

**T.C.
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİMDALI**

**PARASAL HEDEFLEME STRATEJİLERİ: TÜRKİYE İÇİN UYGUN POLİTİKA
SEÇİMLERİ**

Cuma BOZKURT

DOKTORA TEZİ

ADANA - 2006

**T.C.
ÇUKUROVA ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İKTİSAT ANABİLİMDALI**

**PARASAL HEDEFLEME STRATEJİLERİ: TÜRKİYE İÇİN UYGUN POLİTİKA
SEÇİMLERİ**

Cuma BOZKURT

Danışman: Prof.Dr. Muammer TEKEOĞLU

DOKTORA TEZİ

ADANA - 2006

Çukurova Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Müdürlüğüne,

Bu çalışma, jürimiz tarafından İktisat Anabilim Dalında **DOKTORA TEZİ** olarak kabul edilmiştir.

Başkan :Prof. Dr. Muammer TEKEOĞLU
(Danışman)

Üye :Prof. Dr. E. Alper GÜVEL

Üye :Prof. Dr. Ahmet F. ÖZSOYLU

Üye :Prof. Dr. İsmail H. ÖZSABUNCUOĞLU

Üye :Doç. Dr. Murat DOĞANLAR

ONAY

Yukarıdaki imzaların, adı geçen öğretim elemanlarına ait olduklarını onaylarım. 17.03.2006

Prof. Dr. Nihat KÜÇÜKSAVAŞ
Enstitü Müdürü

Not: Bu tezde kullanılan özgün ve başka kaynaktan yapılan bildirişlerin, çizelge, şekil ve fotoğrafların kaynak gösterilmeden kullanımı, 5846 Sayılı Fikir ve Sanat Eserleri Kanunu'ndaki hükümlere tabidir.

ÖZET
PARASAL HEDEFLEME STRATEJİLERİ: TÜRKİYE İÇİN UYGUN
POLİTİKA SEÇİMLERİ

Cuma BOZKURT

Doktora Tezi, İktisat Anabilim Dalı

Danışman: Prof. Dr. Muammer TEKEOĞLU

Mart 2006, 212 sayfa

Enflasyon 1970’lerde ciddi bir sorun olarak dünya gündemine geldikten sonra fiyat istikrarı para politikalarının öncelikli hedefi haline gelmiştir. Para politikası uygulamaları sosyal ve ekonomik şartlara ve merkez bankalarının konumlarına göre ülkeden ülkeye farklılıklar göstermesine rağmen, fiyat istikrarı nihai hedef olmadaki kritik önemini korumuştur. 1970’lerin ikinci yarısına gelindiğinde birçok ülke faiz oranı ve döviz kuru hedeflemesini bırakmış, bunun yerine parasal büyüklükleri öne çıkarmışlardır. Parasal hedeflemenin başarılı olabilmesi, hedeflenen parasal büyüklükler ile enflasyon arasında uzun dönemli ve istikrarlı bir ilişkinin varlığına bağlı olmaktadır. Kısaca para talebinin istikrarlı olması gerekmektedir. 1990’lardan sonra, parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemelerinin enflasyonu önlemede başarısız olmasından sonra yeni bir strateji olarak enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Enflasyon hedeflemesi fiyat istikrarı sürecinde bazı ülkelerde çok verimli bir şekilde uygulanmıştır.

Türkiye’de yıllardır süregelen yüksek ve istikrarsız enflasyonun olumsuz etkileri önlenememiştir. Bu yüzden ve politik ve ekonomik dalgalanmalar bir güvenilirlik sorunu gündeme getirmiştir.. Bunun en son örnekleri ise 2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat krizleridir. Bundan dolayı piyasalarda süren güvensizlik problemini ortadan kaldırmak ve insanlardaki önyargıları kırmak kolay olmamaktadır. Sonuç olarak, para politikası uygulamalarının istikrarlı bir makroekonomik performans için fiyat istikrarını sağlaması gereklidir. Bu çalışmanın temel amacı da dünyadaki uygulamalar ve Türkiye şartları göz önüne alınarak başarılı bir para politikası uygulaması için öneriler ortaya koymaktır.

Anahtar Kelimeler: Para Politikası, Fiyat İstikrarı, Parasal Hedefleme, Döviz Kuru Hedeflemesi, Enflasyon Hedeflemesi, Var Modeli, Türkiye’de Para Politikaları.

ABSTRACT
MONETARY TARGETING STRATEGIES: APPROPRIATE POLICY
OPTIONS FOR TURKEY

Cuma BOZKURT

Ph.D. Thesis, Economic Development
Supervisor: Prof. Dr. Muammer TEKEOĞLU
March 2006, 212 pages

Price Stability has been a primary target for monetary policies because of the issue of inflation emerging as a serious problem in 1970s. Although monetary policy applications have different features across the countries according to their social and economic conditions and the positions of their central banks, price stability has kept this critical importance as being the ultimate goal. In the second half of the 1970s many countries have left the interest rate and exchange rate targeting, instead they have led to monetary aggregates. That monetary targeting being successful depends on long term stable relation between the targeted monetary aggregates and inflation. In short, money demand is supposed to be stable. After 1990s, inflation targeting has been new strategy, since monetary targeting and exchange rate targeting methods couldn't manage to eliminate inflation. Inflation targeting has been very fruitful in terms of price stability in some countries.

In Turkey, the adverse effects of long lasting unstable inflation could not have been eliminated. Therefore, political and economic fluctuations have proposed the credibility issue for the agenda. Recent examples of this issue are October 2000 and February 2001 crises. Therefore, it is not easy to remove this credibility questions in markets and to deal with market participants prejudices. As a result, monetary policy application to obtain price stability is essential for a stable macroeconomic performance. The aim of this thesis is to point out some proposals for a proper monetary policy application by analysing practices across the countries and considering Turkey's conditions.

Keywords: Monetary Policy, Price Stability, Monetary Targeting, Exchange Rate Targeting, Inflation Targeting, Var Model, Turkey's Monetary Policies.

ÖNSÖZ

Enflasyon oranları para politikasını etkileyen en önemli değişkenlerin başında gelmektedir. Piyasalarla ilgili belirsizlikler ve istikrarsız fiyatlar ekonomideki olumlu gelişmeleri engellemekte ve enflasyonist beklentiler ortaya çıkarmaktadır. Bu yüzden son yıllarda para politikasının öncelikli hedefi olarak fiyat istikrarının sağlanması ön plana çıkmıştır. Tüm bunlar fiyatları ve beklentileri istikrara kavuşturacak ve piyasalara güvenilir bilgi sağlayacak olan nominal bir çıpa gereksinimini ortaya çıkarmıştır. Faiz oranı, döviz kuru ve parasal büyüklükler bu konuyla ilgili yaygın bir şekilde kullanılırken şimdilerde bir nominal çıpa olarak enflasyon kullanılmaya başlamıştır.

Enflasyon hedeflemesi stratejisinin belirleyici özellikleri bir enflasyon hedefinin açık bir şekilde ilan edilmesi, enflasyon tahminlerinin ortaya konması ve gelecekteki senaryolar hakkında bilgiler ortaya konmasıdır. Bu yapılırken para politikası uygulamalarının şeffaf bir yapıda olması ve merkez bankasının bağımsız olması da en önemli önkoşullardandır. 1990 yılında ilk olarak Yeni Zelanda ile başlayan bu hedefleme rejimini 2006 yılından itibaren resmen uygulamaya başlamıştır.

Bu çalışmada çeşitli parasal hedefleme stratejileri ve özellikle de enflasyon hedeflemesi ayrıntılı bir şekilde incelenmektedir. Bu bağlamda iktisat teorisinin konuya bakış açısı özetlenmekte ve çeşitli ülke uygulamalarına yer verilmektedir. Bunun yanında Türkiye'nin 1980'lerden başlayarak parasal tarihi incelenerek, elde edilen bulgular doğrultusunda enflasyon hedeflemesi stratejisinin Türkiye'de uygulanabilirliği incelenmektedir. Ayrıca bu çalışma Çukurova Üniversitesi Araştırma Fonu'na İİBF.2004.D5 No'lu proje olarak desteklenmiştir.

Çalışma boyunca bana değerli yorumları ile destek veren, bu çalışmanın gerçekleştirilmesinde büyük emekleri olan saygı değer hocam Muammer TEKEOĞLU'na, çalışmanın her aşamasında bana manevi destek veren eşim Hatice ve kızım Sena'ya bana gösterdikleri anlayış ve sabır nedeniyle ve tezin yazımı esnasında bana her türlü yardımda bulunan Araştırma Görevlisi arkadaşım Cevat Bilgin'e sonsuz teşekkür ediyorum.

Cuma BOZKURT

ADANA,2006

İÇİNDEKİLER

ÖZET.....	iii
ABSTRACT.....	iv
TABLolar LİSTESİ.....	x
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM**PARA POLİTİKASININ HEDEFLERİ VE UYGULANMA SÜRECİ**

1.1.Para Politikasının Hedefleri.....	5
1.1.1.Fiyat İstikrarı ve Düşük Enflasyon.....	6
1.1.2.Tam İstihdam ve Ekonomik Büyüme.....	10
1.1.3.Finansal Piyasaların ve Faiz Oranlarının İstikrarı.....	10
1.1.4.Ödemeler Bilançosu Dengesi.....	11
1.2.Para Politikalarının Uygulanması.....	11
1.3.Zaman Tutarsızlığı Problemi.....	15
1.4.Fiyat İstikrarı.....	17
1.5.Parasal Aktarım Mekanizmaları.....	20
1.5.1.Geleneksel Faiz Oranı Kanalı.....	23
1.5.2.Diğer Varlık Fiyatları Kanalı.....	25
1.5.2.1.Döviz Kuru Kanalı.....	26
1.5.2.2.Tobin'in "q" Teorisi.....	28
1.5.2.3.Servet Etkisi.....	29
1.5.2.4.Konut ve Emlak Fiyatları Kanalı.....	30
1.5.3.Kredi Kanalı.....	30
1.5.3.1.Banka Ödücü Kanalı.....	31
1.5.3.2.Bilanço Kanalı.....	33
1.5.3.3.Hanehalkı Bilânço Etkisi.....	37
1.5.4.Finansal Krizler.....	38

İKİNCİ BÖLÜM

PARASAL HEDEFLEME STRATEJİLERİNİN KURAM VE PRATİĞİ

2.1.Nominal Bir Çıpa İhtiyacı.....	42
2.2.Parasal Stratejilerin Seçimi.....	43
2.3.Parasal Hedefleme Stratejileri.....	44
2.3.1.Döviz Kuru Hedeflemesi.....	44
2.3.1.1.Döviz Kuru Hedeflemesinin Avantajları.....	46
2.3.1.2.Döviz Kuru Hedeflemesinin Dezavantajları.....	47
2.3.1.3.Döviz Kuru Tercihleri ve Çözümler.....	50
2.3.2.Parasal Hedefleme.....	55
2.3.2.1.Parasal Hedeflemenin Zorlukları.....	57
2.3.2.2.Parasal Hedefleme Uygulaması ve Sonuçları.....	58
2.3.3.Enflasyon Hedeflemesi.....	61
2.3.3.1.Enflasyon Hedeflemesi Sisteminin Benimsenmesinin Arkasındaki Rasyonalite.....	68
2.3.4.Enflasyon Hedeflemesi İçin Temel Gereksinimler.....	69
2.3.4.1.Merkez Bankasının Bağımsızlığı.....	69
2.3.4.2.Enflasyon Tahminleri.....	73
2.3.4.3.Para Politikası Araçlarının Kontrol Edilebilirliği.....	75
2.3.4.4.Faiz Oranlarının Fiyatlar Üzerindeki Etki Kanalları.....	76
2.3.4.5.Para Politikasının Şeffaflığı, Güvenilirliği ve Tutarlılığı.....	76
2.3.4.6.Hedefin Saptanması.....	82
2.3.4.7.Diğer Politika Hedefleriyle Etkileşim.....	82
2.3.5.Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Yapısı.....	83
2.3.5.1.Hedef Ufku.....	84
2.3.5.2.Hedef Seviyesi.....	90
2.3.5.3.Fiyat Endeksinin Seçimi.....	91
2.3.5.4.Hedef Bandının Genişliği.....	93
2.3.6.Nominal Gelir Hedeflemesi.....	96

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE UYGULAMALARI VE KARŞILAŞTIRMA

3.1.Parasal Hedefleme ve Para Politikasının Yapısı.....	102
3.1.1.Fiyatların Ölçüsü.....	104
3.1.2.Hedeflemenin Yönü.....	105
3.1.3.Merkez Bankasının Enflasyonu Kontrolü.....	106
3.2.Ülke Uygulamaları.....	107
3.2.1.Gelişmiş Ülkeler.....	108
3.2.1.1.Amerika, İngiltere ve Kanada.....	112
3.2.1.2.Yeni Zelanda, Almanya ve İsviçre.....	115
3.2.2.Kalkınmakta Olan Ülkeler.....	119
3.2.3.Geçiş Ekonomileri.....	126
3.3.Para Politikası Rejimlerinin Ayrıntılı bir Karşılaştırması.....	128

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE DE PARASAL HEDEFLEME VE FİYAT İSTİKRARI

4.1.Türkiye’de Para Politikaları ve Enflasyonun Önlenemeyen Yükselişi.....	139
4.1.1.1980–1985 Dönemi.....	140
4.1.2.1986–1990 Dönemi.....	141
4.1.3.1990–1995 Dönemi.....	145
4.1.4.1996–2001 Dönemi.....	147
4.1.5.2001–2005 Dönemi (Örtülü Enflasyon Hedeflemesi Dönemi).....	154
4.2.Türkiye’de Fiyat İstikrarı ve Merkez Bankasının Bağımsızlığı.....	160
4.2.1.Kurumsal ve Yapısal Düzenlemeler.....	162
4.3.Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi	164
4.3.1.Enflasyon Hedeflemesinde Operasyonel ve Stratejik Gereklilikler.....	166
4.3.1.1.Etkinlik.....	167
4.3.1.2.Hesapverebilirlik.....	167

4.3.1.3.Şeffaflık.....	169
4.3.1.4.Orta Vadeli Yönelme.....	169
4.3.1.5.Kredibilite.....	169
4.3.2.Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Süreci.....	170
4.4.Türkiye’de Parasal Büyüklükler ve Enflasyon Arasındaki İlişkinin Ampirik Bir Analizi.....	174
4.4.1.Metodoloji.....	174
4.4.2.Veriler.....	176
4.5.VAR Modelleri.....	178
4.5.1.M1 ve TÜFE’den Oluşan İki Değişkenli VAR Modeli.....	178
4.5.2.M1-TÜFE-İ’den Oluşan Üç Değişkenli VAR Modeli.....	182
4.5.3.M1-TÜFE ve Döviz Kurundan Oluşan Üç Değişkenli VAR Modeli.....	185
4.5.4.M1-TÜFE, İ ve GSYİH’dan Oluşan Dört Değişkenli VAR Modeli.....	189
4.5.5.Sonuç ve Öneriler.....	193

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ.....	196
KAYNAKÇA.....	201

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Resmi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler.....	104
Tablo:2 ADF Birim Kök Testleri Sonuçları.....	177
Tablo 3: M1 ve TÜFE Modeli İçin Johansen Eşbütünleşme Testi.....	178
Tablo 4:M1-TÜFE Modeli İçin Vektör Hata Düzeltme.....	179
Tablo 5: M1-TÜFE Modeli İçin Varyans Ayrıştırması.....	181
Tablo 6: M1-TÜFE-İ Modeli İçin Johansen Eşbütünleşme Testi.....	182
Tablo 7:M1-TÜFE-İ Modeli İçin Vektör Hata Düzeltme.....	182
Tablo 8: M1-TÜFE-İ Modeli İçin Varyans Ayrıştırması.....	184
Tablo 9: M1-TÜFE-Döviz Kuru Modeli İçin Johansen Eşbütünleşme Testi.....	185
Tablo 10: M1-TÜFE-Döviz Kuru Modeli İçin Vektör Hata Düzeltme.....	186
Tablo 11: M1-TÜFE-Döviz Kuru Modeli İçin Varyans Ayrıştırması.....	187
Tablo 12: M1-TÜFE-İ-GSYİH Modeli İçin Johansen Eşbütünleşme Testi.....	189
Tablo 13: M1-TÜFE-İ-GSYİH Modeli İçin Vektör Hata Düzeltme.....	189
Tablo 14: M1-TÜFE-İ-GSYİH Modeli İçin Varyans Ayrıştırması.....	191

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Para Politikası Stratejisi.....	14
Şekil 2: Para Politikası Stratejileri.....	44
Şekil:3 Bir Şok Sonrası Enflasyonun Davranışları.....	89
Şekil 4: Enflasyon Hedeflemesi Öncesi ve Sonrası Enflasyon Oranları.....	120
Şekil 5: Enflasyon ve Merkez Bankasının Bağımsızlığı.....	162
Şekil 6: Enflasyon Patikasının Görünümü.....	172
Şekil 7: M1-TÜFE Modeli İçin Etki-Tepki Fonksiyonları.....	180
Şekil 8: M1-TÜFE-İ Modeli İçin Etki-Tepki Fonksiyonları.....	183
Şekil 9: M1-TÜFE-Döviz Kuru Modeli İçin Etki-Tepki Fonksiyonları.....	186
Şekil 10: M1-TÜFE-İ-GSYİH Modeli İçin Etki-Tepki Fonksiyonları.....	190

GİRİŞ

Enflasyonun 1970'lerde ciddi bir sorun olarak dünya gündemine gelmesinden sonra fiyat istikrarının sağlanması para politikalarının öncelikli hedefi haline gelmiştir. Para politikası uygulamaları sosyal ve ekonomik şartlara ve merkez bankalarının konumlarına göre ülkeden ülkeye farklılıklar göstermesine rağmen, fiyat istikrarı para politikalarının nihai hedefi olmayı sürdürmüştür.

