasyon arasındaki ilişkinin transmisyon mekanizmasının belli bir gecikme içinde gerçekleşmesi göz önüne alınarak bu zaman süreci saptanarak hedef belirlenmektedir.

3.1.2.Kurumsal Gereklilikler

Merkez Bankasının Bağımsızlığı: Enflasyon hedeflemenin benimsenmesi, Merkez Bankası ile bağlantılı yasal ve idari düzenlemelerde değişiklikler gerektirmiştir. Merkez Bankasının görece etkisi artarak bağımsızlaşması yaygınlaşmıştır. Ancak tamamen yasal bağımsızlık olmayabilir. Merkez Bankası bağımsızlığı, **araç (enstrüman) bağımsızlığı** ya da **amaç bağımsızlığı** şeklinde olabilir. Amaç bağımsızlığı halinde tüm amaç ve hedeflerin Merkez Bankası tarafından saptanması; politik otoritenin rolünün olmaması söz konusudur. Ancak daha yaygın olan, kamu otoritesi tarafından saptanan ekonomik amaçlara varmadan Merkez Bankasının uygulama ve araçları kullanma özgürlüğüne sahip olması anlamında araç bağımsızlığıdır.

Merkez Bankasının bağımsızlığı en temel anlamıyla, fiyat istikrarı birincil amacını korurken, uygulayacağı para politikası rejimi ile kullanacağı parasal araçları kendi seçmesidir(Araç bağımsızlığı). Ayrıca Merkez Bankasının mali ve idari özerkliğinin olması ve politik müdahalelere maruz kalmaması da bağımsızlığın önemli bir kriteridir.

Merkez Bankası bağımsızlığının para politikasının yönetimini siyasi müdahalelerden kurtardığı ve teknik bir yönetimi sağladığı için savunulara karşın, düşük enflasyon hedefine varmada başka faktörlerin de rolünün olduğunu, Merkez Bankası bağımsızlığının maliye ve para politikası arasında tutarlılığı garanti etmediğini, kısa dönemde istihdam/büyüme ile düşük enflasyon hedefinin çelişerek dezenflasyon maliyetleri yarattığını öne sürenler de vardır (G.Lyons, 1999). Genel kabul gören bir görüş, Merkez Bankasının bağımsızlığı arttıkça dezenflasyon maliyetlerinin azalacağı ve Merkez Bankası bağımsızlığının bir güvenilirlik primi "credibilite bonus" yarattığıdır. Ama genellikle enflasyonun düşük, Merkez Bankasının bağımsızlığının yüksek olduğu gelişmiş ülkelerde, enflasyonu düşürmenin maliyetleri daha yüksek olabilmektedir. Bunun nedenleri ise,

güvenilir bir ortama alışmış iktisadi ajanların fiyatlardaki değişmelere çeşitli maliyetler nedeniyle tepki duymaları ve bu ülkelerde endekslemenin az olması nedeniyle nominal rijitliklerin yüksek olmasıdır. Dolayısıyla, belli bir seviyenin (%5–6) altındaki enflasyonu düşürmede bağımsız ve güvenilir bir Merkez Bankasının maliyetleri artırıcı rolü olmaktadır. (Hutchison, Walsh, 1998; Posen, 1995 ve Ghosh ve Phillips, 1998).

Bu tartışmalı tezlere karşın Merkez Bankasının bağımsızlığı, enflasyon hedeflemenin gerekli koşulu olmuştur. Tamamen yasal bağımsızlık zorunlu olmasa da, para otoritelerinin nominal amaçları gerçekleştirmede araçları kullanma/yönetme özgürlüğüne sahip olmaları gereği kabul edilmiştir (Araç bağımsızlığı).

Merkez Bankasının Hesap Vermesi/Açıklığı: Merkez Bankasının bağımsız olması, onun uygulamalarından sorumlu olması gereğini ortadan kaldırmaz. Merkez Bankası, hem halka hem de onun temsilcisi olarak hükümete uygulamalarından dolayı açıklama/bilgi verme ve hesap vermeyle sorumludur. Daha önce açıkladığımız bu gerekliliğin yasal/kurumsal boyutu olmalıdır. Bu boyut çeşitli ülke uygulamalarında derece farklılıkları göstermekle beraber, hepsinde yasal bir zemine oturmaktadır: Merkez Bankası başkanının doğrudan sorumluluğu (başarısız olduğu durumda işinden ayrılması; maaşının başarı durumuna göre saptanması gibi).

Mali Baskınlık Sorununun çözümü: Bu gereğin karşılanması için, para politikasının yönetiminde, pür mali amaçların etkin, sınırlayıcı ve zorlayıcılığının olmaması anlamında "Mali Baskınlık" (Fiscal Dominance) semptomlarının ortadan kaldırılması gerekmektedir. Bu, kamu sektörünün Merkez Bankasından ve/veya bankalar sisteminden borçlanmasının en aza indirilmesi veya tamamen ortadan kaldırılmasını ifade etmektedir. Hükümet geniş bir gelir tabanına sahip olmalı ve senyoraj gelirine güvenmemelidir. İç finansal piyasalar, kamu ve özel kesim borç enstrümanlarına yer açacak derinlikte olmalı ve kamu borçlarının seviyesi sürdürülebilir olmalı ve para politikasını sınırlamamalıdır. Eğer bu koşullar sağlanmazsa yüksek veya uzun süreli mali dengesizlikler para politikasının etkinliğini ortadan kaldırarak enflasyonist baskıları artıracaktır (Masson, Svastono ve Sherma, 1998). Bu bağlamda denilebilir ki, uzun yıllar %25-35 arasında yüksek enflasyonla yaşamış ülkelerde, enflasyonu düşürmekte sadece para politikasına güvenilemez. Para ve maliye politikası ayrılmaz biçimde çalıştırılmak zorundadır.