Merkez Bankaları'nın fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için iki temel stratejisi vardır. Bunlardan birisi, para politikasının parasal büyüklükler ve kur gibi ara hedefler dediğimiz değişkenler üzerine kurulmasıdır. Bu amacın gerçekleştirilebilmesi için, bu ara hedefler ile enflasyon arasında istikrarlı ve tahmin edilebilir bir ilişki olması lazımdır. Diğer strateji ise, merkez bankasının faiz oranları, rezerv para, nominal gelir gibi değişkenleri kullanarak para politikasını nihai hedefler üzerine kurmasıdır. Ara hedeflere ulaşmak daha hızlı ve daha kolay olurken, amaç değişkenlerin hedeflendiği durumda bazı gecikmeler olabilmektedir. Ama fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için parasal bir büyüklük hedef değişken olarak seçilirse, para talebinin veya paranın dolaşım hızının istikrarsız olduğu bir durumda hedeften sapmalar olacak ve nihai hedeflere ulaşmak zorlaşacaktır. Ancak nominal milli gelir ve enflasyon ise insanların yaşam maliyetini daha iyi yansıttığından kamuoyu fiyat istikrarına ulaşmada ortaya çıkacak maliyetlere daha kolay katlanma eğiliminde olacaklardır.

1970'lerde, gelişmekte olan ülkelerin çoğu Bretton Woods sisteminin çökmesini takiben döviz kuru hedeflemesini benimsemeye başlamışlardır. Bir kısım ülke daha esnek bir döviz kuru uygulamasını seçerken, yüksek enflasyon yaşayan Arjantin ve Brezilya gibi ülkeler sabit döviz kuru uygulamasını izlemeye devam etmişlerdir. Sermaye piyasalarının entegrasyonunun gelişmesi, 1922 Avrupa Parasal Sistemi(European Monetary System) ve Asya ve Latin Amerika ülkelerindeki krizlerden sonra sermaye hareketliliğinde artış gözlenmiş ve sabit döviz kuru rejiminin sürdürülmesi daha fazla tercih edilmeye başlamıştır. Gelişmekte olan ekonomiler ve geçiş ekonomileri para kurulu ve tam dolarizasyon düzenlemeleriyle döviz kurlarını nominal bir çapa olarak kullanmayı sürdürmüşlerdir. Bu süreçte sanayileşmiş ülkeler ise daha esnek döviz kuru düzenlemelerini uygulamışlardır. 1980'li yıllarda ise para ve enflasyon arasındaki istikrarsızlıkla birlikte para talebinin de istikrarsızlık göstermesi ve parasal hedefleme deneyimlerinin yetersizliğinin görülmeye

başlanmasıyla birlikte 1990'ların başlarında Yeni Zelanda, Kanada, Avustralya, Finlandiya ve İsveç gibi ülkelere enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemişlerdir.

Döviz kuru hedeflemesi stratejisi uygulayan bir ülke döviz kurlarını sabitlediği zaman para politikasını ülke içerisindeki şoklara karşı koyacak şekilde kullanma yeteneğinden yoksun kalmaktadır ve para politikasının bağımsızlığının zedelenmesi de ülkeyi spekülasyon saldırılarına açık hale getirmektedir. Para arzı artışları ile enflasyon ve üretim arasında istikrarlı bir ilişkinin olmaması da parasal hedefleme stratejisinin uygulanabilirliğini zedelemektedir. Nominal gelir hedeflemesinde ise nominal gelir hedefi halk tarafından reel gelirin hedeflenmesi şeklinde yanlış anlamalara yol açabilecektir. Enflasyon hedeflemesini başarıyla uygulayan Yeni Zelanda, Kanada, İngiltere, Avustralya ve Almanya gibi ülkelerin enflasyon oranlarının düşük olması ve kriz yaşamamış olmaları da beklentileri tahmin edecek yeni modellere ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir.

Bu teorilerin incelenmesinden de görüleceği gibi parasal hedefleme stratejilerinin uygulamada başarılı sonuçlar veren makul ve kabul edilebilir kısımlarını birleştiren bir açılıma ihtiyaç olduğu görülmektedir. Gerek ampirik gerekse teorik katkılar bu sürecin anlaşılmasında yol gösterici olacaktır. Bu çerçevede çalışmamız söz konusu stratejileri çeşitli boyutlarıyla inceleme ve analiz etme amacını taşımaktadır.

Türkiye'de yıllardır süregelen yüksek ve istikrarsız enflasyonun olumsuz etkileri önlenememiş ve siyasi ve ekonomik istikrarsızlıklar da beraberinde bir güvenilirlik sorunu ortaya çıkarmıştır. Bunun en son örnekleri ise 2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat krizleridir. Bundan dolayı piyasalarda süren güvensizlik problemini ortadan kaldırmak ve insanlardaki önyargıları kırmak kolay olmamaktadır. Bu yüzden enflasyonun makul bir seviyeye indirilmesi ve fiyat istikrarı için para politikası uygulamaları büyük önem arz etmektedir.

Para politikaları ve parasal hedefleme uygulamalarında kullanılan çok sayıda parasal büyüklük ve değişken mevcuttur. Merkez Bankası parası, parasal taban, rezerv para, M1, M2, M2Y, gibi merkez bankası bilançosundaki birçok değişken kullanılmaktadır. Buradaki en önemli amaç ise nihai hedef olan fiyat istikrarıyla en yakın ilişkiye sahip parametreyi yakalayabilmektir. Bu hedeflerin tutturulabilmesi merkez bankalarının kredibilitesi açısından son derece önemlidir.

Çalışmamız parasal hedefleme stratejilerini farklı boyutlarda incelemeyi amaçlamakta, iktisat teorisinin konuya yaklaşımını özetleyerek gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerdeki uygulamaları da göz önüne alarak bu ülkelerle Türkiye şartlarının bir karşılaştırması yapılarak parasal hedefleme stratejilerinin Türkiye’de uygulanabilirliği ile ilgili öneriler sunmaya çalışmaktadır.

Dört bölümden oluşan çalışmanın birinci bölümü para politikasının hedefleri, uygulanma süreci, fiyat istikrarı ve parasal aktarım mekanizması kanalları ile ilgilidir. Bu bölümde konuyla ilgili kavram ve görüşler detaylı bir şekilde ele alınmaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde parasal hedefleme stratejilerinin kuram ve pratiği ele alınmaktadır. Bu bağlamda döviz kuru hedeflemesi, parasal hedefleme, nominal gelir hedeflemesi ve enflasyon hedeflemesi detaylı bir şekilde ele alınarak bu kavramlarla ilgili ana terminolojiler açıklanmaya çalışılmıştır.

Üçüncü bölümde, parasal hedefleme stratejilerinin gelişmiş ekonomiler, kalkınmakta olan ekonomiler ve geçiş ekonomilerindeki uygulamaları incelenerek bu stratejilerin genel bir değerlendirmesi ve karşılaştırması yapılmaktadır.

Dördüncü bölümde ise parasal hedefleme stratejileri ve Türkiye’de fiyat istikrarı ele alınmaktadır. Bu bağlamda Türkiye’de uygulanan para politikaları ve enflasyonun gelişiminin bir özeti verilerek enflasyon hedeflemesi sisteminin Türkiye’de uygulanabilirliği teorik ve ampirik olarak test edilmekte ve uygulama önerileri sunulmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

PARA POLİTİKASI'NIN HEDEFLERİ VE UYGULANMA SÜRECİ

Fiyat istikrarının ve maksimum bir istihdam seviyesinin sağlanmasıyla birlikte uzun dönem faiz oranlarının makul bir seviyede olması para politikalarının etkili sonuçlar verebilmesi için büyük önem arz etmektedir. Aynı hedefler mali politikalarla meşgul olan politika yapıcılar tarafından da paylaşılmaktadır. Bu yüzden para politikası bu amaçlara ulaşmak için tek sorumlu olarak düşünülmemelidir. Para politikası kısa dönemde işsizlik oranını doğal işsizlik oranına en yakın seviyede tutmaya çalışır. Bu hedef dengeli bir ekonomik büyüme ortamının oluşturulmasına yardımcı olan parasal hedefleme politikası ile ilişkilidir. Yatırım planları faiz oranlarındaki belirsizliklerin minimum bir seviyede olmasını gerektirdiğinden, kısa dönemde döviz kurlarının çok fazla dalgalanmalardan korunması gerekmektedir. Bu yapılsa finansal paniklerin yaşanma ihtimali azalır ve finansal piyasalardaki istikrarın sağlanması kolaylaşır. Uzun dönemde ise sağlam bir ekonomik büyüme ile tutarlı olacak şekilde para arzı ve kredi piyasasının koşulları düzenlenerek ekonomik büyümeye ulaşılmaya çalışılır. Para politikasının diğer uzun dönem amacı ise herhangi bir fiyat seviyesi artışından kaynaklanan maliyetlerinin farkına varıp fiyat seviyesini sabit bir seviyede tutarak düşük enflasyon rakamlarına ulaşılmaya çalışmaktır.

Tüm bu hedeflere eşzamanlı olarak ulaşma çabaları para politikası için belirli uyumsuzlukları ortaya çıkarabilir. Mesela, para arzını arttırarak ve faiz oranlarını düşürerek ekonomiyi bir resesyonun dışına itme isteği merkez bankasının durağan bir fiyat seviyesini sürdürme isteğinde olduğunu ve bununla birlikte hedefin öncelikli hedef olup olmadığı konusunu ortaya çıkarır. Merkez bankası para arzını arttırırken enflasyon oranının yükselme riski artar. Dolayısıyla, sürekli bu tür zıtlıklar oluşur ve hangi amacın daha öncelikli olduğu tartışmaları devam eder.

Merkez bankası para politikası hedeflerinin herhangi birisine doğrudan ulaşamaz. Mesela, reel gelir seviyesini veya enflasyon oranını veya fiyat seviyesini kontrol edemeyebilir. Gerçekten merkez bankası ekonomik değişkenler için kontrol edebileceği belirli hedefleri belirleyerek bu hedeflere dolaylı olarak ulaşmaya

çalışmalıdır. Çıktı, enflasyon, işsizlik ve faiz oranları üzerinde tahmin edilebilir etkilere sahip olan hedef değişkenleri seçer ve bu hedef değişkenleri para politikası amaçlarına ulaşmak için kullanabilir. Merkez bankası bu hedef değişkenleri ya ara hedef ya da operasyon hedefleri olarak sınıflandırır.

Ara hedefler merkez bankasının doğrudan kontrolü altında olmayan, politika hareketlerine hızlı bir şekilde cevap veren, sık sık gözlemlenebilen ve politikanın nihai amacıyla ilgisi olan hedeflerdir. Ara hedef değişkeni niteliğindeki parasal büyüklükler, M1, M2 ve M3, kısa ve uzun dönem faiz oranları ve belirli bir seviyedeki ticari banka kredilerinden oluşmaktadır. Bu değişkenler merkez bankası tarafından doğrudan kontrol edilemez ama merkez bankasının belirlediği politika araçlarındaki değişikliklere karşı koyabilir. Daha da önemlisi, bu değişkenlerle ilgili sık aralıklarla kullanılan veriler para arzı verileri, haftalık kredi bilgileri ve günlük olarak kullanılan faiz oranı verileridir. Tersine, para politikasının gelirdeki, fiyatlardaki ve işsizlik oranındaki değişiklikler gibi nihai amaçlarını ölçen değişkenler daha az sıklıkta kullanılmaktadır. Hangi ara hedeflerin para politikasının nihai hedefleriyle tahmin edilebilir bir ilişkiye sahip olduğu konusu, özel sektörün kararlarından etkilenmekte ve zaman içerisinde değişme göstermektedir.

1.1. Para Politikasının Hedefleri

Para politikası maliye politikası ile birlikte ekonomik faaliyetlerin yönünün belirlenmesinde ve gelişiminde etkili olan iki temel politikadan birisidir. Merkez bankaları para politikalarını uygularken, ara hedefler ve faaliyet hedefleri belirlemekte ve para politikası araçlarını kullanarak nihai hedeflere ulaşmaya çalışmaktadır. Para politikası uygulamaları ülkeler arasında farklılıklar göstermesine rağmen, fiyat istikrarı merkez bankalarının nihai hedefi olmayı sürdürmektedir. Para politikasının amaçlarına getirilen sınırlamalardan dolayı, ekonomistler ve politika yapıcılar, para politikasının ekonominin uzun dönemli büyümesini etkilemeyeceği şeklinde görüşler ortaya koymaktadırlar. Bu görüşlere göre, büyümeyi potansiyel oranına çıkarmak için yapılan çabalar sadece daha yüksek enflasyon oranlarına sebep olmaktadır. Bundan dolayı para politikası yalnızca çıktıdaki kısa dönemli dalgalanmaları yavaşlatabilmektedir.

Para politikasının amaçlarını merkez bankasına karşı bir meydan okuma ile aynı görmek alışılmamış bir durum gibi görülebilir. Şüphesiz fiyat istikrarının para politikasının amacını aştığı konusunda bir konsensüs vardır. Herhangi bir para politikası gelecek enflasyon hedefi ve geçmiş önceden tahmin edilemeyen şoklara cevap olan bir stratejinin kombinasyonu olarak görülebilmektedir. Düşük enflasyon durumunda özel sektör, para politikası ile ilgili üç şeyi bilmek isteyecektir. Birincisi, düşük enflasyon oranı için merkez bankası nasıl bir eğilim gösterecektir? İkincisi, merkez bankası çıktı ve enflasyonun istikrarı için şoklara karşı koymada kısıtlanmış yetkilerle tam olarak neler yapabilecektir? Üçüncüsü, merkez bankası fiyat seviyesini arzu edilen uzun dönemli patikasına geri getirmek niyetinde midir? Merkez bankası politikalarının görünümü hakkındaki bu üç şeyin tümüne de açık olduğu zaman para politikasının etkinliği artış gösterir.

Para politikasının literatürde kabul edilen nihai hedefleri arasında fiyat istikrarı, tam istihdam, ekonomik büyüme, ödemeler bilânçosu dengesi, finansal sistemin istikrarı ve faiz oranının istikrarı yer almaktadır.

1.1.1. Fiyat İstikrarı ve Düşük Enflasyon

Fiyat istikrarının gerekliliğinin temel nedeni fiyat istikrarının sürdürülebilir ekonomik kalkınma için gerekli bir dayanak oluşturması ve ülke içerisindeki yaşamın istikrarı için zorunlu olmasıdır. Bugün fiyat istikrarının önemi tüm dünya tarafından kabul edilmektedir. Birinci ve İkinci Dünya Savaşı'ndan sonra bazı ülkelerde hiperenflasyonun yaşanmasını takiben, enflasyonun sosyal ve ekonomik yaşam üzerinde doğrudan ciddi etkilerinin olduğunun farkına varılmasıyla birlikte fiyat istikrarı da çoğu ülkeler tarafından dikkate alınmaya başlanmıştır. Öte yandan, 1920 yılının sonlarında yaşanan büyük depresyon, deflasyonla ilgili kaygıları arttırmış ve bu konuyla ilgili yeni ekonomik kalkınma teorilerinde ilerlemeler ortaya çıkmaya başlamıştır(Japan Bank,2000,s.5).

Fiyat İstikrarı genel bir tanım çerçevesinde, insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranının ifade eder. Bugün için gelişmiş ülkelerde %1 ile %3 arasındaki enflasyon oranlarının düşük enflasyon oranları olarak kabul edildiğini görmekteyiz.

Dolayısıyla fiyat istikrarı sadece düşük enflasyon oranına ulaşmayı değil; bu oranın sürdürülmesini de kapsar (TCMB,2002a,s.1). Yine, bir başka tanıma göre de fiyat istikrarı “fiyat seviyelerinin beklentilerdeki değişimler için temel ekonomik kararlar da önemli faktörlere sebep olmayacak şekilde istikrarlı olması” anlamına gelmektedir.

1970’lerden itibaren dünya genelinde yüksek oranlı enflasyon oranlarının uzunca bir müddet hüküm sürmeye başlamasıyla, enflasyon öncelikli ekonomik sorun olarak dünya gündemine gelmiştir. Bu durum fiyat istikrarının sağlanmasını para politikalarının birinci hedefi haline getirmiştir. Düşük enflasyon oranlarının görüldüğü durumlarda fiyatların gelecekteki seyrine ilişkin belirsizlikler azalacak ve daha sağlıklı tahminler yapılarak hata yapma ihtimali büyük ölçüde ortadan kaldırılabilecektir. Çünkü fiyat seviyesindeki istikrarsızlıklar, piyasa mekanizmasının etkinliğini azaltarak hane halkı ve firmaların geleceğe yönelik tahminlerinde hata yapmalarına sebep olmaktadır.

Fiyat istikrarı, fiyat düzeyinin sabit kalması anlamına gelmemekte; ekonomik karar birimlerinin gerek üretim ve tasarruf gerekse yatırım alanlarındaki karar verme süreçlerini bozmayarak, önlerini görebilmelerini sağlayacak kadar düşük bir enflasyon oranının sağlanması ve sürdürülmesini ifade etmektedir. Fiyat istikrarının para politikasının birincil amacı haline gelmesinde etkili olan en önemli unsur, piyasa ekonomisinde görece fiyatların malların üretim ve tüketimini yönlendiren temel faktör olmasıdır(Telatar,2002,s.8).

Genel fiyat seviyesi istikrarlı olduğu zaman, kişisel mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişiklikler direkt olarak nispi fiyatlardaki değişiklikleri yansıtır. Bu gibi durumlar altında, hanehalkı ve firmaların nispi fiyatlardaki değişikliklerin ve karar alabilmek için gerekli bilgilerin farkına varmaları kolay olur. Böyle olunca da rasyonel karar alma sürecine olumlu katkıları olmaktadır. Aksine, eğer fiyatlar genel seviyesi istikrarsız bir seyir gösterirse ve enflasyon veya deflasyon da onu takip ederse ekonomik ajanların bireysel fiyatlarda gözlemlenen değişikliklerin tüketici tercihlerinin değişmesi gibi özel mal ve hizmetlerin fiyatlarındaki değişiklikleri mi yoksa genel fiyat seviyesindeki değişiklikleri mi yansıttığının farkına varmaları çok zor olacaktır. Sonuç olarak, kaynakların ekonominin tümüne etkin bir şekilde dağıtılması sağlanamayabilir ve potansiyel büyüme maksimum seviyede gerçekleşemez(Japan Bank,2000,s.6).

Firmalar üretim ve yatırım için planlar yapmak ve aynı zamanda satış fiyatı ve ücret kararlarını vermek zorundadırlar. Benzer şekilde hanehalkları da tüketim ve tasarrufla ilgili planlarını yapmak zorundadır. Enflasyon ve deflasyon gelecekteki fiyatlarla ilgili belirsizliği arttırdığından ekonomik ajanların güvenilir ekonomik tahminler yapabilmek için rasyonel bir yapıda olmaları zorlaşacaktır. Buna ilaveten, artan belirsizliklerden dolayı daha yüksek karlar elde edilmesi durumu ortaya çıkarsa, uzun dönem faiz oranları yükselebilir ve yatırımlarda düşmeler meydana gelebilir. Belirsizliğin ekonominin her tarafına yayılması sonucu da potansiyel büyüme oranı doğal olarak düşüş gösterebilir(Japan Bank,2000,s.6).

Eğer fiyat istikrarı sağlanamazsa enflasyon meydana gelir ve toplum için bazı maliyetler ortaya çıkar. Bu maliyetler ekonomideki yüksek enflasyon oranları ile artma eğilimi gösterirken son çalışmalar, düşük enflasyon oranlarında bile önemli enflasyon maliyetlerinin ortaya çıkacağını göstermektedir. Yine enflasyonun neden olduğu zorluklar yüzünden gelecekteki harcama kararları da değişme gösterebilir. Yüksek enflasyon gelecekteki fiyat seviyesi ve nispi fiyatlarla ilgili belirsizlikleri artırır ve uygun üretim kararlarının verilmesi daha da zorlaşır (Mishkin,1997a,s.8-9). Ama fiyat istikrarı sağlandığı zaman bu durumlar ortaya çıkmayacağından para politikasının yürütülmesi kolaylaşacak, piyasalar etkin bir şekilde işleyecek ve geleceğe yönelik öngörülerde hata yapma ihtimali azalacak ve daha sağlıklı bir ekonomik yapının ortaya çıkmasına katkıda bulunacaktır.

Eğer beklenmeyen bir enflasyon meydana gelirse, faizleri nominal vadelerde sabitlenmiş olan mevduatlar gibi finansal varlıklar reel dönemde değerlerini kaybedecek ve alacaklılar da kayıplara uğrayacaklardır. Yine, nominal vadelerde sabitlenmiş finansal sorumluluklar reel vadelerde değerlerini kaybedecek ve borçlular fayda sağlayacaklardır. Benzer bir durum, nominal vadelerde sabitlenen ücretler gibi sözleşmelerde de görülebilir. Beklenmeyen deflasyon durumunun da borçlular ve alacaklılar üzerinde beklenmeyen enflasyonun ortaya çıkardığının tersi bir etkisi vardır. Tüm sözleşmeler fiyat dalgalanmalarına endekslenirse, fiyatlar genel seviyesindeki dalgalanmaların etkisine karşı bir bağımsızlık oluşabilir. Ancak tüm sözleşmelerin fiyat dalgalanmalarına endekslenmesi zordur. Sonuç olarak fiyat dalgalanmalarının gelir dağılımı üzerinde beklenmeyen etkileri olabilmektedir(Japan Bank,2000,s.6-7).

Fiyat istikrarının faydalarını şu şekilde özetlememiz mümkündür(ECB,2004,s.42-43);

- İnsanların nispi fiyatlardaki değişikliklerin farkına varmalarını kolaylaştırır ve firmaları ve tüketicilerin tüketim ile ilgili kararlarını yorumlamalarını kolaylaştırır,
- Faiz oranlarındaki risk primini azaltarak ve para politikalarının güvenilirliğini ve yatırımı güdüsünü arttırarak ekonomik refaha katkıda bulunur,
- Fiyat istikrarının sürdürülebilirliğinin inanılır olması bireylerin ve firmaların verimli kaynaklarını başka yerlere yönlendirme ihtimalini azaltır,
- Vergi sistemi ve sosyal güvenlik sistemlerindeki çarpıkları azaltır
- Enflasyon, elde tutulan nakitler için bir vergi olduğundan yüksek işlem maliyetleri ortaya çıkarmaktadır. Bu yüzden fiyat istikrarı nakit tutmanın faydalarını arttırır,
- Fiyat istikrarının sürdürülmesi refah ve gelirdeki keyfi dağılımları önler.

Para politikasının nihai hedefi hala fiyat istikrarı olduğundan çıktı ve istihdamın para politikasına dâhil edilmesini dikkate almak mümkün olmayabilir. Gelişmekte olan ülkelerde güvenilirliğin olmamasıyla birlikte yüksek enflasyon, mal ve emek piyasalarındaki yapısal katılıkların, ücretlerin ve sözleşmelerin endekslenmesinin, enflasyonist ataletin ve bu yüzden enflasyonsuzluğun çıktı maliyetlerinin yüksek bir seviyede olmasının habercisi olabilir. İstikrar programlarının başlangıcında, çıktı maliyetlerini hızlı bir şekilde azaltabilmek için nominal bir çıpa olarak döviz kuru kullanılırken, bu strateji aşırı değerlenmeye sebep olabilir ve büyük bir dış açığın görülmesi ve döviz kurunda ani bir çöküntü ihtimali ortaya çıkar. Bu durum enflasyonda yeniden bir sıçramaya neden olabilir. Ayrıca merkez bankası sadece yurtiçi enflasyonsuzluk kanallarına güvenerek daha tedrici bir enflasyonsuzluk politikası uygulamaya karar verebilir, çünkü böyle bir durumda enflasyonun düşürülmesi ihtimali daha yüksek olmaktadır(Kamin,Turner ve Dack,1998,s.8).

1.1.2. Tam İstihdam ve Ekonomik Büyüme

Ekonomi politikasında tam istihdamın bir amaç olarak belirlenmesi 1929 dünya ekonomik kriziyle başlamıştır. Tam istihdam tüm üretim faktörleri için hedeflenmektedir. Ancak, üzerinde durulan asıl konu emeğin tam istihdamıdır. Emek piyasasının istihdam durumu, ekonomideki tüm üretim faktörlerinin istihdam seviyesinin belirlenmesi için oldukça önemlidir. Para politikası açısından tam istihdam amacı, konjonktürel işsizliğin önlenmesini, yapısal, mevsimlik ve arızı işsizlik türlerinin ortadan kaldırılmasını da içermektedir. Ancak, tam istihdamın ölçülmesinde arızı ve mevsimlik işsizliğin tamamen ortadan kaldırılmasının zorluğu nedeniyle kabul edilebilir bir minimum işsizlik oranı tam istihdam sayılmaktadır. Gelişmiş bir ekonomide ortalama %3 oranındaki bir işsizlik normal kabul edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde bu oranın %5 olması normal karşılanabilir. Fakat gerçek yaşamda bu oranın tanımlanması çok farklı değerlendirmelere konu olmaktadır. Liberal iktisatçılar bu oranı oldukça yüksek düzeylerde ifade etme eğilimindeyken, Keynesçiler daha düşük olarak tanımlama eğilimindedirler (Paya,1998,s.148).

Ekonomik büyüme ise, ikinci dünya savaşından sonra önem kazanmaya başlamıştır. Daha önceki dönemlerde büyüme, konjonktür olgusundan ayrı olarak düşünülmüyor ve ekonomideki kısa dönemli dalgalanmaların hafifletilmesi daha önemli bulunmaktaydı. İkinci dünya savaşından sonra uzun süreli ekonomik gelişme sorunu da ekonomi politikasının amaçlarından biri olmuştur. Büyüme amacı, gelişmekte olan ülkelerde kalkınma amacıyla birlikte ele alınmaktadır. Ancak kalkınma anlam olarak daha kapsamlıdır ve ekonomik yapıdaki değişikliklerle beraber sosyal, kültürel ve politik yapıdaki değişiklikleri de içermektedir.

1.1.3. Finansal Piyasaların ve Faiz Oranlarının İstikrarı

Banka kesiminin fonlarının kısa dönemli, plasmanlarının uzun dönemli olması nedeniyle başarılı bir aktif-pasif yönetiminde dahi, banka kesimi zaman zaman nakit sıkıntısına düşebilir. Bu olgu banka kesimi için büyük bir tehdittir. Çünkü kendisine yönelik ödeme taleplerini yerine getiremeyen bir banka domino etkisiyle hızla yayılabilecek bir finansal krizi başlatabilir. Bu nedenle merkez bankaları banka

kesiminde ortaya çıkabilecek nakit darboğazlarının aşılması için devreye girerler (Paya,1998,s.149).

Faiz düzeyinde yaşanan büyük değişiklikler, borçlu-alacaklı ilişkisini bozmakta, ileriye dönük verimlilik hesaplarının yapılmasını zorlaştırmaktadır. Beklenen enflasyon ile gerçekleşen enflasyon arasında çok büyük farklar çıktığında duruma göre mali araçlar ya çok büyük karlar elde etmekte ya da büyük zararlara uğramaktadırlar. Bu nedenle merkez bankaları faiz düzeyindeki aşırı iniş ve çıkışlara da son derece duyarlıdırlar (Paya,1998,s.148).

1.1.4. Ödemeler Bilançosu Dengesi

Bilindiği gibi ödemeler bilânçosu, belli bir zaman döneminde (bir yıl) iç ve dış ekonomik birimler arasındaki ödemelerin rakamsal durumunu gösteren bir bilânçodur. Bilânçonun aktifinde ödeme girdileri, pasifinde ise diğer ülkelere yapılan ödemeler yer alır. Para politikasının ödemeler bilânçosu dengesini sağlayıp sağlayamayacağı noktası önemlidir. Bu dengenin sağlanması incelenirken yürürlükteki döviz kuru sistemiyle birlikte ele alınması zorunludur. Eğer sabit döviz kuru sisteminde para politikası ödemeler bilânçosu dengesinin sağlanmasını destekleyebiliyorsa sorun yoktur. Bu sağlanamadığında, dengeyi sağlamak için esnek döviz kuru sistemi önerilmektedir. Esnek döviz kuru sisteminde yabancı paraların fiyatı dalgalanmaya bırakılır. Paraların fiyatındaki değişmelerle ödemeler bilânçosu dengesi sağlanmaya çalışılır. Ödemeler bilânçosu dengesinin sağlanmasında bir diğer yol da döviz kontrollerine gidilmesidir. Yani hükümetin getirdiği düzenlemeler dış ödemelerle sınırlı tutulmakta ve bu yolla denge oluşturulmaktadır (Parasız,1996,s.3).

1.2. Para Politikalarının Uygulanması

Politika yapıcılar ve ekonomistler arasında düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranının yani fiyat istikrarının sürdürülmesinin para politikasının nihai amacı olduğu ile ilgili artan bir fikir birliği vardır. Yüksek ve değişken enflasyon toplumsal ve ekonomik olarak maliyetlidir. Bu maliyetler fiyat çarpıklıkları, büyümeyi engelleyen daha düşük yatırım ve tasarruflar, değerli madenlerin ve toprakların engellenmesi ve sermaye kaçışlarını içermektedir. Öte yandan daha yüksek çıktı ve daha düşük işsizlik gibi diğer

amaçlara ulaşmada para politikası araçlarının kısa dönemli manipölasyonlarının fiyat istikrarı ile uyumsuzluklar göstereceğini de yaşanmış olan deneyimler göstermiştir(Agenor,2000,s.3).

Merkez bankaları açık piyasa işlemleri, reeskont politikası, zorunlu karşılıklar politikası ve mevduat munzam karşılıkları gibi para politikası araçlarını kullanarak nihai hedeflere ulaşmaya çalışır. Para politikasının ara hedefleri ise para politikası araçlarıyla nihai hedefler arasında yer almaktadır. Para politikası uygulamalarında kullanılan iki tane ara hedef vardır. Bunlar faiz oranları ve parasal büyüklüklerdir. Ara hedeflerin en önemli rolü ise politika araçlarının makro ekonomik hedefler üzerinde arzu edilen etkilerin oluşup oluşmadığı konusunda Merkez Bankası'na bilgi sağlaması ve ekonomi üzerinde daraltıcı veya genişletici etkilerinden hangisinin meydana geldiği ile ilgili bilgileri ortaya koymasıdır.

Konjonktürel dalgalanmaların yön değiştirmesinde gecikmeler ve para politikasında değişiklikler meydana geldiği zaman, ekonominin tepkisinde de gecikmeler oluşur ve uygulanan politikaların bu dalgalanmaları gereken ölçüde yavaşlatması zorlaşır. Bundan başka merkez bankalarının çoğu uygulamada istikrarlı bir çıktı seviyesini sürdürmeye çalışırken, bunun için fiyat istikrarının sınırlandırılmasını yararlı bulurlar ve bu durum genişleyici para politikası uygulamalarında merkez bankasının politik baskılardan zarar görme ihtimalini azaltır(Kamin,Turner ve Dack,1998,s.6).

Sanayileşmiş ülkelerde, istatistiksel ölçümlerin zorluklarının ve çeşitli sektörlerdeki verimlilik trendlerinin farklılıklarını gösteren göreceli fiyat ayarlamalarının hesaplanmasında, sıfırdan ziyade küçük ama pozitif bir enflasyon oranının yeterli olduğu sık sık vurgulanmaktadır. Bir başka görüşe göre de hızlı bir şekilde gelişen ülkelerde enflasyon hedefinin biraz daha yüksek olması gerekebilir. Ticari sektörlerdeki verimlilik artışlarının yüksek olduğu ekonomilerde nispi fiyat ayarlamaları daha çok önem arz eder. Buna ilaveten, nominal fiyatların aşağıya doğru yapışkan olduğu durumlarda fiyatların serbestleştirilmesi aynı zamanda enflasyonu da yükseltecektir. Bur durum özellikler geçiş ekonomileri için önemlidir(Kamin,Turner ve Dack,1998,s.6-7).

Gelişmekte olan ülkelerde sadece fiyat istikrarıyla ilgili olarak para politikasının amaçlarının sınırlandırılmasıyla ilgili başka görüşlerde vardır. Çıktının daha küçük bir üretim aralığında toplanması, riski değiştirilebilen mali piyasaların daha sınırlı bir şekilde gelişmesiyle birlikte şokların önlenmesi için gösterilen çabaları zedeleyebilir ve hem içsel hem de dışsal konjonktür dalgalanmalarına karşı para politikası için daha büyük gereksinimler ortaya çıkar. Sonuçta mali sistemler gelişmeden kalırken, otoriteler ülkenin gelişme stratejisiyle ilgili olarak para politikalarının uygulanma süreçlerini araştırmaya başlarlar(Kamin,Turner ve Dack,1998,s.7).

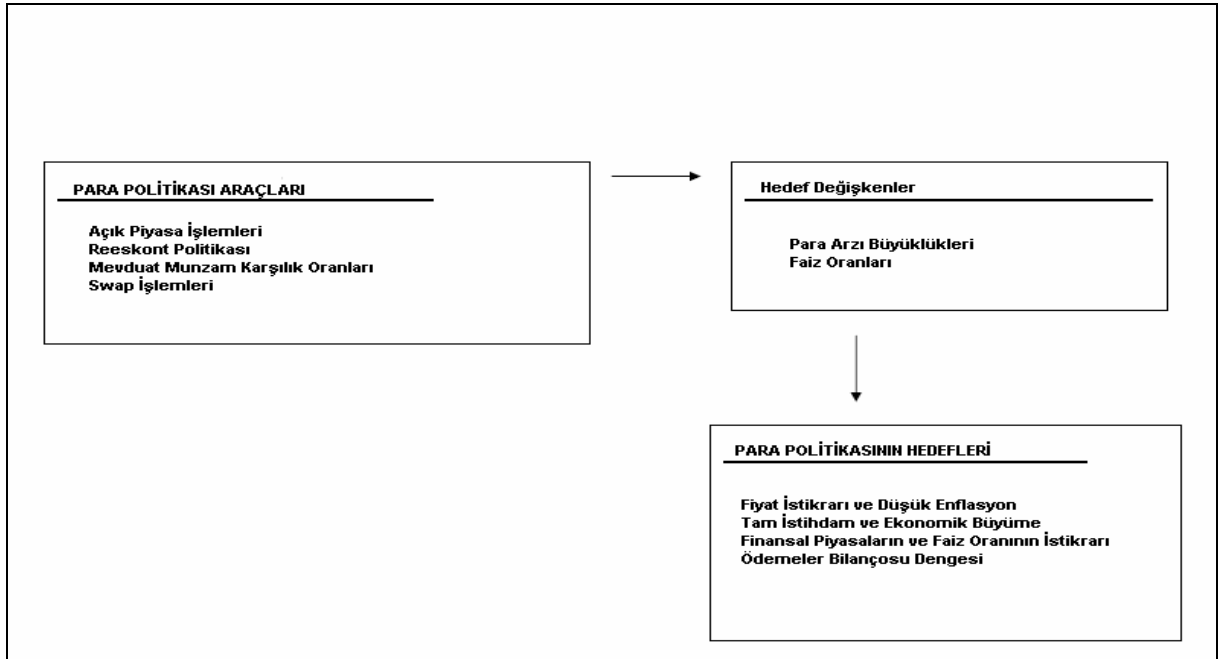
Öte yandan gelişmekte olan ülkelerde fiyat istikrarı amacına ulaşmada para politikası sanayileşmiş ülkelere göre daha zayıf kalabilir. Sanayileşmiş ülkelerde, daha uzun dönemlerde sadece fiyat seviyesinde değişiklikler ortaya çıksa bile, parasal genişleme genellikle kısa dönemde çıktıyla ilişkilendirilmektedir. Ancak gelişmekte olan ülkelerin çoğunda parasal genişlemenin ekonomik aktivite üzerindeki etkileri sınırlı olsa da yüksek fiyatlar ortaya çıkabilmektedir. Bu durum merkez bankasının güvenilirliğinin eksik olması ile birleşerek genellikle yüksek enflasyonun bir tarihini yansıtan enflasyonist psikolojiyi ortaya çıkarmaktadır. Bu yüzden para politikası hareketleri enflasyon beklentilerinde ve gerçek fiyatlarda anında değişiklikler ortaya çıkarır(Kamin,Turner ve Dack,1998,s.7).