Sağlıklı Finansal piyasalar: Dördüncü bir kurumsal gereklilik de, ilkiyle bağlantılı olarak gelişmiş iç finansal piyasaların mevcudiyetidir. Enflasyon hedeflemenin başarıyla uygulanabilmesi gelişmiş para, sermaye ve döviz piyasalarının olmasına, iç finansal piyasaların kamu ve özel kesim borç araçlarına yer açacak derinlikte olmasına bağlıdır. Derinlikten yoksun piyasalarda, piyasaların para politikasına yeterli hızda tepki verememesi enflasyon hedefinden sapmalara neden olmaktadır. Ayrıca kamu borç miktarının sürdürülebilir olması ve para politikasını sınırlamaması gerekmektedir.

Beşinci bir kurumsal gereklilik ise, uzun dönemli ve yoğun bir veri tabanının varlığının sağlanmasıdır. Bu veri tabanında fiyat endeksleri kadar, gayrimenkul fiyatları, borsa endeksleri ve türev piyasaların getirileri gibi ileriye dönük göstergelere ait sağlıklı verilerin olması da gerekmektedir. Ayrıca, ülkedeki istatistik ajansının da merkez bankası gibi, bağımsız olması ve MB ile koordinasyonunun iyi olması hedeflemenin başarısı için önem taşımaktadır (Köhler, 2002).

3.1.3.Operasyonel Konular

Para politikasının enflasyon hedeflemesi çerçevesinde işletilmesinde temel bazı konular; enflasyon hedefini kimin saptayacağı, uygun hedef tanımının ne olacağı ve nasıl ölçüleceği, hedefin bir nokta mı bir aralık mı olacağı, hedeflemenin zaman boyutunun ne olacağı şeklinde sıralanabilir.

Enflasyon Hedefinin Saptanması

Hedefin saptanmasında kimin sorumlu olacağı konusu; Merkez Bankası bağımsızlığıyla yakından ilişkili bir konudur. Amaç bağımsız bir Merkez Bankası hedefin saptanmasında tamamen özgür olabilir; ancak esas olan araç bağımsızlığının mevcudiyetidir. Bu durumda hedefin saptanması ve açıklanması sorumluluğu, uygulamada genel olarak Hükümet (Maliye Bakanlığı) ve Merkez Bankası'nca paylaşılır ve aralarında anlaşmayla açıklanır. Genellikle hedefin Merkez Bankası tarafından açıklandığı ülkelerde de hedef hükümet tarafından da onaylanmış demektir.

Ayrıca hedefin saptanması ve tahmin edilmesi konusunda Merkez Bankasının özel sektör tahmin ve bekleyişlerini de dikkate alıp almaması konusu önem taşımaktadır. Sadece Merkez Bankasının kendi tahminlerine dayanmasının dezavantajı, sadece kendi görüşlerini izlemesi ve kusurlarını örtebilmesidir. Bu durumda ya çoklu denge, ya da dengesizlik sorunu ortaya çıkabilmektedir. Bu nedenle dışardan tahmin ve kontrollere gereksinim vardır. İngiltere Merkez Bankası 1998'e kadar sadece sabit bir resmi faiz oranı varsayımına dayanarak ve özel sektör tahminlerini dikkate almadan ve karşılaştırmadan tahminlerini yapıp yayınlamıştır. 1998 sonrasında itibaren ise tahminlerini, özel sektörün tahminleriyle karşılaştırarak yapmakta ve Merkez Bankasının tahminlerini ürettiği modelleri yayımlamaktadır (Artis, Mizen ve Kontolomis, 1998:1820).

Hedefin Tanımı

Enflasyon hedefleme rejiminin düzenlenmesinde en temel konulardan biri, hedeflemede kullanılacak olan fiyat serisinin/indeksinin tanımlanmasıdır. Bu tanımlama enflasyon hedefinin hangi indeksle ölçüleceğini, sayısal hedef değerinin ne olacağını; bu hedefin bir nokta mı, aralık hedefi mi olacağını içermektedir.

Öncelikle, Fiyat İndeksinin Seçimi önemlidir. Genellikle bu seçimde indeks, tipik bir tüketicinin harcama sepetinin büyük bir kısmını içerecek ve bunların fiyatlarındaki değişimleri yansıtacak şekilde olmalıdır. Ancak bu seçimde enflasyon hedeflemesindeki istikrar enstrümanlarında yoğun bir değişiklik yaratacak kısımların dışlanması gerekir. Bu ilke ilkiyle çelişir görünmektedir. Örneğin İngiltere'de de tipik tüketicinin harcama sepetinde önemli yer tutan, değişken ipotek faiz ödemeleri, para politikası araçlarında değişkenlik yaratmamak için indeksten dışlanmaktadır (Artis, Mizen ve Kontolomis, 1998: 1813).