Para politikası uygulamalarında para politikası araçlarıyla ara hedefler arasında faaliyet hedefleri yer almaktadır. Merkez Bankası'nın para politikası araçlarını kullanarak doğrudan doğruya etkileyebildiği büyüklükler faaliyet hedefleridir. Faaliyet hedefleri kısa dönem faiz oranları ve rezerv büyüklüklerdir. Merkez Bankası para politikası araçlarını kullanarak ilk olarak faaliyet hedeflerine ulaşmaya daha sonra da ara hedeflere ve nihai hedeflere ulaşmaya çalışır.

Literatürde ara hedeflerle faaliyet hedefleri arasında dört tür ilişkinin söz konusu olduğundan bahsedilmektedir(Aktan,Utkulu ve Togay,1998):

- İlk durum, Merkez Bankası'nın faaliyet hedefi olarak interbank faiz oranlarını kullandığı durumdur. Buna göre interbank faiz oranları ara hedef olarak kullanılır. Neticede kısa ve uzun dönem faiz oranlarındaki değişimler ekonomik faaliyet hacmini etkiler.

- Merkez Bankası faaliyet hedefi olarak faiz oranlarını, ara hedef olarak parasal büyüklükleri kullanır ve faiz oranlarını değiştirerek ara hedef olarak belirlediği parasal büyüklük hedefine ulaşmaya çalışır. Buna göre, ekonomik faaliyet hacmindeki değişimi belirleyen olgu parasal büyüklüklerde ortaya çıkan değişimdir.
- Merkez Bankası faaliyet hedefi olarak rezerv büyüklüklerini ve ara hedef olarak parasal büyüklükleri kullanır. Rezerv büyüklüklerini kontrol ederek parasal büyüklükleri kontrol etmeye çalışır. Buna göre bir önceki durumda olduğu gibi, ekonomik faaliyetlerin hacmindeki değişimi belirleyen olgu parasal büyüklüklerde ortaya çıkan değişimdir.
- Merkez Bankası faaliyet hedefi olarak faiz oranlarını ya da rezerv büyüklüklerini kullanarak ekonomide kredi hacmini kontrol etmek isteyebilir. Bu durumda kredi hacmindeki değişim ekonomik faaliyet hacminde ortaya çıkacak olan değişmeyi belirler.



Şekil 1: Para Politikası Stratejisi

1.3. Zaman Tutarsızlığı Problemi

1930'lardaki altın standardının kaldırılmasına kadar, enflasyon bir iktisadi sorun olarak dünya gündeminde yer almamıştır. Bu dönemde enflasyon oranındaki istikrardan çok, fiyat seviyesinde istikrar yaklaşımı öne çıkmıştır. 1930'lara gelindiğinde yoğun olarak karşılaşılan sorun enflasyon değil durgunluktur. Keynezyen politikalar bu ortam içerisinde şekillenmeye başlamış ve efektif talebin canlı tutulması önerileri gündeme gelmiştir. Enflasyon sorun olarak dünya gündemine asıl 1970'lerde girmiştir. Bu dönemde, Keynesyen politikaların ekonominin tam istihdam seviyesinin çok altında olduğu durumda etkili olduğu, diğer koşullarda çözüm sunamadığı vurgulanmıştır. Enflasyonun ciddi sorun olarak görülmeye başlandığı 1970'lerde politikaların ve araçların değiştirilmesi gereği ortaya çıkmıştır. Ekonomide oluşan kısa dönemli şoklara müdahale etmenin ekonomideki dengeleri bozduğu görüşü de bu dönemde sık sık vurgulanmaya başlanmıştır. Vurgulanan bir diğer görüş, uzun dönemde Philips eğrisinin geçersizliği ve genişlemeci politikaların uzun dönemde enflasyona yol açtığıdır. Para politikalarının temel hedefinin fiyat istikrarı olması gerektiğini savunanların diğer bir görüşü ise ücretler ile fiyatların ileriye dönük enflasyon beklentilerine göre şekillendiğidir. Büyümeyi hedefleyen aktif para politikasıyla, ekonomik birimlerin beklentilerinin değişmeyeceği varsayılarak enflasyon artırılmadan, üretimin artırılacağı ve işsizliğin azaltılacağı görüşü bu dönemde kabul edilmiştir. Ancak bu politikalar ekonomik birimlerin beklentilerini veri kabul ederek (firma ve işçilerin ücret ve fiyatlarda, dolayısıyla enflasyonda artış olmayacağını varsayarak) zaman tutarsızlığı sorununu göz ardı etmiştir. Başka bir deyişle, akılcı davranan ekonomik birimler üretim artışını hedef alan merkez bankasının gelecekteki politikasının genişlemeci olacağını öngörerek, ücret ve fiyatlarda artış yaparak enflasyonun beklentisine neden olurlar. Sonuç olarak, üretim artışı sağlanmadan yüksek bir enflasyon düzeyinde denge sağlanmış olur. Müdahaleci politikalar bu bağlamda üretimi değil enflasyonu artırmaktadır. Fiyat istikrarının büyümeyi olumlu etkilediği savunulmaktadır. Fiyat istikrarının sağlanması piyasa ekonomisinin beklentilerini olumsuz etkileyen enflasyon belirsizliğini azaltmakta ve sistemin daha etkin çalışmasını sağlamaktadır. Bu tartışmalar 1970'lerde gündemi işgal etmeye başlamış ve fiyat istikrarının sağlanması öncelikli politika hedefi haline gelmiştir(Karasoy,Saygılı ve Yalçın,1998,s1-2).

Makro ekonomi de dinamik tutarsızlık problemi Kydland ve Prescott'un 1977'de yapmış oldukları bir çalışmadan sonra dikkat çekmeye başlamıştır. Tutarsızlık, kontrol değişkenler için zaman patikasının belirlendiği t_0 zamanında optimal politika hesaplandığı zaman ortaya çıkıyor ve t gibi bir zamanda politika tekrar gözden geçirildiğinde optimal olmadığı görülüyor ve tutarsızlık ortaya çıkıyor.

Zaman tutarsızlığı problemi, ekonomik davranışların gelecekteki politika beklentilerinden etkilendiği görüşünden kaynaklanmaktadır. Para politikasıyla ilgili olarak beklentilerin sabitlendiği durumlarda, politika yapıcılar para politikasının beklenenden daha genişleyici olacağını takip ederek destekleyebilecekleri ekonomik çıktı veya daha düşük bir işsizlik oranının hangi seviyede olacağını bilirler. Böylece politika yapıcılar, para politikasını beklenenden daha genişleyici yapacak düzeydeki yüksek bir çıktı hedefine sahip olurlar. Ancak onların ücretler ve fiyatlarla ilgili kararları politika hakkındaki beklentileri ortaya koyduğundan, politika yapıcılar genişleyici para politikası uygulamalarında işçileri ve firmaları duyarsız olarak görmeyebilirler ve bu yüzden sadece enflasyon beklentilerini değil ücretler ve fiyatları da yükseltebilirler. Politika yapıcılarının firmaları ve işçileri duyarsız olarak görmemeleri sonucu çıktı daha yüksek olmayacak, ama ne yazık ki enflasyon daha da yüksek olacaktır. Zaman tutarsızlığı problemi, merkez bankası uygulamalarının optimal olduğu izlenimini verse bile, çıktıda herhangi bir artış olmamakla beraber yüksek enflasyonu optimalın altında bir değerle sonuçlandırmak eğiliminde olabilir (Mishkin,1997a,s.7).

Zaman tutarsızlığı problemi, politikaların güvenilirlik niteliğini ön plana çıkarmaktadır. Optimal politikalar zaman tutarsızlığını para politikasının taşıdığı enflasyonist eğilimin kaynağı olarak ortaya koyan çalışmalarda, hemen hemen istisnasız olarak söz konusu eğilimi yok etmeye yönelik çözüm önerileri üzerinde durulduğu söylenebilir. Politikaların zaman tutarsızlığının yarattığı güvenilirlik problemi temelinde çözüm önerilerinde, politika otoritesinin karşı karşıya olduğu güdü ve kısıtlar dikkate alınmaktadır. Para politikalarının güvenilirliği üzerine yapılan çalışmaların ortak noktasını parasal politika uygulamaları güdülerinin açık bir biçimde biçimlendirildiği, bu kişilerin karşısında bulunan halkın ise geçmiş deneyimlerinden dersler çıkartarak hareket ettikleri ve beklentilerini yeni duruma oldukça hızlı bir biçimde uyguladıkları bir ortamda karşılaşılan kısıtlamalar oluşturmaktadır (Swinburne,1991,s.419,Aktaran,Çiçek,2002).

Zaman tutarsızlığı analizleri biraz karmaşık olmasına rağmen günlük hayatımızda basit bir problem olarak karşılaşılabılıriz. Örneğin çocuğu olan herhangi bir kişi sürekli bu problem ile meşgul olmak zorundadır. Çocukları koruma konusunda pes etmek her zaman kolay olanıdır. Çoğu anne baba çocuğuna karşı koymaz ve çocuktan yapabileceğinden daha fazlasını bekler. Böylece görünüşte optimal olan çocuğun beklentilerinin değışmeden kalması optimal olmayan politikaya neden olur; çünkü çocuğun beklentileri ana babanın neler yaptıklarından etkilenmektedir. McCallum (1995)'e göre, zaman tutarsızlığı problemi merkez bankasının kendiliğinden enflasyona neden olan genişleyici bir para politikası izleyeceğini ortaya koymaz. Ücret ve fiyat belirleme sürecindeki beklentileri takiben ortaya çıkan problemler, beklenmedik bir şekilde genişletici para politikalarının izlenmesi sonucunu ortaya çıkarır ve merkez bankaları oyunun oynanmasına karar verebilir McCallum'un analizleri bir yere kadar doğru olmasına rağmen, zaman tutarsızlığı probleminin sadece bir adımda bu durumu geri kaydıracağını varsayılırız. Merkez bankası problemin farkına varsa bile, merkez bankasının izlediğı genişletici para politikası üzerinde genişletici para politikası beklentileri mevcut olduğundan dolayı hala baskılar var olacaktır (Mishkin,1997,s.7-8).

Zaman tutarsızlığının yarattığı güvenilirlik problemi ancak para politikasının uymak zorunda olduğu bağlayıcı politika ortamı sağlanabilirse aşılabilir. Bağlayıcı politika $t+1$ döneminde t döneminde ilan edilen politikadan ayrılmayı imkânsız kılar. Böylece ekonomik birimlerin beklentileri de uygulanan politika hedefleri doğrultusunda gerçekleşecektir (Usta,2003,s.8).

1.4. Fiyat İstikrarı

1970'lerin başına kadar hakim olan görüş, ekonomik büyüme ve enflasyon arasında bir değış-tokuşun var olduğ u ve yüksek ekonomik büyümeye ulaşabilmek için belirli bir miktar enflasyonun kabul edilebileceğı ve bu sayede hiperenflasyonlardan kaçınılabileceğı şeklindeydi. Ancak 1970'lerin sonunda birçok sanayileşmiş ülke, enflasyon tedricen yükselirken işsizliğin yükseldiğı ve ekonomik büyümenin yavaşladığı bir durumla karşı karşıya kalmıştır. Ortaya çıkan bu durumdan sonra, enflasyon beklentileri ekonomik ajanların aktiviteleri içinde yer almaya başlamış ve enflasyonun yavaşlamasıyla orta vadede canlandırıcı bir etkisi oluşmuş ve geriye sadece

zararlı etkileri kalmıştır. Fiyat dalgalanmalarını takiben insanlar enflasyon ve ekonomik büyüme arasında orta vadede bir değiş-tokuşun olmadığı ve fiyat istikrarının hem enflasyonist hem de deflasyonist sağlam ekonomik bir büyüme için önceden gerekli olan bir şey olduğunun farkına varmışlardır (Japan Bank,2000,s.5-6).

Fiyat istikrarı bir ülkenin sosyal ve ekonomik istikrarının sağlanmasının önkoşuludur. Fiyat istikrarı genel bir tanım çerçevesinde insanların yatırım, tüketim ve tasarrufa yönelik kararlarında dikkate almaya gerek duymadıkları ölçüde düşük bir enflasyon oranını ifade eder. Fiyat istikrarı sadece enflasyon oranına ulaşmayı değil; bu oranın sürdürülmesini de kapsar. Fiyat istikrarı'nın sağlanamamasının bir ülkenin ekonomik, siyasi ve sosyal yapısına verdiği zararın boyutları, ülkelerin son yirmi beş yıldır içinde bulunduğu durum ve diğer ülkelerin tecrübelerinde net bir şekilde görülmektedir. Fiyat İstikrarı'nın sağlanamamasının etkileri şu şekilde karşımıza çıkmaktadır(TCMB,2002a,s.2-5);

- Enflasyonist ortamlarda, firma ve tüketiciler ya da kısaca ekonomide karar alan tüm birimler, yatırım ve tüketim kararlarını alırken görece fiyat değişimlerini kolaylıkla ayırt edemezler ve sağlıklı karar alabilmek için gerekli ve yeterli bilgiye sahip olamazlar. Çünkü istikrarlı para, diğer bir deyişle istikrarlı fiyatlar iyi işleyen bir piyasa ekonomisinin temel taşıdır.
- Enflasyon, piyasadaki oyuncuların geleceği öngörememeleri ve gerekli bilgiye sahip olamamaları nedeniyle finansal piyasaların verimli finansal aracılık yapma yeteneklerini azaltır.
- Yüksek ve sürekli enflasyon yaşanan ortamlarda yatırımcılar, özellikle uzun vadeli yatırımlarının getiri oranlarında ek olarak enflasyon ortamının yarattığı belirsizlik nedeniyle risk primi talep ederler. Bunun sonucunda, yüksek risk primi içeren reel faiz oranları yüksek seyreder.
- Enflasyonun sonucu olan yüksek faizler, üretici açısından bakıldığında firmaların kredi taleplerini kısıtlarken, tüketiciler açısından bakıldığında özellikle sosyal adalet ile doğrudan ilişkili ve bir hak olan ev sahibi olmak gibi uzun vadeli finansman ihtiyacı gerektiren harcamaların

önkoşulu niteliğindeki kredi piyasalarının gelişmesini ve tüketicilerin uzun vadelerde kredi sağlamalarını engeller.

- Enflasyon yatırımlar üzerinde bir çeşit vergi yüküdür. Dolayısıyla, yatırımcılar açısından ek bir maliyet anlamına gelen enflasyon, yatırımların dönemler itibarıyla dalgalanmasına yol açtığından ekonomik büyüme oranında değişkenlik yaratır. Buna bağlı olarak, uzun vadede baktığımızda, yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde ortalama büyüme hızlarının düşük gerçekleştiği görülmektedir.
- Yüksek enflasyonun büyüme üzerinde bir diğer olumsuz etkisi, yatırımların verimliliği kanalıyla gerçekleşir. Ekonomik birimler, birikimlerini enflasyondan korumak amacıyla üretken olmayan yabancı para, gayrimenkul gibi alanlara kaydırır ve kaynaklarının büyük bir kısmını bu alana yöneltirler. Enflasyonist ortamın yarattığı belirsizlik nedeniyle yatırımların vadeleri kısılır ve ekonomideki kaynaklar, tekrar ekonomideki üretken alanlara dönemez. Diğer bir deyişle, ülke ekonomisindeki toplam kaynaklar dikkate alındığında, ülkenin gerçekleştirebileceği üretimden daha düşük miktarda üretmesine neden olur.
- Yüksek enflasyon işgücü piyasasının da etkin çalışmasını engeller. Böyle bir ortamda, iş arayanlar ve işverenler orta ve uzun vadede önlerini göremezler. İstikrarlı olmayan bir ekonomik ortamda, çalışmak isteyenler, hele vasıfsız iseler, geç iş bulur ve işlerini erken kaybederler.
- Yüksek enflasyon yaşayan bir ekonominin dış piyasalarda rekabet gücü zayıflar ve ülke dışı sermaye piyasalarına erişimi kısıtlanır. Bunun yanı sıra, enflasyon nedeniyle yaşanan belirsizlik sonucunda uzun vadeli yabancı sermayenin ülkeye üretken alanlarda kullanılmak üzere girişi azalır. Ekonomiye yurt dışından gelen sermayenin büyük ölçüde kısa vadeli ve spekülâtif olması dış şoklara karşı ülke ekonomisinin kırılgan olması sonucunu da beraberinde getirir.
- Bireyin karar alma süreçlerinde geleceğe bakmaktan çok geçmişe endeksleme alışkanlıkları ortaya çıkar, enflasyon atalet kazanır.
- Yüksek enflasyon yaşanan ülkelerde ekonomik politika uygulamalarının değiştirilme olasılığının daha yüksek olması gelecekle ilgili belirsizliği

arttırır. Bu belirsizliğin yarattığı şüphecilik ise politikaların başarıları önünde bir kısıt oluşturur. Dolayısıyla bir kısır döngü oluşur.