Özetle genel olarak çeşitli ülkelerdeki enflasyon hedefleme rejimlerinde, tüketici fiyat indeksinin çeşitli versiyonları kullanılmaktadır: Tüketici fiyat indeksi, GSMH Deflatörü ya da çekirdek enflasyon.

Çok sayıda ülke, tüketici fiyat indeksi yerine, aslında tüketici fiyat indeksine dayanan çekirdek enflasyonu(core /underlying inflation) kullanmaktadır. Buradaki amaç, enflasyon

oranından, parasal olmayan bekleyişleri dışlamaktır. Pratikte çekirdek enflasyon, özel şokların ilk etkilerini dışlar; ancak bunların ücretler ve fiyatlar üzerindeki ikincil etkilerini dışlamaz.

Yukarıda belirttiğimiz gibi İngiltere'de ipotek faiz ödemelerini dışlayan perakende fiyat indeksi (RPIX) çekirdek enflasyon olarak kullanılmaktadır. Bazı diğer ülkelerde ise tüketici fiyat indeksinin başka kısımları da düşürülür: Örneğin dolaylı faiz oranları(Finlandiya), ve aşırı şekilde değişken(volatile) olan gıda ve enerji fiyatları da düşürülebilir (Kanada, Avustralya). Ayrıca çekirdek enflasyondan bazı arz şoklarını yansıtacak kısımlar da düşülebilmektedir: İpotek faiz oranlarındaki değişimler; doğal afetlerden kaynaklanan fiyat değişimleri; dolaylı vergi değişiklikleri, diğer kamu idari fiyatları ve ithalat/ihracat fiyatlarındaki değişikliklerin etkileri de düşürülmektedir (Yeni Zelanda). Son yıllarda IMF, tüketici fiyat endekslerinde veya çekirdek enflasyonda uluslar arası standardizasyona gitmeyi önemsemektedir.

İkinci konu, karar verilecek hedef seviyesi, yani ne kadar düşük / yüksek enflasyon? sorusu da, zor ve önemlidir. Enflasyon hedefi daima sıfırın üstünde bir hedef olarak seçilmiştir: Uzun dönemli enflasyon hedefinin orta noktası Avrupa Merkez Bankası için %1, Yeni Zelanda için %1,5, ERM öncesi Almanya için %1.75, İsveç, Kanada ve Finlandiya için %2, Avustralya ve İngiltere için %2.5 olarak seçilmiştir (Mishkin, 2000).

Optimal enflasyon hedefinin sıfırın üstünde olmasının bazı önemli nedenleri vardır: İlki, tüketici fiyat indeksinin enflasyon oranını ölçme sorunlarından dolayı yüksek çıkma eğilimi olmasıdır. Bu yüzden, Merkez Bankası gerçek enflasyonu % 0(sıfır) olarak seçse bile ölçülen hedef enflasyon sıfırdan daha büyük olmalıdır. İkinci bir neden, mal ve emek piyasalarındaki aşağı doğru olan nominal rijitliklerden dolayı, sıfır ya da sıfıra yakın bir enflasyon durumunda reel ücretlerdeki rijitlik artar ve bu da doğal işsizlik oranının artmasına yol açabilir (convex Phillips Eğrisi). Bu da uzun dönemde bile dezenflasyon politikasının üretim maliyetlerinin yüksek kalmasına yol açar. Üçüncü bir neden, sıfır enflasyon oranı durumunda ekonomiyi stabilize etmek için negatif reel faiz oranları gereğinin doğmasıdır. Bu da para politikasının etkinliğini azaltmaktadır. (Bernanke, Mishkin, 1997:110; Clifton, 1999; Debelle, 1997). Dördüncüsü ise, sıfır enflasyon hedefi ekonomide daralma (resesyon)riskini artırmaktadır (Japonya'daki gibi).

Üçüncü konu; enflasyon hedefinin nokta mı aralık mı olacağı ve bu bandın genişliğinin ne olacağıdır. Burada çeşitli alternatifler vardır: Bunlar, nokta hedef, bazı istisnalar, tavan hedef, kalın (thick) nokta, veya simetrik bir aralık hedef olabilir:

İstisnalar, nokta hedefin gerçekleşmeyip sapacağı koşulları (bunlar yukarıda belirttiğimiz arz şoku koşullarıdır) belirlemekte ve bu koşullar gerçekleştiğinde bir tolerans bandı sağlamaktadır.

Tavan hedef ise enflasyonu belli bir oranın altında olacak şekilde saptamaktadır. Bu herhangi bir koşul gereği olmadan geniş bir tolerans aralığı sağlar. Bir alt-taban sınır yoktur(İspanya örneği).

Kalın nokta ise, Avustralya örneğinde olduğu gibi hedef, dar bir banttandır ziyade bir merkez olarak saptanır (%2-3 gibi). Bant hedef ise, enflasyonun hareket edeceği tavan ve tabanı belli simetrik bir aralıktır. Aslında bu aralığın %5'den fazla olmaması gerekir. Bu aralığın bir tabanının olması, enflasyon hedeflemenin bir avantajıdır (Clifton, 1999) ve iki şekilde

yorumlanmaktadır: İlki, bu alt sınır, piyasa katılımcılarına sadece bir rehber olmaktadır. Merkez hedeften bir sapma durumunda, ve alt hedefin kırılması durumunda, piyasalarda politikaların değişeceği yolunda ve enflasyon beklentilerinde önemli bir sarsıntı olmayacaktır. İkinci yorum ise, alt bandın otoritelerin optimal enflasyon ile ilgili görüşlerini yansıttığını ve bu banttaki bir kırılmanın elektrik hattına dokunmaya benzeyeceğini ifade etmektedir. Yani bandın alt sınırındaki kırılma, piyasa katılımcılarına politikaların gevşetileceğinin işaretini vermektedir.

Nokta hedef, enflasyon hedefleme için daha güçlü(sağlam) bir taahhüt sağlamaktadır ve yapılan hata olasılığını minimize etmek için para politikasının daha fazla ince ayarlanmasını gerektirmektedir. Aralık hedefler ise, bant genişliğinin ne olacağı hakkında karar vermeyi gerektirir (Crole ve Khan, 2000). Bir bandın varlığı, kısa dönemde enflasyon hedeflemesinde belirsizliğin/boşluğun etkisini azaltmayı, hedefin kırılmamasını garanti etmeyi ve Merkez Bankasına kısa dönemde esneklik sağlamayı amaçlar. Ancak bu da güvenilirliği sarsabilir. Bandın dar veya geniş olması aslında esneklik (fleksibilite) ile kredibilite arasında bir seçimdir.

Hedef bandının genişliği uygulayan ülkeler arasında çok değişmiştir: Finlandiya, Avustralya nokta hedef; Kanada, İngiltere, İsveç ve Yeni Zelanda ara (Range); İspanya ise tavan oran olarak belirlemiştir.

Bandın darlığı, para politikasının enstrümanlarında istikrarsızlığı teşvik edebilir. Veri bir hedef enflasyona varmak için daha kısa bir zaman boyutu ve para politikası enstrümanlarında daha fazla değişkenlik olur. Özellikle bant çok darsa, bandın üstünde yükselen enflasyonu önlemek için faiz oranlarının düşürülmesi daha fazla dalgalanmaya ve finansal piyasalarda istikrarsızlığa yolaçabilir (Debelle, 1997). Çok geniş bir bant ise belirsizliği artırır ve hedefin gerçekleşme olasılığını ve dolayısıyla kredibilitayı zayıflatır.

Dördüncü konu, **hedeflemenin zaman boyutudur**. Yani hedeflenen bir enflasyon politikasına varmak ne kadar hızla gerçekleşecektir? Bu öncelikle enflasyon hedefleyen ülkelerde hedeflemenin ilk başladığı zamandaki enflasyon oranının ne olduğuna ve ikinci olarak transmisyon mekanizmasının ne kadar zaman aldığına bağlıdır.

Eğer başlangıç seviyesi zaten düşükse, benimsenen hedef derhal ve süresiz olarak uygulanır. Hızlı bir dezenflasyon bu durumda üretim maliyeti için yararlıdır. Ancak enflasyon oranı %6'nın aşığındaki ülkeler için dezenflasyon maliyeti artmaktadır (Ghosh ve Phillips,1998). Başlangıç oranı yüksek ise, politikaların hedefe doğru hareket etme hızı dezenflasyonun geçiş maliyetlerinin değerlendirilmesine bağlıdır. Dezenflasyona yavaş (gradual) bir yaklaşım uzun dönemli sözleşmelerin varlığı, enflasyon beklentilerinin gecikmiş ayarlanması ve eksik kredibilite durumunda tercih edilir. Ancak beklentilerdeki ataleti kırma gereği ve kredibilitayı tesis etmek için de daha hızlı bir dezenflasyon önerilir.

Zaman boyutunun ne uzunlukta olacağını belirleyen diğer bir etken de para politikasının işletilmeye başlatılmasından tüm etkilerinin ortaya çıkışına kadarki gecikmelerin süresinin ne kadar olacağıdır (transmisyon sürecinin uzunluğu). Çeşitli araştırmalardan farklı sonuçlar çıkmıştır. Örneğin İngiltere Bankasının değerlendirmesinde tüm etkilerin ortaya çıkışının 18 ayla 2 yıl arasında gerçekleştiği öne sürülmüştür (Artis, Mizen ve Kontolemis, 1998:1816). Transmisyon sürecinin gecikmelerini dikkate alarak, para otoriteleri belli bir zaman süresinde spesifik bir enflasyon hedefini gerçekleştirmek için parasal enstrümanlarını (r) şekillendirmektedirler. Transmisyon gecikmelerini içerecek şekilde

parasal araçları belirlemede, beklenen enflasyon ve zaman boyutuna dayanan bir ileriye-dönük politika kullanılabilir.

$$r = \lambda (E_{t-1} \pi_{t+n} - \pi^*)$$

Burada r , politika enstrümanı, π^* hedeflenen enflasyon, λ feedback parametresi ve n zaman boyutudur. (λ, r) ikilisinin seçimi, dezenflasyon maliyetlerini gösteren bir kayıp fonksiyonu kullanan optimizasyon metoduyla belirlenmektedir.

Optimum zaman boyutunun seçimi zordur. Uygulamada Kanada ve Yeni Zelanda dezenflasyon zaman cetveli önceden belirlenmiştir. Kanada'da 18 ay, Yeni Zelanda'da ise 12 ay içinde enflasyon oranı arzu edilen uzun dönem seviyelerine indirildikten sonra, her iki ülke de enflasyon hedefini gelecek beş yıl içinde saptamıştır. Ve bu zaman içinde enflasyonun hedef bandında kalacağı varsayılmıştır. Yeni Zelanda'da bu beş yıllık süre Merkez Bankası Başkanının sözleşme süresiyle belirlenmiştir. İngiltere'de zaman boyutu parlamentonun tahminine göre ayarlanmıştır. Avustralya'da ise, zaman boyutunun uzunluğu, konjonktür dalgasının uzunluğu ile ilişkilendirilmiştir (Debelle, 1997).