- Enflasyonist ortamlarda kaynak aktarımının adil olması da sağlanamaz. Diğer bir deyişle enflasyon, ekonomideki kaynaklar üzerinden gerçekleşen bir çeşit yolsuzluktur.

Ancak, fiyat istikrarına ulaşamamasının olumsuz etkileri sadece ekonomik bir çerçeveye ile de sınırlı değildir. Bu kapsamda:

- Enflasyon, toplumdaki güven duygusunu zedeler; insanların bugünleri ve gelecekleri ile ilgili bir belirsizlik, güvensizlik ortamı yaratır ve bu, bir toplumu tüm kesimleri ile, bireyleri ise yaşam süresinin her aşamasında tahrip eder. Fiyat istikrarının olduğu bir ortamda güven duygusu da vardır. Bu güven duygusu, insanların kendi paralarına dolayısıyla sahip oldukları değerlere, elde ettikleri gelirlere ve nihayetinde geleceklerine güvenmeleridir.
- Enflasyon nedeniyle gelir ve servet dağılımındaki bozulmanın sonuçları en çok toplumsal alanda etkisini gösterir. Bu koşullarda, en çok finansal olarak kendini koruma şansı az olan sabit gelirli kesimler üzerindeki baskı artar. Başka bir şekilde ifade edilirse, ülkenin yoksullaşması artar.
- Enflasyon, yatırım yapan kesimin olduğu kadar bütün toplumun davranış yapısını etkiler. Yüksek enflasyonun neden olduğu belirsizlik sonucu gerek ekonomik gerekse sosyal ve siyasal ilişkilerde ve süreçlerde kısa vadeli yaklaşımlar ve ahlaki olmayan davranışlar artar.

Sonuç olarak, fiyat istikrarının sağlanması karşımıza sadece ekonomik bir olgu olarak değil aynı zamanda ahlaki bir zorunluluk olarak da çıkmaktadır.

1.5. Parasal Aktarım Mekanizmaları

Modern finansal sistemlerde tanımlanan dört tane parasal aktarım mekanizması kanalı vardır. Birincisi, sadece kredi maliyetlerini değil aynı zamanda borçluların ve alacaklıların nakit akımını da etkileyen direkt faiz oranının etkileri yoluylaadır. Faiz

oranlarındaki değişiklikler borçlanmanın marjinal maliyetini değiştirir, yatırım ve tasarruflarda ve böylece de toplam talepte değişikliklere neden olur. Ortalama faiz oranlarındaki değişiklikler aynı zamanda borç alanlar ve verenler üzerinde nakit akımı etkisine de sahip olacaktır(Kamin ve Turner,1998,s.8-9). İkinci kanal, para politikasının ülke içindeki bono, emlak ve sermaye piyasalarını içeren varlık fiyatları üzerindeki etkisi yoluyladır. Üçüncü kanal kredi kanalıdır. Finansal krizler ise dördüncü önemli kanaldır.

Mali sistemleri sıkı bir şekilde kontrol edilen ya da zayıf gelişme gösteren ülkelerde faiz oranları piyasaları açık bir şekilde çalışmasına engel olabilir. Toplam talep genelde kredilerin fiyatlarından ziyade miktarından etkilenmektedir. Serbestleşme olsa bile, gelişmesi yüksek olan piyasalarda faiz oranı değişikliklerine ilaveten kredi değişiklikleri ekonomik aktiviteyi etkileyen önemli faktörler olarak tanımlanabilir. Yapılan araştırmalarda firmaların, hane halkının ve finansal kurumların mali durumlarının para politikası hareketlerinin yayılmasında anahtar bir rol oynayacağı görüşü ağırlık kazanmaya başlamıştır.

Bu kanalların fonksiyonları makro ekonomik yapıya ve mali yapıya nasıl bağlıdır? Bu konudaki araştırmaların önemli bir amacı parasal aktarım mekanizması ve mali sistem arasındaki ilişkiyi ortaya çıkarmaktır. Merkez bankası ile ilgili olarak yapılan birçok çalışma uluslararasılaşma ve serbestleşmenin ikiz etkileri altında ekonomilerin finansal sistemlerinin nasıl yayılma gösterdiğini araştırmıştır. Brezilya’da yapılan çalışmalar, parasal aktarım mekanizmasının ana kanallarının gücünü azaltma eğiliminde olan kronik enflasyonun birçok uyarlamayı nasıl ortaya çıkardığını açıklamak için makro ekonomik yapıya odaklanmıştır. Daha sonraları ise para politikasının etkisini eski haline getirmek için istikrar üzerine odaklanmışlardır(Kamin,Turner ve Dack,1998.s.9).

Para politikasının aktarım mekanizmasının standart görüşü, para politikası hareketlerinin ekonomiyi faiz oranları piyasasıyla etkilediği şeklindedir. Parasal aktarım mekanizması gelecekte beklenen kısa dönem ve şimdiki oranların bir ortalaması olarak uzun dönem oranları belirleyen faiz oranlarının vade yapısındaki beklentilere bağlıdır. Beklenen daraltıcı bir para politikası kısa ve uzun dönem faiz oranlarındaki yükselişi açığa çıkarır.

Faiz oranları sıfıra yakın olduğu zaman para politikasının nasıl çalıştığı konusu bir likidite tuzağının gerçekleşme ihtimalinden dolayı sürekli tartışma konusu olmuştur. Faiz oranları sıfır olmadığı zaman hanehalkı ve firmalar para balansları için sonsuz esnek bir talebe sahip olurlar. Böyle bir durumda para politikası güçsüzdür ve bir likidite tuzağı söz konusudur. Faiz oranları sıfır olduğu zaman hanehalkı ve firmalar para balanslarına doymuş bir hale gelebilirler ve para arzındaki herhangi bir artış harcamalar üzerinde doğrudan ve dolaylı etkilere ve farklı reel ve finansal varlıklara yer veren nihai değişiklikler ile birlikte hanehalkının portföyünde bir değişikliğe neden olur.

Güvenilirlik etkisinin yokluğunda, merkez bankasının, faiz oranlarının gelecekte beklenen kısa dönemli ve şimdiki oranlarında artışa sebep olan politikalarının çoğalması piyasanın beklentilerini değiştirir. Ama eğer parasal daralmanın enflasyonun düşmesini başarması beklenirse, gelecekteki nominal kısa dönem oranlar örtülü olarak azalabilir. Ancak para politikası hareketleri ve uzun dönem faiz oranları arasındaki ilişkiyi ele alan ampirik çalışmalar bu standart görüşle ilgili şüpheler ortaya koymaktadır(Kunter ve Janssen,2002,s.9).

Para politikasının ekonomik davranışlar üzerinde önemli etkileri vardır. Parasal aktarım mekanizmalarının da bu etkilerin meydana gelmesinde önemli rolü vardır. Bu durumla ilgili olarak birkaç nedenden dolayı parasal aktarım mekanizmalarının üzerinde durmak gerekmektedir. Birincisi, para politikasından etkilenen finansal değişkenleri anlamak, ekonominin reel ve finansal sektörleri arasındaki bağı anlamamıza yardımcı olacaktır. İkincisi, aktarım mekanizmasının iyi bir şekilde anlaşılması, politika yapıcılarının finansal büyüklüklerdeki dalgalanmaları daha iyi anlamalarına neden olur. Son olarak, parasal aktarım mekanizmalarıyla ilgili daha fazla bilgiye sahip olmak hedeflerin doğru seçilmesini kolaylaştırır. Mesela, parasal aktarım mekanizmasının kredi kanalı önemli ise, bankaların portföylerine odaklanmak daha fazla önem kazanmaktadır. Yine faiz oranı kanalı daha önemli ise merkez bankasının bir faiz oranı hedefine odaklanmasına ihtiyaç vardır(Nualtaranee,2005)

1.5.1. Geleneksel Faiz Oranı Kanalı

Parasal aktarım mekanizmalarına faiz oranı kanallarıyla başlanmasının nedeni, son elli yıldır faiz oranı kanallarının literatürde standart bir yerinin olması ve aynı zamanda makro ekonominin en önemli konularından olan Keynezyen IS-LM modelindeki parasal aktarım mekanizmasının da anahtarı olmasıdır. Parasal bir genişleme sonucu geleneksel Keynezyen IS-LM modelinde oluşan aktarım mekanizmasını şöyle özetleyebiliriz(Mishkin,1996,s.2); Para arzının artması ($M \uparrow$), reel faiz oranlarında bir düşüşe ($i_r \downarrow$) sebep olan bir para politikası genişlemesini göstermektedir. Faiz oranlarının düşmesi sermayenin maliyetini düşürüyor ve bu da yatırım harcamalarında bir artışa ($I \uparrow$) neden oluyor ve sonuç olarak toplam talepte ve çıktı da bir artışa ($Y \uparrow$) meydana geliyor.

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (1)$$

Keynes'in bu kanalın firmaların yatırım harcamaları hakkındaki kararlarıyla ilişkili olduğunu vurgulamasına rağmen daha sonraki çalışmalar tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarının da yatırım kararları olduğunu farkına varmışlardır. Böylece, yukarıdaki faiz oranı kanalları tüketim harcamalarına da uyarlanarak, şemadaki I , dayanıklı tüketim malı harcamalarını ve oturmaya elverişli yerleri de göstermeye başlamıştır(Mishkin,1996,s.2)

Geleneksel faiz oranı kanalıyla ilgili önemli bir husus, faiz oranlarıyla ilgili bir politika değişikliği direkt olarak merkez bankasının kontrolü altında olan (genellikle bir gecelik bankalar arası faiz oranı) para piyasasındaki tüm kısa dönem faiz oranlarını ve dayanıklı tüketim malları satın alınmasını veya konut dahil yatırımlar için en uygun olan tüm uzun dönem faiz oranlarını etkiler ve sonuçta da tüm faiz oranlarına yayılır. Faiz oranlarının vade yapısı boyunca para politikası hareketlerinin yayılması, beklentilerin durumunu ve finansal piyasaların organizasyonunu içeren çeşitli faktörlere bağlıdır (Kamin,Turner ve Dack,1998,s.10)

Faiz oranı mekanizmasının önemli bir özelliği, bu mekanizmanın firmaların ve tüketicilerin kararlarını etkileyen faiz oranının nominal faiz oranından ziyade reel faiz

oranı olduğunu vurgulamasıdır. Genişleyici para politikasından dolayı kısa dönem nominal faiz oranı düşecek ve bu da aynı zamanda kısa dönem reel faiz oranını düşürecek ve rasyonel beklentiler mevcut olsa bile fiyat katılığından dolayı bu durum devam edecektir. Uzun dönem faiz oranı, daha düşük reel faiz oranının uzun dönem reel faiz oranında bir düşmeye neden olacağını işaret eden gelecekte beklenen kısa dönem faiz oranlarının bir ortalamasıdır. Reel faiz oranlarının düşmesinden sonra firmaların sabit yatırımlarında, hane halkının yatırımlarında, dayanıklı tüketim malı harcamalarında ve envanter yatırımlarında artışlar olur ve bu üretimlerin hepsinden sonra da toplam çıktı da artış meydana gelir. Nominal faiz oranı sıfıra inerse, para arzındaki bir genişleme ($M \uparrow$), beklenen fiyat seviyesini ($P^e \uparrow$) ve bundan sonra da beklenen enflasyonu yükseltebilir ($\Pi^e \uparrow$) ve nominal faiz oranı sıfırda sabitlense bile reel faiz oranı düşer ($i_r \downarrow$) ve faiz oranı kanalıyla harcamaları uyarır:

$$M \uparrow \Rightarrow P^e \uparrow \Rightarrow \Pi^e \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (2)$$

Bu mekanizma, nominal faiz oranı para otoritelerince sıfıra düşecek şekilde uygulansa bile para politikasının hala etkili olabileceğini göstermektedir. Gerçekten bu mekanizma Amerikan ekonomisinin büyük depresyon esnasında neden bir likidite tuzağına saplanıp kalmadığı ve para politikasının bu dönemde çıktıdaki ani bir düşmeyi nasıl önlediği şeklindeki parasal tartışmaların da temel bir anahtarıdır (Mishkin, 1996, s.3-4).

Bu modelde, dayanıklı tüketim mallarının şimdiki değeri reel faiz oranıyla ters bir ilişki içersindedir. Daha düşük bir faiz oranı, diğer malların şimdiki değerini yükseltir ve böylece talepte de artış olur. Bu çerçevede faiz oranlarına duyarlı harcamalar borçlanmanın marjinal maliyetindeki değişikliklerden etkilenir. Faiz oranlarındaki değişiklikler aynı zamanda önemli sözleşmelerle ilgili ortalama oranlarda değişikliğe neden olur ve bu değişiklikler zamanla yeniden görülecek olan eski sözleşmelerin sayısını artırır. Benzer şekilde, mevduat oranlarındaki marjinal ayarlamalar da zaman içerisinde ortalama mevduat oranlarını değiştirecektir. Ortalama faiz oranlarındaki bu değişiklikler geliri ve borç verenlerin ve alanların nakit akımlarını etkileyecektir. Böylece ortalama faiz oranlarındaki hareketlere duyarlı politikalar, marjinal faiz oranlarındaki değişikliklerle birlikte ikame etkisi kadar önemli olabilen

harcamalarda gelir etkisine benzer bir şekilde nakit akımını teşvik eden değişikliklere sebep olacaktır. Ayrıca, bilanço pozisyonları da ortalama faiz oranının etkilerine karşı marjinal öneminin belirlenmesinde yardımcı olacaktır(Kamin,Turner ve Dack,1998,s.10).

Ortalama ve marjinal faiz oranlarının etkileri arasındaki farklılıkla ilgili olarak, reel ve nominal oranlar arasındaki ayrım önemlidir. Reel faiz oranları, borç alanların yatırım ve harcama kararlarını belirleyen borç almanın marjinal maliyetini de etkilemektedir. Reel oranların sabit kalmasıyla daha yüksek enflasyon beklentilerini yansıtan nominal faiz oranlarında bir artış olduğu zaman, borçlanmanın marjinal maliyeti değişmezken, ortalama faiz oranlarını değişikliğe neden olan borç alanların bilanço pozisyonları ve nakit akımları değişecektir. Bu nakit akımı etkisinin toplam talep üzerinde büyük etkileri olmaktadır(Kamin,Turner ve Dack,1998,s.10).

Taylor (1995), faiz oranı kanalları üzerindeki son araştırmalarla ilgili çalışma yaparak tüketim ve yatırım harcamaları üzerinde faiz oranlarının önemli etkilerinin olduğunu gösteren kuvvetli bir ampirik kanıt ortaya koymuştur. Bu durum oldukça çok tartışmaya yol açmıştır. Çünkü çoğu araştırmacı, mesela Bernanke ve Gertler (1995), sermayenin maliyeti yüzünden faiz oranlarının önemli etkilerinin tanımlanmasında ampirik çalışmalarda büyük zorluklarla karşılaşıldığı şeklinde alternatif bir bakış açısı sunmuşlardır(Mishkin,1996,s.4).

1.5.2. Diğer Varlık Fiyatları Kanalı

Bir ekonomide faiz oranlarındaki değişikliklere duyarlı politikalar aynı zamanda en önemlileri bono, hisse senedi ve emlak olan varlık fiyatlarını da etkiler. Mesela, İsrail’de 1990’larda faiz oranları konut ve hisse senedi piyasalarındaki dalgalanmaların arkasındaki önemli bir faktör olmuştur. Sermaye piyasası 1993’ün sonlarında zirveye ulaşmış ve 1993 ve 1994’lerde faiz oranları bir çukur seviyesine indiği zaman konut fiyatları dalgalanma göstermiştir. Aynı şekilde Kolombiya’da da son yıllarda geçici de olsa varlık fiyatlarının para politikasına tepkisi kolayca gözlemlenmiştir. Uzun dönem faizleri sabitlenmiş olan bono piyasaları önemlidir çünkü daha yüksek kısa dönem faiz oranları bono fiyatlarında bir düşmeye neden olur. Gelişmiş piyasalarda olduğu gibi

parasal aktarım mekanizmasının bu kanalını güçlendirmek mümkün olmaktadır(Kamin,Turner ve Dack,1998,s.11).

Para politikasının ekonomi üzerindeki etkilerinin analizi için IS-LM paradigmasına parasal bir çözüm, diğer çoğu varlık fiyatlarından ziyade sadece bir varlık fiyatı üzerine odaklanmaktadır. Diğer kanalların makro modelinin özellikleri, diğer varlık fiyatlarının parasal aktarım mekanizmasına kritik etkileri olduğunu gören Franco Modigliani gibi Keynezyenlerce inşa edilmiştir. Literatürde aktarım mekanizması üzerinde önemli görülen iki varlık vardır: Döviz Kuru ve Hisse Senetleri.