3.2.Enflasyon Hedeflemenin Avantajları ve Dezavantajları

Şimdiye kadarki enflasyon hedefleme uygulaması başarılı görünmektedir. Gelişmiş ülkelerde enflasyon oranları büyük ölçüde birbirine yakınlaşmıştır. Yapılan araştırmalar, ülkelerin enflasyon hedeflemeye geçmeden önceki dönemlere ait verilerini kullanarak yaptıkları tahminlerde, enflasyon sonuçlarının enflasyon hedeflemeden sonra çok daha düşük olduğunu göstermektedir (Mishkin, 2000:22).

Enflasyon hedefleme öncelikle, döviz kuru hedeflemesi gibi anlaşılabilirlik ve açıklık özelliğine sahiptir. Enflasyon oranı halkın parasal hedeflere göre çok kolaylıkla anladığı bir değişkendir. İkincisi, enflasyon hedefleme para otoritelerine ülke içi koşullara odaklanma ve şoklara tepki verebilme imkanı sağlamakta, dolayısıyla para politikasını yönetmede bağımsızlık vermektedir. Üçüncüsü, enflasyon hedeflemeyle bir kez düşük enflasyon oranlarına ulaşıldığında büyümede de dalgalanmaların olmadığı, üretim ve istihdamın yüksek seviyelerine geri döndüğü görülmektedir. Bu orta /uzun dönemde enflasyon hedeflemenin, reel ekonomi için zararlı olmadığını göstermektedir. Ancak bu, kısa dönemde enflasyonu kontrol etmede (dezenflasyon) üretim-işsizlik maliyetlerinin hemen azalacağı ve enflasyon beklentilerinin hemen kısılacağını belirtmemektedir. Dezenflasyondan doğan fedakarlık oranının (sacrifice ratio), diğer hedeflemelere göre daha düşük olacağına bir garantisi yoktur. Dördüncüsü, enflasyon hedeflemenin başarısının anahtarı, şeffaflık ve halka bilgi iletişimi sağlama konusundaki vurgusudur. Artan bilgilendirme ve şeffaflığın, Merkez Bankasının hesap verebilmesini artırdığı, bununda Merkez Bankalarının kısa vadeli genişleyici para politikalarına başvurma ve zaman-tutarsızlığı tuzağına düşmelerini engellediği, yani kısaca politik baskıların etkilerini azalttığı görülmektedir. Ayrıca artan şeffaflık ve hesap verebilirlik Merkez Bankasının bağımsızlığını artırmasına da yardım etmektedir. İleriye-dönük hedefleme özelliği nedeniyle, enflasyon beklentilerini kırma gücü vardır. Beşinci bir avantajı ise, arz ve talep şoklarına karşı esnek olmasıdır. Bir tavan hedefi olduğu kadar bir taban (alt) sınırının da olması, toplam harcamalardaki düşmeler karşısında, enflasyonist bekleyişlerde bir artma korkusu olmadan Merkez Bankasının para politikasını gevşetebilmesini sağlamaktadır. Enflasyon hedeflemesi, arz şoklarına karşı da esnektir: Resmi enflasyon hedefinin dayandığı fiyat indeksi, mal ve enerji fiyatları, dolaylı vergi değişimleri, dış ticaret hadleri

şokları ve faiz oranlarındaki değişmelerin doğrudan etkileri gibi arz şoklarının etkilerini dışlayabilen bir indeks olduğu için enflasyon hedefi arz şoklarına tepki verebilmektedir.

Enflasyon hedeflemeyle bu fleksibilitenin sağlanmasında, hedefin bir aralık olarak belirlenmesinin, hedefin bir zamana yayılmasının ve ayrıca Merkez Bankası veya hükümetlerin ters ekonomik gelişmeler durumunda açıkça “kaçış şartlarına”(escape clauses) imkân vermelerinin rolü vardır.

Aslında yukarıda enflasyon hedeflemenin avantajlarını açıklarken bazı yetersiz kaldığı noktaların ipuçları ortaya çıkmıştır. İlave sorunları da vardır:

- Para politikasının yönetiminde bağımsızlık ve ülke içi koşullara göre yönetebilme gücünün kazanılması, aynı zamanda para politikasının yönetiminde teknik bilgi, anlama ve yeterliliklerin de kusursuz olmasını gerektirmektedir.
- Kısa dönemde ekonomik büyüme sınırlanabilmektedir. Dezenflasyon maliyetleri de diğer hedeflemelerden daha az değildir.
- Merkez Bankasının, şeffaflık, bilgilendirme ve hesap verme kusurları kredibilitayı zedeleyebilmektedir.
- Şiddetli arz şokları halinde üretim stabilizasyonunda etkinsizlik yaşanabilmektedir.
- Mali politikaların, para politikalarına üstünlük sağlamasını engelleyememektedir.
- Hedeflemenin uygulanabilmesi için gerekli olan esnek döviz kuru rejimi mali istikrarsızlıklara sebep olabilmektedir.
- Enflasyonun kontrolünde en büyük zorluklar ise, transmisyon mekanizmasındaki gecikmeler ve belirsizliklerden ileri gelen kusurlardır (Svensson, 1999:627).

Enflasyon Hedefleme Stratejisinin Gelişmekte olan Ülkelere özgü ilave sorunları da vardır:

Enflasyon hedeflemesi, bu ülkelere pek çok bakımdan özellikle de enflasyon beklentileri için bir koordinasyon aracı sağlayarak veya Merkez bankasına güvenilirlik kazandırarak faydalı olabilirse de, bu ülkelerin yapısal özelliklerinden ve uygulamalarından kaynaklanan bazı sorunlar stratejiyi başarısız kılabilir.

Her şeyden önce, gelişmekte olan ülkelerde para politikasının birincil amacının fiyat istikrarı olduğu yolunda giderek artan bir uzlaşma olsa da, başka amaçlara (büyüme oranları, döviz kurunun tutulması, istihdam düzeyi, finansal piyasa istikrarı, uluslar arası rekabet gibi) ulaşma istekleri bu ülkelerin hükümetleri ve Merkez Bankaları arasında nihai hedefin fiyat istikrarı olması yolunda mutabakat sağlanmalarını güçleştirmektedir. Ayrıca bu ülkelerde, optimum bir enflasyon oranı hakkında konsensüs olmadığından çoğu hedef seçimleri keyfidir. Orta dönemli enflasyon hedefinin ve hızının ne olması gerektiği konusunda da anlaşma zor olmaktadır. Buna ilaveten yüksek enflasyon oranlarına sahip olmalarından dolayı, gelecek enflasyon oranlarını öngörmeleri zor olduğundan enflasyon hedefini kaçırmaya olasılığı daha yüksektir (Croce ve Khan, 2000).

İkincisi, enflasyon hedeflemenin ön gerekliliklerinden biri, diğer nominal hedeflemelerin saptanmamasıdır. Oysa pek çok gelişmekte olan ülke önemli ölçüde dövize endeksli aktif ve pasiflere sahiptir. Dövizdeki hareketler önemli ters etkilere yol açabilmektedir. Döviz kuru şoklarına karşı ihtiyatlı düzenlemeler bulunmadığı sürece enflasyon hedefleme politikası zora girebilmektedir.

Üçüncüsü, döviz kurundan fiyatlara geçme(pass through) derecesi ve yaygın olarak ve gizli/açık indeksleme mekanizması önemli bir enflasyon ataleti yaratmaktadır. Ayrıca gelişmekte olan ülkelerde idari fiyatlar yoğun ve yaygın olduğu için, kısa dönem enflasyon davranışlarında ve fiyat indekslerinde önemli yer tutmaktadır. Bu durumda uygun bir enflasyon tahmininin bu fiyatlardaki değişiminin ölçüsünü ve zamanlamasını dikkate alması gerekmektedir(Masson, Svastona ve Sharma, 1998).

Dördüncü bir husus, mali baskınlık bu ülkelerde önemli bir sorundur. Hükümetlerin aşırı borç yükünün olması gibi nedenlerle senyoraj gelirlerine başvurma eğilimleri yüksektir. Gelişmiş ülkelerde senyoraj / GSYİH oranı %1'iken gelişmekte olan ülkelerde bu oran %2-3 arasındadır. Yine Bütçe Açıkları / GSYİH oranları yüksekken, mali baskınlığın bir diğer göstergesi olan finansal piyasalardaki sıklık (düşük M2 /GSYİH oranları) ile zayıflık ve kırılganlık da para politikasının alanını şiddetle sınırlayabilmektedir (Masson, et.al., 1998).

Bu ülkelerde, her ne kadar enflasyon hedeflemeye geçme kararından sonra önemli ölçüde bütçe açıklarının azaltılması yolunda yol alındıysa da, yine de yerel hükümetlerin, belediyelerin vs. yükümlülükleri sürdüğü için, Merkez Bankalarının bağımsızca para politikası yönetmeleri zor olmakta (örneğin faiz oranlarını yükseltme gereği olduğunda tereddüde düşebilmektedirler. Çoğu kez bu ülkelerin Merkez Bankalarının bağımsızlığı fiili bir durumdan çok, yasal bir statü durumu göstermekte ve kararlar hala mali baskınlık sürdüren hükümetlerin elinde olmaktadır.

Beşinci bir husus ise, bu ülkelerde enflasyon hedefleme yönetiminde Merkez Bankalarının yaşayabileceği teknik bilgi eksiklikleri ve veri yetersizlikleridir. Tahmin yapılması, modellerin kurulması, transmisyon mekanizmasının eksiksiz saptanabilmesi gibi aşamalar sofistike bilgiyi gerektirmektedir. Bu konuda yetersizliklerin yanısıra, para politikasının etkinlikle ve bağımsızca yönetilebilmesi hususlarında da zayıflıklar mevcuttur.

Bu zorluklara rağmen gelişmekte olan ülkelere son yıllarda enflasyon hedefleme yaklaşımı önerilmektedir. Sözü geçen zorlukların belli bir zaman süreci içinde reformlarla bertaraf edilebileceği düşünülmektedir: Merkez Bankalarına araç bağımsızlığının sağlanması, vergi gelirlerini artıran ve senyoraj gelirlerine ihtiyacı azaltan geniş bir kamu kesimi reformunun yapılması ve finansal ve bankacılık kesiminin yeniden yapılandırılması için bir geçiş/hazırlık sürecinden ve belli bir yol katedilmesinden sonra, enflasyon hedefleme uygulamasının başarılı olabileceği belirtilmektedir.