1.5.2.1. Döviz Kuru Kanalı

Para politikası fiyatlar aracılığı ile döviz kurlarını etkileyebilmektedir. Gerçekten gelişmekte olan çoğu ülkede özellikle bono, hisse senedi ve emlak piyasaları gibi temel piyasalarda döviz kurları para politikası tarafından etkilenen en önemli varlık fiyatıdır. Döviz kurları dalgalı olduğu zaman, uygulanacak sıkı bir para politikası faiz oranlarını yükseltir, yurtiçi varlıklara olan talebi arttırır ve nominal faiz oranlarında ve en azından başlangıçta reel faiz oranlarında değer artışlarına neden olur. Bu değerlenme harcamaları iki yolla besleyebilir. Birincisi, nispi fiyat etkisidir. Bu durumda, yurtiçi mallara olan talep azalma eğilimi gösterir, yabancı mallara göre daha pahalı hale gelir ve toplam talepte düşmeler meydana gelir. İkinci olarak, döviz kurundaki değişiklikler önemli bilanço etkilerinin oluşmasına yardımcı olabilir. Çoğu ülkede, hane halkı ve bankalar yurtiçindeki banka sistemi vasıtasıyla yabancı para cinsinden borçlara sahip olurlar. Döviz varlıklarıyla borçlar tam olarak dengelenemezse döviz kurundaki değişiklikler harcamalarda ve borçlardan varlık oranlarına önemli ayarlamalara neden olur. Ülke içindeki insanlar dünyanın geri kalanına kıyasla kar elde etmezler ve döviz kurunun aşırı değerlenmesi, yurtiçi talepte bir genişlemeye neden olabilen bilanço pozisyonlarının düzelmesine neden olur. Böylece, bu bilanço etkisi bazı durumlarda baskın olsa bile nispi fiyat etkisini dengeleme eğilimi gösterebilir(Kamin, Turner ve Dack,1998,s.12).

Reel faiz oranları düştüğü zaman, yabancı paralar içindeki diğer mevduatlara göre ülke parası cinsinden mevduatlar daha az cazip hale gelir ve bu mevduatların değeri düşer ve kurlarda bir düşme ($E \downarrow$) meydana gelir. Yurtiçi paranın daha düşük

değerinden dolayı, yurtiçi mallar yabancı mallara göre daha ucuz olur ve net ihracatta ve nihai olarak da toplam çıktıda artış meydana gelir(Mishkin,1996,s.5);

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow E \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (3)$$

Bu örnek ABD ekonomisi için verilmiştir. Aynı durumu Türkiye ekonomisine uygulayacak olursak:

$$M \uparrow \Rightarrow i_r \downarrow \Rightarrow TL \downarrow \Rightarrow NX \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Esnek döviz kurunun uygulandığı küçük açık ekonomilerde döviz kuru kanalı yukarıda anlatılan durumun tersine bir durum ortaya çıkarabilir ve sadece toplam talebi değil toplam arzı da etkileyebilir. Mesela, para politikasındaki bir gevşeklik döviz kurunda değer kaybına neden olabilir ve ithalat maliyetlerinde yurtiçi para cinsinden bir artış olur ve bu durumdan sonra firmalar herhangi bir toplam talep genişlemesinin olmadığı durumlarda bile yurtiçi üretici fiyatlarının yükselmesini teşvik edebilirler. Döviz kurundaki değişiklikler çoğu ülkede gelecekteki fiyat hareketlerinin bir sinyali olarak görüldüğünden yüksek ve değişken bir enflasyon ortamında, maliyetlerin yapısı yoluyla çalışan ithalat maliyetlerindeki hareketlerden önce bile ücretler ve fiyatlar değişebilir. Döviz kuru sabitlendiğinde veya sıkı bir şekilde yönetildiğinde para politikasının etkisi azalabilir ama tamamen kaybolmaz. İsrail’de olduğu gibi döviz kurları geniş bir bant aralığında dalgalanma gösterebilir. Bundan başka yurtiçi ve yabancı varlıklar tam olarak ikame edilemezse, yurtiçi faiz oranlarını uluslararası seviyelerden saptıracak bazı durumlar söz konusu olabilir. Bu nedenle nominal döviz kuru sabitlense bile, para politikası fiyat seviyesindeki hareketlerle reel döviz kurunu etkileyebilir. Böyle bir durumda, daha uzun veya daha kısa gecikmeler olsa bile para politikası net ihracatı etkileme gücünü elinde bulundurur. Ama yurtiçindeki varlıklar ve mali varlıklar, Arjantin ve Hong Kong’da olduğu gibi para kurulu düzenlemeleri altında olabilir ve tam ikameye açık olmayabilirler veya Arjantin ve Peru’da olduğu gibi bir dolarizasyon geleneği söz konusu olabilir ve para politikasının faaliyet alanı sıkı bir şekilde sınırlanabilir(Kamin,Turner ve Dack,1998,s.13).

Parasal aktarım mekanizmasında hisse senedi fiyatlarını içeren iki önemli kanal vardır: Tobin'in "q" teorisi ve tüketim üzerindeki servet etkisi.

1.5.2.2. Tobin'in "q" Teorisi

Tobin q'yu firmaların piyasa değeri/sermayenin yenileme maliyeti olarak tanımlamaktadır. Eğer q yüksekse, firmaların piyasa değeri sermayenin yenileme maliyetine göre yüksek olacaktır ve yeni fabrikalar ve sermaye ekipmanları ticari firmaların piyasa değerine göre ucuz olacaktır. Firmalar hisse senedi çıkarabilirlerse, satın aldıkları ekipmanlar ve fabrika yapımının maliyetine göre daha yüksek bir fiyat elde ederler. Böylece firmalar sadece küçük bir hisse senedi çıkararak birçok yeni yatırım malları alabilecek ve yatırım harcamaları yükselecektir. Bir başka deyişle, q düşük olduğu zaman firmalar yeni yatırım malları alamayacaktır çünkü firmaların piyasa değeri sermayenin maliyetine göre düşük olacaktır. Eğer firmalar q düşükken sermaye elde etmek isterlerse, başka bir firmayı ucuz bir şekilde alabilirler ve sermaye elde ederler. Bu durumdan sonra da yatırım harcamaları düşük olacaktır (Mishkin,1996,s.6).

Bu durum, sermayenin maliyetinin etkilerini azaltır ve hisse senetleri tesis ve ekipmanların maliyetlerine göre daha yüksek bir fiyat oluşumuna neden olabilir. Bu yüzden bankaların kredi oranlarının kolay politikalara tepkisi küçük olsa bile para politikası sermayenin maliyetini ve ondan sonra da yatırım harcamalarını etkileyebilir. Varlık fiyatlarındaki değişimlere duyarlı politikalar aynı zamanda hanehalkı ve girişimcilerin net değerini değiştirerek talebi de etkileyebilir. Meydana gelebilecek başka değişiklikler gelirle ilgili beklentilerin gözden geçirilmesini tetikleyebilir ve hane halklarının tüketimlerinde ayarlama yapmalarına sebep olur. Benzer şekilde, firmalarca tutulan varlıkların değerindeki değişikliklere duyarlı politikalar yatırımları finanse edecek mevcut kaynakların miktarını değiştirecektir(Kamin,Turner ve Dack,1998,s.11).

Bu tartışmada sorunun merkezi, tobin q'su ve yatırım harcamaları arasındaki bağlantıyla ilgilidir. Ancak para politikası hisse senedi fiyatlarını nasıl etkileyecektir. Monetarist görüşte, para arzı arttığı zaman halkın elinde istediklerinden daha fazla para olacak ve harcamalarını arttırarak tuttıkları para miktarını azaltmaya çalışacaklardır. Halkın daha fazla harcama yapacağı bir yer de menkul kıymetler piyasasıdır. Bu durum

hisse senetlerine olan talebi yükseltecek ve bu nedenle hisse senedi fiyatları artış gösterecektir. Keynezyen yaklaşım da benzer bir sonuca ulaşmaktadır. Çünkü onlar, genişleyici para politikalarından dolayı faiz oranlarındaki düşmenin bono ve tahvilleri hisse senetlerine göre daha az cazip yaptığını ve hisse senedi fiyatlarında artışa neden olduğunu gözlemlemişlerdir. Bu görüşleri birleştirirsek, daha yüksek hisse senedi fiyatları ($P_e \uparrow$), daha yüksek q 'ya sebep olacak ($q \uparrow$) ve böylece daha yüksek yatırım harcamaları da ($I \uparrow$) çıktıda artışa neden olacaktır(Mishkin,1996,s.7).

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow q \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (4)$$

1.5.2.3. Servet Etkisi

Bu kanal Franco Modigliani tarafından kuvvetli bir şekilde savunulmuştur. Modigliani'nin yaşam dönemi (life-cycle) modelinde, tüketim harcamaları tüketicilerin beşeri sermaye, reel sermaye ve finansal servetlerinin bir bileşimi olan yaşam boyu kaynaklarıyla belirlenmektedir. Finansal servetin önemli bir bileşimi adi hisse senetleridir. Hisse senedi fiyatları yükseldiği zaman, finansal servetin değeri yükselecek, böylece tüketicilerin yaşam boyu kaynakları yükselecek ve tüketim de yükselebilecektir(Mishkin,1996,s.7).

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{servet} \uparrow \Rightarrow \text{tüketim} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (5)$$

Hanehalkı ve firmaların borçları geri ödemelerine engel olan değişiklikler olduğu zaman varlık fiyatlarında meydana gelebilecek bir düşmenin özellikle harcamalar üzerinde kuvvetli etkilerinin olması beklenebilir. Benzer bir etki borçlarla ilgili gelecekteki endişeler artarsa da görülebilir. Mesela, sermaye ve bono fiyatlarında meydana gelen önemli bir düşme likit varlıkların kredileri geri ödeyebilme güçlerini azaltır. Böylece hanehalkı ve firmalar mali sıkıntılara karşı savunmasız bir duruma gelebilirler ve harcamayı ve borçlanmayı bırakarak bilânço pozisyonlarını yeniden inşa etmeye başlarlar. Para politikası hareketlerinin toplam talep üzerindeki etkileri bilânçolar ve varlık fiyatları yoluyla çalışır ve ekonomik aktivitelerin tepki vermeye başlamasıyla artış gösterebilir. Mesela, faiz oranlarındaki artışlar varlık fiyatlarını düşürebilir ve ilk olarak çıktıda ve gelirden bir azalmaya neden olabilecek olan

bilançoları zayıflatır. Ekonomik aktivitede meydana gelen bu durum firmaların ve hane halkının nakit akımını azaltır ve mali sıkıntı durumlarında zarar görme ihtimallerini artırır ve harcamalarda yeniden bir azalmaya neden olur. Bu şekilde, başlangıçtaki para politikası hareketleri sonradan tersine dönse bile parasal durumlardaki değişiklikler ekonomik aktivitedeki sallantıların devam etmesinde neden olur. Malezya’da 1985-86’larda yaşanan oldukça şiddetli resesyon hali bu duruma örnektir. Mallarda ve emlak fiyatlarında meydana gelen düşüşler yerli ve yabancı talepte meydana gelen azalmalara eşlik etmiştir. Sonuç olarak, birçok girişimcinin nakit akımında oluşan daralmalar, gelirin azalmasına, varlıkların değerinde çöküntülere ve borç servislerinin maliyetlerinde artışlara neden olur(Kamin,Turner ve Dack,1998,s.11-12).

1.5.2.4. Konut ve Emlak Fiyatları Kanalı

Tobin q’sunu konut piyasasına uygularsak, konutlar hisse senedi sayılır. Konut fiyatlarında, konutların fiyatını yenileme maliyetine göre yükseltecek bir artış Tobin q’sunu artırır ve konut yapımını canlandırır. Benzer şekilde, konut ve toprak fiyatları servetin ve tüketimin son derece önemli bir bileşimidir. Toprak ve konut fiyatlarını yükselten parasal bir genişleme, yukarıda bahsettiğimiz mekanizmadan dolayı toplam talepte bir artışa neden olur. Bu nedenle parasal aktarım mekanizması aynı zamanda konut ve toprak fiyatları kanallarında da etkisini gösterir(Mishkin,1996,s.8).

1.5.3. Kredi Kanalı

Kredi kanalı görüşünün temel özellikleri şöyledir: Eksik bilgi veya maliyetli sözleşmelerin zorlanması gibi dışarıdan yapılan her zamanki müdahaleler finansal piyasaların düzgün bir şekilde işleyişine engel olur ve içerideki fonların fırsat maliyetleri ile maliyetleri dışsal olarak artan fonlar arasında bir engel oluşturmasını bekleriz. Dışsal finans primi olarak adlandırdığımız bu engel, borç verenler ve borç alanlar arasında var olan temel-ajan problemiyle birlikte ölü maliyetleri gösterir. Borç alanların her zamanki gibi kendilerini borç verenlerden daha iyi bilgiye sahip olarak görmeleri sonucu oluşan limon primi(lemon premium) ve borç alanların ahlaki riskten kaynaklanan davranışları sonucu oluşan maliyetlerdeki çarpıklıklar ve ahlaki riski sürdürmelerinden doğan sözleşmelerdeki sınırlamalardan dolayı, dışsal finans priminde

gösterilen faktörler içinde borç verenlerin beklentileri tahsilat, uyarılar ve maliyetlerin değerlendirilmesi yönündedir(Bernanke ve Gertler,1995,s.10-11).

Krediler için özel piyasaların ülkelerin fakirce gelişme göstermeleri veya serbestleşme politikaları sonucu yapılan düzenlemelerle engellendiği ülkelerde, kredi fiyatlarındaki doğrudan ve dolaylı değişikliklerden ziyade kredilerin gücünün ve miktarının değiştirilmesinin toplam talebi etkilemesi daha muhtemeldir. Bu durum özellikle kredi miktarı üzerinde bağlayıcı veya yol gösterici kontroller olduğu zaman doğru olabilir. Ayrıca, faiz oranları üzerinde bağlayıcı bir üst sınırın olması veya Çin'deki gibi yasal bir oranın olması bankaların kredi tayinlaması kullanımlarını güçlendirir ve böylece kredi gücünün etkilerinin önemi artar. Sonuç olarak, hükümetin kredi piyasasıyla direkt olara etkilenmesi ya bankaların resmi olarak genişlemesiyle veya ticari banka kredilerinin finansal çöküntüye uğraması yoluyla benzer bir etkiye sahip olacaktır(Kamin,Turner ve Dack,1998,s.13).

Kredi kanalının savunucularına göre para politikasının etkileri sadece faiz oranlarının genel seviyesiyle değil, aynı zamanda dışsal finans priminin büyüklüğü ile de ortaya çıkar. Dışsal finans primindeki bu tamamlayıcı hareket, tek başına faiz oranlarına başvurmak yerine para politikasının durumunun ve gücünün etkilerinin daha iyi olacağını açıklamamıza yardım eder(Bernanke ve Gertler,1995,s.11).

Kredi piyasalarında enformasyon probleminin bir sonucu olarak parasal aktarım mekanizmasının iki tane temel kanalı vardır: Banka Ödücü Kanalı ve Bilanço Kanalı.

1.5.3.1. Banka Ödücü Kanalı

Kredilerin gücü aynı zamanda bir piyasada veya başka piyasalarda kredilendirilebilen kaynaklardaki değişikliklerden de etkilenebilmektedir. Bu görüşün özü, sıkı para politikası uygulandığında ve bankalar kredi olarak kullanılabilecek fon kaynaklarını kaybettiklerinde faiz oranı kanalına ilave olarak, banka ödücü kanalının varlığını ortaya koymaktadır. Bazı araştırmacılara göre, bu bakış açısı özellikle uluslar arası sermaye piyasası gibi daha geniş fon kaynaklarıyla bağlantı kuramayan ve fonlama yapmaları mevduatlara bağlı olan küçük bankalara uygulanabilir. Bazı firmalar ağır bir şekilde bankaların finansmanına bağlı olabilir ve banklardaki kredilendirilebilen

kaynaklardan diğer piyasalara olan kaymalar artan faiz oranlarının etkilerinin dışında toplam talep üzerinde bir etki oluşturmak için güç harcayabilir (Kamin,Turner ve Dack,s.14-15).

Bu kanalın temel görüşüne göre bankalar finansal sistemde özel bir rol oynarlar. Çünkü bankalar, kredi piyasalarındaki asimetric enformasyon probleminin çözümünde rol üstlenmektedirler. Bankaların özel rolünden dolayı, belirli borç alıcılarına bankaları kendilerine borç vermezler ise, bu firmalar kredi piyasalarına giremeyeceklerdir. Bankaların mevduatları ile diğer fon kaynakları arasında tam ikame edilebilirlik yoktur. Bu nedenle banka ödöncü kanalı şu şekilde işler. Bankaların rezervlerini ve mevduatlarını yükselten genişleyici bir para politikası, banka kredilerinin miktarını yükseltir. Kredilerdeki artış ise yatırım harcamalarında ve muhtemelen de tüketim harcamalarında bir artışa neden olacaktır. Para politikasının bu etkisini şema ile gösterecek olursak (Mishkin,1996,s.9);

$$M \uparrow \Rightarrow \text{banka mevduatları} \uparrow \Rightarrow \text{banka kredileri} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (6)$$

Banka ödöncü kanalıyla ilgili olarak para politikası aynı zamanda, dışsal finans primini, ara kredilerin özellikle ticari bankaların kredilerinin arzındaki değişikliklerle de etkileyebilir. Çoğu ülkede ara kredi kaynaklarında bankalar baskın bir konumda olurlar ve bilgiyle ilgili problemlerin ve kredi piyasalarındaki diğer müdahalelerin üstesinden gelmede uzmanlaşırlar. Eğer bankaların kredi arzlarının bazı sebeplerle işleyişi bozulursa, küçük ve orta büyüklükteki firmalar gibi bankaların borçluları kredilerden tamamen yosun bırakılmayabilir; ama bu firmalar yeni bir borç verici bularak ve maliyetlerine katlanarak yeni bir kredi anlaşması oluşturabilirler. Bu nedenle, diğer kredi şekillerine göre bankaların kredi arzlarındaki bir azalmanın dışsal finans primini yükseltmesi ve reel aktiviteyi azaltması mümkündür (Bernanke ve Gertler,1995,s.18).

Mali piyasaların serbestleşmesi kredi gücünün etkisini yok etmez. Mali piyasalarla ilgili son gelişmeler kredi piyasalarının açıklığıyla ilgili problemlere uygulanan sözleşmelerin ve eksik bilginin önemini vurgulamaktadır. Mesela, parasal durumlar sıkı olduğu zaman bankalar yükselen faiz oranlarına, bir başka deyişle mevcut kredi oranına bel bağlamamayı isteyebilir. Çünkü bu durum sadece borç alanların bir kısmıyla ilgili olarak daha riskli yatırım davranışlarını canlandırmaz aynı zamanda daha

riskli müşterileri ve borç alanları kendisine çeker. Bundan sonra kredi maliyetlerindeki artışlara tepki olarak bankaların kredi faiz oranlarını yükseltmesi ve kredi değerlerinin standartlarını sıkılaştırması muhtemeldir. Bu durumda, kredilerin fiyatlarındaki yükselişle birlikte kredi arzında da daralmalar meydana gelir. Serbestleşmiş sistemlerde kredilerin özel rolüne kısmi bir tepki de olsa Hindistan, Endonezya, İsrail, Malezya, Peru, Tayland ve Venezuela gibi ülkelerin merkez bankaları para politikalarının değerlendirilmesinde kredilerin gücünü açıkça görmüşlerdir. Kore'deki çalışmalar, para politikasının hazırlanmasında merkez bankasının bankaların kredi hacmi gibi toplam harcamayla olan bağı gösteren alternatif göstergeleri görebileceğini ortaya koymaktadır (Kamin,Turner ve Dack,1998,s.14).

Kredi tayinlamasında ise haklarında bilgilerin toplanması ile ilgili yüksek maliyetlerden dolayı özellikle küçük firmaların borçlanmalarını etkilemektedir. Kolombiya'da yapılan çalışmalar, geçmiş dönemlerdeki parasal sözleşmeler, dışsal fonların örtük maliyetlerinin daha büyük firmalara göre küçük firmalar için daha yüksek olduğunu ortaya koymaktadır ve bu durumda küçük firmaların mali sorumluluklarının artışı da daha düşük olmaktadır. Özellikle birkaç borç alıcı tarafından piyasaya girişlerin sınırlandırılmış olması ve bankaların kredilerinin kıt olduğu durumlarda, kredi tayinlaması sınırlayıcı para politikasının geleneksel faiz oranı etkilerini büyütebilmektedir(Kamin,Turner ve Dack,1998,s.14).

1.5.3.2. Bilanço Kanalı

Bilanço kanalı, kredi piyasalarında asimetrik enformasyon problemlerinin varlığından dolayı ortaya çıkmaktadır. Ticari firmalar düşük net değere sahip oldukları zaman, bu firmalara borç verileceği zaman ters seçim ve ahlaki risk problemleriyle karşılaşmaktadır. Düşük net değerın anlamı borç verenlerin kredileri için daha az teminata sahip olmasıdır ve bu yüzden ters seçim probleminden dolayı kayıplar yüksek olmaktadır. Net değerde ters seçim problemini arttıracak şekilde bir düşme olursa yatırım harcamalarının finansmanına verilen kredilerde azalma meydana gelir. Ticari firmaların düşük net değere sahip olması aynı zamanda ahlaki risk problemini de artırır. Çünkü hisse sahipleri bu durumda firmalarında daha az bir paya sahip olacaklar ve bu da onları riskli yatırım projelerine girmeye özendirecektir. Riskli yatırım projeleri, borç alanların borçları geri ödemelerini zorlaştıracak ve ticari firmaların net değerindeki bir

düşme kredilerde ve nihayetinde de yatırım harcamalarında bir düşmeye neden olacaktır (Mishkin,1996,s.10-11).

Bilânço kanalı, dışsal finans priminin bir borçlunun finansal durumuna bağlı olarak ortaya çıkabileceğinin önceden tahmin edilebileceği teorik temeline dayanmaktadır. Özellikle, borç alanların likit varlıklarının ve pazarlanabilir varlıklarının toplamından oluşan net değeri büyük olduğu zaman düşük dışsal finans primi görülebilir. Daha güçlü bir finansal pozisyon veya daha büyük net değer, bir borçlunun ya daha garantili olan sorumlulukları üstlenmeyi tercih ederek ya da yatırım projelerinde ve satın alımlarında finanse edebileceği miktarı göz önünde bulundurarak, borç verenlerle ilgili potansiyel uyumsuzluğu azaltabilir. Bu basit varsayım, gerçek dünyadaki borç alanların karşılaşılabilecekleri finansal oranlar, yaptıkları ödemeler ve teminatlar gibi birçok finansal düzenlemenin temelini oluşturmaktadır(Bernanke ve Gertler,1995,s.12).

Borç alanların finansal pozisyonları dışsal finans primini etkilediğinden, bilânçolarında oluşacak dalgalanmalar onların yatırım ve harcama kararlarını etkileyebilmektedir. Geniş bir teorik literatür, borç alanların bilançolarındaki içsel dalgalanma hareketlerin iş çevrimlerinin yayılmasını kolaylaştırabileceği görüşünü istismar etmiştir. Bu durum “finansal çarpan” olarak bilinen bir fenomeni ortaya çıkarmıştır. Bu yaklaşım, hane halklarının konut ve dayanıklı tüketim malı alımları ve firmaların sabit yatırım, demirbaş ve diğer faktör talepleriyle ilgili kararlarındaki nakit akımı değişikliklerini içeren birçok ampirik çalışmayla desteklenmiştir(Bernanke ve Gertler,1995,s.12).

Para politikası firmaların bilânçolarını birkaç şekilde etkileyebilir. Firmaların net değerinde artışa yol açan hisse senedi fiyatlarını yükselten ($P^e \uparrow$) genişleyici bir para politikası, ters seçim ve ahlaki risk problemlerindeki azalmalardan dolayı daha yüksek yatırım harcamalarına ($I \uparrow$) neden olur ve toplam talep yükselir ($Y \uparrow$)(Mishkin,1996,s.11).

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \text{ ters seçim } \downarrow \& \text{ahlaki risk } \downarrow \Rightarrow \text{borç verme } \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (7)$$

Nominal faiz oranlarını düşüren genişleyici bir para politikası firmaların bilânçolarında bir düzelmeye de neden olmaktadır. Çünkü ters seçim ve ahlaki risk problemlerini azaltmak suretiyle nakit akımını yükseltmektedir. Bu durum ilave bir bilanço kanalı ortaya çıkarmaktadır(Mishkin,1996,s.11);

$$M \uparrow \Rightarrow i \downarrow \Rightarrow \text{nakit akımı} \uparrow \Rightarrow \text{ters seçim} \downarrow \& \text{ahlaki risk} \downarrow \Rightarrow \text{borç verme} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (8)$$

Bu aktarım mekanizmasının önemli bir özelliği nominal faiz oranlarının firmaların nakit akımını etkilemesidir. Böylece bu faiz oranı mekanizması, daha önce bahsettiğimiz yatırımları nominal faiz oranından ziyade reel faiz oranlarının etkilediğini söyleyen geleneksel faiz oranı mekanizmasından ayrılmaktadır. Bundan başka, firmaların nakit akımları üzerinde uzun dönemden ziyade kısa dönemli borçların faiz ödemelerinin daha büyük etkisi olduğundan bu aktarım mekanizmasında kısa dönem faiz oranları özel bir rol oynamaktadır(Mishkin,1996,s.12).

Para politikasının bilânço kanalı, hem doğrudan ve hem de dolaylı olarak sadece piyasa faiz oranlarını değil, borç alanların finansal durumlarını da etkileyen merkez bankası politikalarındaki değişikliklerden kaynaklanmaktadır. Mesela, sıkı bir para politikası borç alanların bilânçolarını doğrudan en azından iki yolla zayıflatır. Birincisi, dalgalı veya kısa dönem ödenmemiş borçlara sahip olan borçluların çok olmasıyla, yükselen faiz oranları faiz harcamalarını doğrudan arttırır, borçluların finansal pozisyonunu zayıflatır ve net nakit akımını azaltır. İkincisi, düşen varlık fiyatlarıyla birlikte yükselen faiz oranları, borçluların teminatlarının değerini küçültür (Bernanke ve Gertler,1995,s.12-13).

Sıkı para politikası aynı zamanda teminat değerlerini ve net nakit akımlarını dolaylı olarak da azaltabilir. Tüketicilerin istediğine bağlı imalat yapan bir firma varsayalım. Eğer parasal bir genişleme, sermaye maliyeti veya bilânçolardan dolayı bu tüketicilerin harcamalarını azaltırsa, firmaların faiz ve ücret ödemelerini içeren çeşitli sabit ve yarı sabit maliyetleri kısa dönemde ayarlanamazsa, firmaların gelirleri düşecektir. Firmaların fon kaynakları ve kullanımları arasındaki farklılıktan doğan

finansal açıktaki artış, zaman içerisinde firmaların net değerini ve güvenilirliğini aşındıracaktır(Bernanke ve Gertler,1995,s.13).

Bir başka mekanizma, faiz oranlarını düşüren genişletici para politikasının kredi tayinlamasını içeren toplam çıktıyı arttırabileceğidir. Stiglitz ve Weiss (1981)'de gösterildiği gibi, kredi tayinlaması, borç alanlar daha yüksek bir faiz oranı ödemeyi kabullendikleri zaman bile krediler sınırlandırıldığı ve geri çevrildiği zaman meydana gelmektedir. Daha yüksek faiz oranları ters seçim problemini arttırırken, daha düşük faiz oranları ters seçim problemini azaltmaktadır. Genişleyici para politikası faiz oranlarını düşürdüğü zaman, daha az riski olan işlere girme eğilimi olan yatırımcılar, kredi taleplerinde daha yüksek bir kırılmayla karşılaşacaklar ve böylece borç verenler borç vermek isteyecek ve hem yatırım hem de çıktı da artış olacaktır (Mishkin,1996,s.12).

Üçüncü bir bilânço kanalı, para politikasının genel fiyat seviyesi üzerindeki etkisi vasıtasıyla çalışmaktadır. Borç ödemeleri nominal dönemlerle sözleşmelere sabitlendiği için, fiyat seviyesinde beklenmeyen bir artış reel dönemlerde firmaların sorumluluklarının değerinin düşürerek borç yükünü azaltacak ama firmaların varlıklarının reel değerini düşüremeyecektir. Parasal genişleme fiyat seviyesinde beklenmeyen bir artışa neden olmakta ve bu nedenle reel net değeri yükseltmekte, ters seçim ve ahlaki risk problemlerini düşürmekte ve toplam çıktı da ve yatırım harcamalarında bir artışa sebep olmaktadır(Mishkin,1996,s.13).

$$\begin{aligned}
 M \uparrow \Rightarrow \text{beklenmeyen} P \uparrow \Rightarrow \text{ters seçim} \downarrow \& \text{ahlaki risk} \downarrow \Rightarrow \text{borç} \\
 \text{verme} \uparrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow
 \end{aligned}
 \tag{9}$$

Sonuç olarak, para politikası hem borç verenlerin ve hem de borç alanların varlıklarının değerleri üzerindeki etkileri vasıtasıyla direkt olarak kredileri daha fazla etkileyebilir. Parasal durumlardaki değişiklikler varlık fiyatlarında değişikliklere sebep olabilir ve bankaların kredilerindeki teminatların değeri etkilenebilir ve borç alanların kredilere teşvik edilmelerinde değişiklikler olabilir. Mesela, Singapur'da konut kredileri evin değerinin veya maliyetinin %80'nini aşmamıştır. İlaveten hisse senetleri veya emlak için ayrılan banka varlıklarının payı daha büyük olur ve sermaye/varlık oranının

düşmesiyle varlık fiyatları düşer ve bankaların kredi arzının sınırlanmasında bankaları güçlendirir. Bankaların mali durumlarında ve banka müşterilerin kredi değerlerindeki değişiklikler kredi tayinlamasında da değişikliklere sebep olacaktır (Kamin,Turner ve Dack,1998,s.15).

1.5.3.3. Hanehalkı Bilânço Etkisi

Çoğu literatürde kredi kanallarının ticari firmaların harcamalarına odaklandığı belirtilmesine rağmen, kredi kanalları tüketicilerin harcamalarına özellikle de konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarına uygulanabilir. Parasal bir daralma sonucu bankaların kredilerinde meydana gelen azalmalar, diğer kredi kaynaklarıyla ilgilenmeyen tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarında bir azalmaya neden olur. Benzer şekilde, faiz oranlarındaki yükselişler tüketicilerin nakit akımlarını tersine etkilediğinden, hanehalkının bilânçolarında bir kötüleşmeye neden olur.

Bilanço etkisinin nasıl çalıştığını anlamamanın bir başka yolu da tüketicilerin dayanıklı tüketim malı ve konut harcamaları üzerindeki likidite etkisini dikkate almaktır. Bu durum büyük depresyon esnasında önemli bir faktör olarak görülmüştür (Mishkin,1996,s.13).

Likidite etkisi görüşünde, bilânço etkileri borç verenlerin borç verme isteklerinden ziyade tüketicilerin harcama istekleri üzerindeki etkisi vasıtasıyla işler. Konutlar ve dayanıklı tüketim malları kaliteleriyle ilgili asimetrik bilgiden dolayı çok fazla likit olmayan varlıklardır. Tüketiciler ihtiyaçlarından dolayı konutlarını ve dayanıklı tüketim mallarını satmak zorunda kalırlarsa, bu zorunluluk varlıklarının tam değerini alamamalarına ve kayıplara uğramalarına neden olur. (Bu durum kredi kanalı ile ilgili araştırmaları teşvikine yardım eden ve Akerloff (1970)'de tanımlanan “limon problemi”nin bir kanıtıdır). Aksine, eğer tüketiciler bono, hisse senedi, bankadaki para gibi finansal varlıkları tutarlarsa, kolayca ve hızlı bir şekilde bu varlıkları piyasa değerinde satarlar ve nakitlerinin arttırabilirler. Bundan başka, finansal sıkıntılarda tüketiciler daha yüksek bir getiri ihtimali beklerlerse, daha likit finansal varlıklar ve biraz da likit olmayan dayanıklı tüketim malı ve konut tutabilirler(Mishkin,1996,s.14).

Tüketiciler borçlarına karşı büyük bir miktarda finansal varlıklara sahip oldukları zaman, finansal sıkıntı ihtimali düşük olur ve konut ve dayanıklı tüketim malı alımı için daha fazla istekli olurlar. Hisse senedi fiyatları yükseldiği zaman finansal varlıkların değeri de artış gösterecektir. Aynı zamanda dayanıklı tüketim malı harcamaları da artacaktır. Çünkü tüketiciler daha güvenli bir finansal pozisyonda olacaklar ve mali sıkıntıya düşme ihtimalleri de azalacaktır. Bu durum para politikası için, hisse senedi fiyatları ve para arasındaki bağla işleyen bir başka aktarım mekanizmasını ortaya çıkaracaktır(Mishkin,1996,s.15):

$$M \uparrow \Rightarrow P_e \uparrow \Rightarrow \text{finansal varlıklar} \uparrow \Rightarrow \text{finansal sıkıntı ihtimali} \downarrow \Rightarrow \text{konut ve dayanıklı tüketim malı harcamaları} \uparrow \Rightarrow Y \uparrow \quad (10)$$

Konut ve dayanıklı tüketim mallarının likit olmaması, faiz oranlarını yükselten ve nakit akımını azaltan bir parasal daralmanın, tüketicilerin konut ve dayanıklı tüketim malı harcamalarında bir azalmaya sebep olmasının bir başka nedenidir. Tüketicilerin nakit akımındaki bir azalma finansal sıkıntı ihtimalini arttıracaktır ve konut ve dayanıklı tüketim malı tutma isteklerini azaltacaktır. Böylece harcamaların azalmasıyla toplam çıktı da azalacaktır. Bu nakit akımı görüşü ile şema (8) arasındaki tek farklılık, tüketicilerin harcamalarında azalmaya neden olan borç verenlerin borç vermede gönülsüz olmaları değil, tüketicilerin harcama isteksizlikleridir(Mishkin,1996,s.15).

1.5.4. Finansal Krizler

Kredi kanallarının yukarıda anlatılan nihai şekli bize finansal bir kriz durumunda para politikasının ekonomi üzerindeki etkisi ile ilgili önemli bir yol ortaya koyuyor. Finansal bir kriz, yukarıda anlatılan asimetrik enformasyon problemini ciddi bir şekilde arttıran finansal piyasalardaki bir bozulmayı ortaya koyar. Bu yüzden finansal piyasalar, üretim ve yatırım fırsatlarının çoğunun değerlendirilmesini sağlayacak etkinliği gösteremezler ve sonuçta ekonomik aktivitede belirgin bir daralma ortaya çıkar. Bernanke (1983) ve Mishkin (1991, 1994) de ele alınan finansal krizlerin asimetrik enformasyonu teorisi daraltıcı para politikasının finansal krizlerin ortaya çıkmasında önemli bir rol oynayacağını ortaya koyuyor. Mishkin (1994), bir finansal krizi arttırabilen beş faktörden bahsediyor:

- Faiz oranlarındaki yükselişler,
- Hisse Senedi Piyasası'ndaki düşüşler,
- Fiyat seviyesinde beklenmeyen bir düşüş,
- Belirsizlikteki artışlar,
- Bankaların panik durumları.