4. Sonuç

Enflasyon Hedeflemenin bugünkü var olan bilgi çerçevesinde mevcutların en iyisi olduğunu söylemek, onun mükemmel bir politika stratejisi olduğunu söylemek demek değildir. Uygulayan ülkelerde görülen başarıya rağmen, Enflasyon Hedeflemenin, küresel konjonktürün ortaya çıkarmış olduğu bir moda olup olmadığı; başarısının da, aslında enflasyonun dünya gündeminden çıkmakta olduğu uygun bir döneme denk gelip gelmediği; farklı konjonktürlerde aynı performansı gösterip gösteremeyeceği son zamanlarda çok sorgulanmaktadır. Enflasyon oranlarının düşürülmesinde başarılı olduğu görülmekle beraber, enflasyon hedeflemeyi uygulamayan diğer sanayileşmiş ülkelere göre çok farklı bir başarı da söz konusu değildir. Enflasyon değişkenliği/belirsizliğinde bir düşme yarattığı açıktır. Ancak işsizlik oranlarının kısa dönemde artmasına yol açtığı gibi, üretim değişkenliğinde de enflasyon hedeflemeyi uygulayan ve uygulamayan ülkeler arasında çok fazla fark yoktur. Fedakârlık oranları ise diğer uygulamayan ülkelere göre fazla büyük

değildir. Enflasyon Hedeflemesinin başarılarını, küresel düzeyde bir dezenflasyon politikaları furçasına bağlayan kuşkucu görüşler olsa da, her türlü şok deneyiminden başarıyla geçtiğini iddia edenler de vardır. Enflasyon Hedeflemeyle, çeşitli ülkelerdeki döviz krizleri, finansal krizler, dış ticaret şokları ve petrol fiyat şokları başarıyla atlatılmıştır. Hatta bazıları Arz /prodüktivite şoklarına karşı da uygun olacağını belirtmektedirler. Ancak deflasyondaki etkilerinin ne olacağı bilinmemektedir.

KAYNAKÇA

- Alesina, A. ve L.H. Summers (1993): "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", **Journal of Money Credit and Banking**, 25(2); Mayı 151-162
- Alparslan, M. ve P.A. Erdönmez(2000): "Enflasyon Hedeflemesi", Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu, Aralık (www.tbb.org.tr)
- Artis, M. P. Mizen ve Z. Kontolemis (1998): "Inflation Targeting: What Can the ECB Learn from the Recent Experience of the Bank of England", **Economic Journal**, 108, November, 1810-1825
- Ball, L. (2000): "Policy Rules and External Shocks", **NBER Working Paper** 7910
- Barro, R. J. ve D.B. Gordon (1983): "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy", **Journal of Monetary Economics**, 12,101-121
- Beetsma, R.M.W.J. ve H. Jensen (1998): "Inflation Targets and Contracts with Uncertain Central Banker Preferences", **Journal of Money, Credit and Banking**, 30(3), August, 387-403
- Bernanke, B.S. ve F.S. Mishkin (1997): "Inflation targeting : A New Framework for Monetary Policy", **Journal of Economic Perspectives**, 11(2), Spring, 97-116.
- Clarida, R. ve M. Gertler (1997): "How the Bundesbank Conducts Monetary Policy?", **Reducing Inflation, Motivation and Strategy**, The University of Chicago Press, 363-413
- Clarida, R., J.Gali ve M. Gertler (1997): "Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence", **NBER Working Paper**, 6254
- Clifton, E.V. (1999): "Inflation Targeting: What Is the Meaning of the Bottom of the Band?", **IMF Policy Discussion Papers**,99/8
- Croce, E. ve M.S. Khan (2000): "Monetary Regimes and Inflation Targeting", **Finance and Development**, 37(3), September
- Debelle, G. (1997): "Inflation Targeting in Practice" **IMF Working Paper**, March
- Ghosh, A. ve S. Phillips (1998): "Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth", **IMF Staff Papers**, 45(4), December, 672-710

- Goodhart, C.A.E. ve H. Huang (1999): "What are The Central Bank's and the Private Sector's Objectives", S. Daniel (et.al.): **Money and Macroeconomic Policy**, Edward Elgar, Cheltenham:UK
- Haldane, A.G. (2000): "Ghost busting: The UK Experience of Inflation Targeting" **METU International Conference in Economics**, September
- Herrendorf, B.(1998): "Inflation Targeting as a way of Precommitment", **Oxford Economic Papers**, 50, 431-448
- Hoffmaister, A.W and C.A Vegh (1996): "Disinflation and the Recession-Now Versus Recession-later Hypothesis: Evidence from Uruguay", **IMF Staff Papers**, 43 (2), June, 355-394.
- Hutchison, M.M. ve C.E.Walsh(1998): "The Output-Inflation Tradeoff and Central Bank Reform: Evidence from New Zeland", **Economic Journal**, 108, May, 703-725
- Isard, P. ve D.Laxton (2000): "Inflation Forecast Targeting and the Role of Macroeconomic Models", W.Coats (ed.), **Inflation Targeting in Transition Economies: the Case of the Czech Republic**, Czech National Bank, Prague
- Köhler,H.(2002): "Inflation Targeting", (www.worldbank.org)
- Kydland, F. ve E.G. Prescott (1977): "Rules Rather than Discretion: The Time in Inconsistency of Optimal Plans", **Journal of Political Economy**, 85(3), 473
- Lohmann, S. (1992): "Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility", **American Economic Review**, 82(1), March, 273-286
- Lohmann, S. (1998): "Institutional Checks and Balances and the Political Control of the Money Supply", **Oxford Economic Papers**, 50, 360-
- Lyons, G. (1999): "Central Bank Independence Has costs, Not Just Benefits", S. Daniel, P. Arestis ve J. Grahl (1999): **Money and Macroeconomic Policy**, Edward Elgar, Cheltenham: UK.
- Mankiw,N.G. and R.E.Hall(1994): "Nominal Income Targeting", N.G.Mankiw **Monetary Policy**, University of Chicago Press, Chicago.
- Masson, P.R. M.A. Savastano ve S.Sharma (1998): "Can Inflation Targeting Be a Framework for Monetary Policy in Developing Countries?", **Finance and Development**, March
- McCallum, B.T. (1995): "Two Fallacies Concerning Central-Bank Independence", **American Economic Review, Papers and Proceedings**, 85(2), 207-211
- McCallum, B. (1996): "Inflation Targeting in Canada, New Zeland, Sweden, UK and General", **NBER Working Paper**, 5579, May

- McCallum, B. T. (1997/a): "Crucial Issues Concerning Central Bank Independence", **Journal of Monetary Economics**, 39, 99-112
- McCallum, B. T. (1997/b): "The Alleged Instability of Nominal Income Targeting", **NBER Working Paper**, 6291
- McCallum, B. (1997/c): "Issues in the Design of Monetary Policy Rules", **NBER Working Paper**, 6016, April
- McCallum, B. (1999): "Recent Developments in Monetary Policy Analysis: The Roles of Theory and Evidence", **NBER Working Paper**, 7088, April
- McCallum, B. (2000/a): "Alternative Monetary Policy Rules: A Comparison with Historical Settings for the US, The UK and Japan", **NBER Working Paper**, February
- McCallum, B. (2000/b): "The Present and Future of Monetary Policy Rules", **NBER Working Paper**, September, 7916
- Mishkin, F.S. (1999): "Inflation Experiences with Different Monetary Policy Regimes", **Journal of Monetary Economics**, 43, 579-605
- Mishkin, F.S. (2000/a): **The Economics of Money, Banking and Financial Markets**, Sixth Edition, Addison Wesley, NY
- Mishkin, F.S. (2000/b): "From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries", **NBER Working Papers**
- Mishkin, F. S. (2000/c): "Inflation Targeting in Emerging Market Countries", **NBER Working Papers** No: 761
- Muscattelli, A. (1998): "Optimal Inflation Contracts and Inflation Targets with Uncertain Central Bank Preferences: Accountability Through Independence?", **Economic Journal**, 108, March, 529-542
- Muscattelli, A. (1999): "Inflation Contracts and Inflation Targets under Uncertainty: Why We Might Need Conservative Central Bankers", **Economica**, 66, 241-254.
- Persson, T. and G. Tabellini. (1995): "Introduction", T. Persson ve G. Tabellini, **Monetary and Fiscal Policy**, MIT Press, 1-31
- Poole, W. (1999): "Monetary Policy Rules?", **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, March-April, 3-12
- Posen, A. (1998): "Central Bank Independence and Disinflationary Credibility: A Missing Link?", **Oxford Economic Papers**, 50, 335-359
- Romer, C.D. ve D.H. Romer (1997): "Institutions for Monetary Stability", **Reducing Inflation, Motivation and Strategy**, The University of Chicago Press, 30

- Svensson, L.E.O. (1996): "Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch?", **Centre for Economic Policy Research Discussion Paper** 1510
- Svensson, L.E. (1997): "Optimal Inflation Target, "Conservative Central Banks, and Linear Inflation Contracts" **American Economic Review**, 87(1), March, 97-114
- Svensson, L.E.O. (1999): "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule", **Journal of Monetary Economics**, 43, 607-
- Waller, C.J. ve C.E. Walsh (1996): "Central Bank Independence, Economic Behavior, and Optimal Term Lengths", **American Economic Review**, 86(5), 1139-1153
- Walsh, C.E. (1995): "Optimal Contracts for Central Bankers" **American Economic Review**, 85(1), 150-167
- Walsh, C.E. (1998): **Monetary Theory and Policy**, MIT Press, Cambridge, Massachusetts
- Walsh, C.E. (1999): "Announcement, Inflation Targeting and Central Bank Incentives", **Economica**, 66, May, 255-269
- Yay, G.G. (2000): "Enflasyonun Refah Maliyetleri Üzerine Teorik Bir Değerlendirme", **İşletme ve Finans**, 15(175), Ekim, 36-54
- Yay, G.G. (2001): "Enflasyonu Düşürme Politikalarının Maliyetleri: Teori, Uygulama ve Türkiye", **İşletme ve Finans**, 16(184), Temmuz, 66-83
- Yay, G.G. (2002): **Enflasyon Hedeflemesi**, Yayınlanmamış Çalışma, İstanbul