Daraltıcı para politikasının ilk üç faktörün bir sonucu olarak ekonomide bir daralmaya neden olan asimetrik enformasyon probleminin ortaya çıkmasına nasıl neden olduğunu daha önce tartışmıştık. Faiz oranlarını yükselten parasal bir daralma ters seçim problemini artırır. Çünkü daha büyük riskler almak isteyen ve bu yüzden daha yüksek faiz ödeyen ekonomik ajanlar borç alma konusunda aceleci davranacaklardır. Buna ilaveten, firmaların nakit akımını azaltan ve bilânçolarını kötüleştiren daha yüksek faiz oranları, ters seçim ve ahlaki risk problemlerini artırır ve piyasaların bu firmalara borç verme ihtimali azalır. Parasal daralma aynı zamanda firmaların net değerini düşüren hisse senetlerinin fiyatlarında bir düşmeye neden olur ve kredi piyasalarındaki ahlaki risk ve ters seçim problemlerini artırır. Fischer (1993) de gösterildiği gibi, borçlar nominal dönemlerde belirlendiğinden parasal daralma aynı zamanda borç-deflasyon senaryosuna neden olan fiyat seviyesindeki beklenmeyen bir düşmeyi ortaya çıkarır ve firmaların net değerindeki düşme sonucu ahlaki risk ve ters seçim problemleri artar. Böylece kredi kanalları analizimiz, para politikasının asimetrik enformasyon probleminin artması sonucu finansal bir krize neden olduğunu ve ani bir ekonomik daralma ortaya çıkardığını göstermektedir(Mishkin,1996,s.16).

Finansal krizleri arttıran son iki faktör aynı zamanda daraltıcı para politikalarından da beslenir. Daraltıcı para politikası sonucu ortaya çıkabilecek bir resesyonda, borçların geri ödenmesi ile ilgili belirsizlikler belirgin bir şekilde artar ve böylece riskli kredilerin geri ödenmelerinde iyi veya kötü olarak değerlendirilmeleri zorlaşır. Belirsizliklerdeki artış finansal piyasalardaki bilgiyi daha da asimetrik yapsa ve ters seçim problemi daha da kötüleşse bile, borçlanmaya engel olur ve böylece ekonomik aktivitede bir düşüş görülür. Parasal daralma aynı zamanda firmaların bilânçolarında kötüleşmeye neden olur ve bankaların kredileri tersine çalışır ve panik durumları artar. Çünkü mevduat sahipleri, bankalardaki kredilerin iyi veya kötü

şeklindeki ayrımının farkına varmayabilir ve fonlarını bankadan çekme konusunda aceleci davranabilirler. Bu durumda da kredilerde ve mevduatlarda daralma meydana gelir. Friedman ve Schwartz (1963)'de gösterildiği gibi bu durum bankaların başarısızlıklarını arttırır ve banka paniklerine sebep olur. Daha önce gördüğümüz gibi bankalar finansal sistemde özel bir rol oynarlar çünkü bankalar kredi piyasalarındaki asimetrik enformasyon probleminin çözümü için çok uygundurlar. Bankaların sayılarında ve fon kaynaklarındaki azalma, kredi piyasalarındaki ahlaki risk ve ters seçim probleminin çözümünde finansal sistemin gücünü azaltır ve yatırımlarda bir düşmeye ve ekonomik aktivitede bir yavaşlamaya neden olur(Mishkin,1996,s.16-17).

Mishkin(1991)'de ortaya konduğu gibi, Amerika'daki finansal krizlerin çoğu, bir resesyonu takiben belirsizliklerde artışın ortaya çıkması, hisse senedi piyasasında fiyatların birden düşmeye başlaması ve faiz oranlarındaki ani bir yükselişle ortaya çıkmıştır. Bu durumların hepsi daraltıcı para politikaları sonucu artış göstermiştir. Ticari durumların kötüleşmesi ve bankalar hakkındaki belirsizliklerden dolayı mevduat sahipleri fonlarını bankalardan hızlı bir şekilde geri çekmeye başlamış ve bankalarda panik durumu baş göstermiştir. En kötü finansal krizlerin yaşandığı durumda, parasal daralmanın meydana gelmesi ve fiyat seviyesindeki beklenmeyen bir düşme borç-deflasyon durumunu ortaya çıkarır ve firmaların net değerinde başka bozulmalara neden olur. Böylece, parasal daralmanın art arda ters seçim ve ahlaki risk problemlerinde ani artışlara ve sonuçta da finansal bir krize nasıl neden olduğunu görmüş olduk. Finansal bir kriz, para politikasının ekonomiyi nasıl etkilediği ile ilgili bir başka yol ortaya koymaktadır.

İKİNCİ BÖLÜM

PARASAL HEDEFLEME STRATEJİLERİNİN KURAM VE PRATIĞI

Enflasyonun 1970’lerde ciddi bir sorun olarak dünya gündemine gelmesinden sonra fiyat istikrarının sağlanması para politikalarının öncelikli hedefi haline gelmiştir. Para politikası uygulamaları sosyal ve ekonomik şartlara ve merkez bankalarının konumlarına göre ülkeden ülkeye farklılıklar göstermesine rağmen, fiyat istikrarı nihai hedef olmayı sürdürmüştür. Merkez bankalarının fiyat istikrarı hedefine ulaşmak için iki temel stratejisi vardır. Bunlardan birisi, para politikasının parasal büyüklükler ve kur gibi ara hedefler dediğimiz değişkenler üzerine kurulmasıdır. Bu amacın gerçekleştirilebilmesi için, bu ara hedefler ile enflasyon arasında istikrarlı ve tahmin edilebilir bir ilişki olması lazımdır. Diğer strateji ise, merkez bankası’nın faiz oranları, rezerv para ve nominal gelir gibi değişkenleri kullanarak para politikasını nihai hedefler üzerine kurmasıdır.

1970’lerin ikinci yarısına gelindiğinde birçok ülke faiz ve kur hedefini bırakmış ve parasal hedefleme stratejilerine yönelmiştir. Parasal hedeflemenin başarılı olabilmesi, hedeflenen parasal büyüklük ile enflasyon, gelir ve büyüme gibi değişkenler arasında uzun dönemli ve istikrarlı bir ilişkinin varlığına bağlı olmaktadır. Kısaca para talebinin istikrarlı olması gerekmektedir. 1990’lardan sonra parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemelerinin enflasyonu önlemede başarısız olmasından sonra yeni bir strateji olarak enflasyon hedeflemesine geçilmiştir. Yüksek enflasyon oranlarına karşı enflasyon hedeflemesi bazı gelişmiş ülkelerde başarılı bir şekilde uygulanmıştır.

Para politikaları genellikle beş hedef çerçevesinde bir arada ya da ayrı olarak uygulanmaktadır. Bunlar faiz oranlarının, cari milli gelirin, kurların, parasal büyüklüklerin ve doğrudan enflasyonun hedeflendiği uygulamalardır. Faizler ara hedef olarak alınırken hedeflenen enflasyon oranı tutarlı bir harcama ve üretim büyüklüğünü sağlayacak faiz düzeyi hedeflenmeye çalışılmaktadır. Ancak ara hedef olarak kullanıldığında, kısa dönemli faiz oranlarının nihai hedefle ilişkisinin zayıf olması ve uzun dönemli faiz oranlarının nihai hedefle ilişkisi olmasına rağmen merkez bankasının kontrolünde olmaması faizlerin ara hedef olarak alınmasını güçleştirmektedir. Diğer taraftan, cari milli gelirin hedeflendiği uygulamalarda reel büyüme ve hedeflenen

enflasyon oranı ile tutarlı bir cari milli gelir hedefi belirlenmektedir. Ancak, dışsal faktörler merkez bankalarının cari milli geliri hedeflemesini zorlaştırmaktadır. Kurlar hedeflenirken de ülke parası düşük enflasyonu olan başka bir ülkenin parasına endekslenmektedir. Kurun nominal çıpa olarak alınması, para politikasının kamuoyu tarafından kolaylıkla izlenebilir ve anlaşılır olmasına imkan tanımakta, dolayısıyla bu politikanın başarısını arttırmaktadır. Ancak, ülke içinde ve dışında oluşan şoklara karşı esnekliğin az olması ve spekülatif sermaye hareketlerinin olumsuz etkileri uygulamada sorunlara yol açmaktadır (Karasoy, Saygılı ve Yalçın,1998,s.3-4).

2.1. Nominal Bir Çıpa İhtiyacı

Nominal bir çıpa(nominal anchor) ülke parasının değeriyle ilgili bir kısıttır ve para politikası rejimlerinin başarısı için gerekli bir unsurdur. Nominal bir çıpanın neden gerekli olduğu üzerinde durulacak olursa ilk başta, tamamen teknik bir bakış açısıyla nominal bir çıpa fiyat istikrarı için gerekli olan ve fiyat seviyesinin belirlenmesine yardımcı olan koşulları sağlamaktadır. Fiyat istikrarının ilerleme göstermesine ve enflasyon beklentilerinin yorumlanmasına doğrudan yardımcı olmaktadır. Ancak daha geniş bir bakış açısıyla nominal bir çıpa Kydland ve Prescott(1977),Calvo(1978) ve Barro ve Gordon(1983)'da tanımlanan zaman tutarsızlığı probleminin zayıflatılmasına yardımcı olan ihtiyari politikaların üzerindeki bir kısıt olarak düşünülebilir ve bu yüzden de uzun dönemde fiyat istikrarına ulaşılabilme ihtimali daha yüksek olur. Ekonomik ajanların bir kısmının davranışlarının gözlenmesi sonucu yetersiz uzun dönem sonuçlar ortaya çıksa bile, zaman tutarsızlığı problemi kısa dönemli hedefleri takip eden bir politika yapıcı için birtakım güdülerin mevcut olmasından dolayı ortaya çıkmaktadır(Mishkin,1999,s.1-2).

McCallum(1995)'e göre, zaman tutarsızlığı problemi merkez bankalarının kendiliğinden enflasyona neden olacak genişleyici bir para politikası izleyeceği anlamına gelmez. Sadece, ücretleri ve fiyatları belirleme sürecinde beklentilerin takip edilmesinde ortaya çıkan problemin farkına varılmasıyla birlikte genişleyici bir para politikası stratejisi izlenmesine neden olur. Merkez bankaları problemin farkına varsa bile, gereğinden fazla genişleyici para politikası izlenmesi için politikacıların merkez bankaları üzerindeki baskıları devam edecektir. Böylece gereğinden fazla genişleyici bir para politikası izlenecek ve enflasyon ortaya çıkabilecektir. Bu yüzden zaman

tutarsızlığı problemi değişmeden kalır. Zaman tutarsızlığının kaynağı merkez bankasının bünyesinden kaynaklanmasa bile, nominal bir çıpa gereğinden fazla genişleyici, zaman tutarsız para politikaları izlenmesi şeklindeki politik baskıların sınırlandırılmasında gerekli olabilir(Mishkin,1999,s.2).

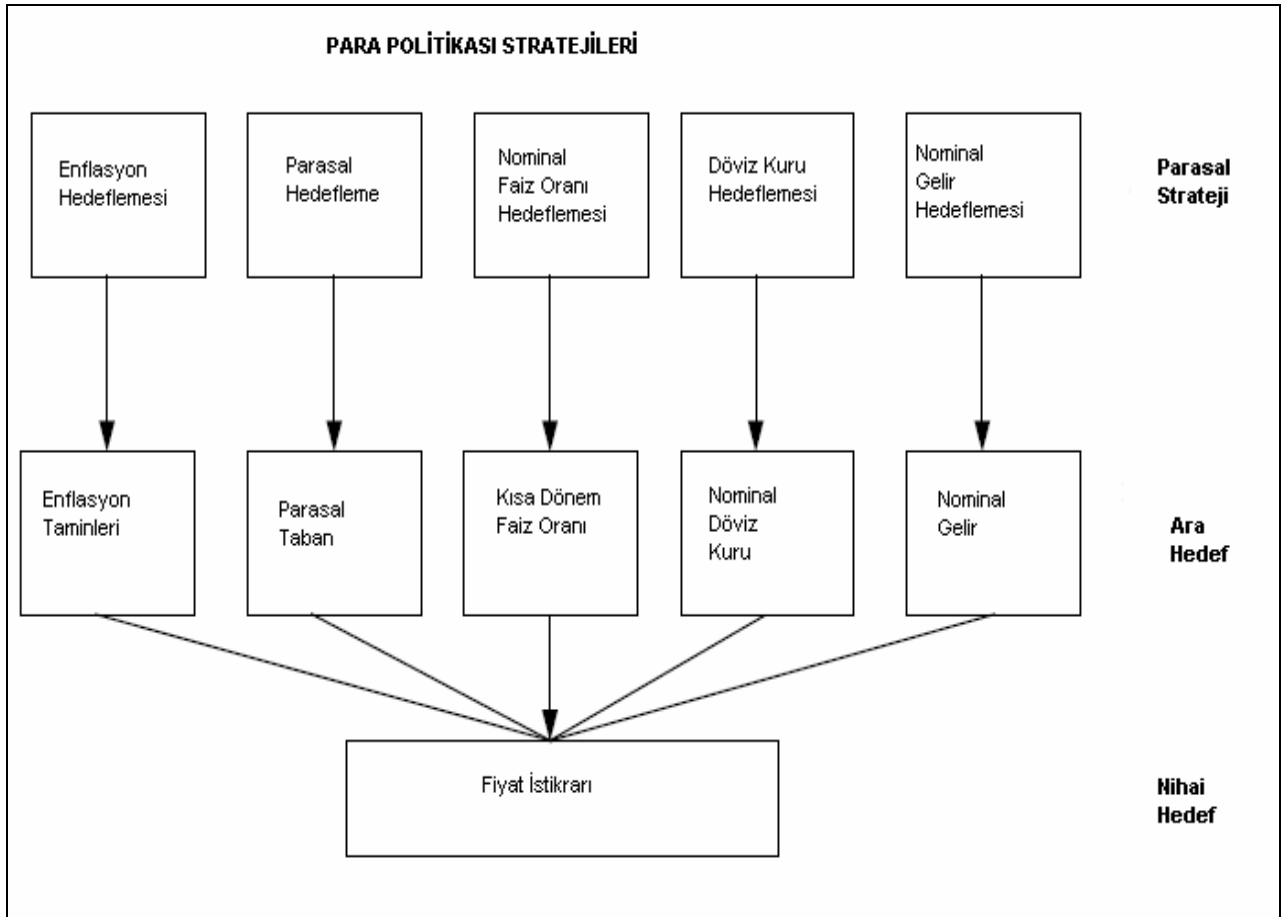
2.2. Parasal Stratejilerin Seçimi

Para politikası için seçilecek olan uygun bir strateji bir takım kriterleri karşılamalıdır. Strateji, fiyat istikrarı amacının sağlanmasında etkili olabilmeli, hedefleri belirleme ve karar verme süreçleri halka karşı şeffaf bir yapıda olmalı, hedeflerin açıklanması ve mesajları parasal otoriteyi halka karşı hesap verebilir bir konumda tutacak şekilde olmalı ve bazı yetkiler hedeften kısa dönemli sapmalara karşı koymada enflasyon beklentilerini kilitleyecek bir yapıda olmalıdır. Bir diğer önemli kriter ise stratejinin merkez bankasının bağımsızlığı ile tutarlı olmasının gerekliliğidir.¹ Blinder(1998)'de ortaya konduğu gibi, finansal piyasalar çok kapalı bir şekilde merkez bankasının bağımsızlığının önüne geçebilen kısa dönemli ufkun, merkez bankasının kontrolüne geçmesine neden olabilir(Devine ve McCoy,1998,s.2-3).

Parasal stratejilerin nihai hedefi fiyat istikrarıdır. Para politikası için ara hedefler ise² fiyat istikrarı amacına ulaşmada para politikası araçlarının kullanımı ve ardından gelen etki arasında ortaya çıkan belirsizlikten dolayı gerekmektedir. Bu belirsizlik de politika hareketlerinin aktarımındaki karışıklık ve uzun gecikmeler ve enflasyon üzerinde meydana gelen etkilerden ortaya çıkmaktadır. Ayrıca, ara hedefler hem parasal otoritenin politika kararlarına rehberlik edebilmekte ve hem de politika hareketlerinin halk ile olan iletişimini kolaylaştırabilmektedir(Devine ve McCoy,1998,s.3).

¹ Politik baskılardan bağımsız olunmasına ek olarak parasal otoriteler de finansal piyasalara göre kendi özerkliklerini açıklamalıdır.

² Bir ara hedef nihai hedefin eş zamanlı politika hareketleriyle birlikte kontrolü zor olduğu zaman politika yapıcılarının üzerinde durduğu bir değişkendir. Göstergeler ve değişkenler hedeflerin şimdiki ve gelecekteki seyri hakkında bilgi sağlamaktadır.



Kaynak: Devine ve McCoy(1998).

Şekil 2: Para Politikası Stratejileri

2.3. Parasal Hedefleme Stratejileri

2.3.1. Döviz Kuru Hedeflemesi

Döviz kuru hedeflemesi uzun bir geçmişi olan bir para politikası rejimidir. Ulusal paranın değerinin altın gibi bir madene sabitlenmesi şeklini de alabilir. Ya da paranın değeri düşük enflasyonlu ülkelerin paralarına göre sabitlenir. Bunun dışında bir alternatif olarak enflasyon oranının eninde sonunda çıpa alınan ülkenin enflasyon düzeyine çekilmesi biçiminde olabilir. Bu kapsamda bazı ülkeler döviz kuru farkının aylara paylaştırılmasını benimsemişler, yurtiçi paranın durağan bir oranda değerinin düşmesine izin verilmiş ve bu yüzden çıpa kabul edilen ülkedekinden daha yüksek enflasyonlar ortaya çıkmıştır(Mishkin,1999,s.2).

Döviz kuru hedeflemesi uygulayan ülkeler özellikle, döviz kurunu, enflasyonu düşürmek için düşük enflasyona sahip bir ülkeye sabitleyen küçük ülkelerdir³. Basit ve kolayca anlaşılabilen yapısından dolayı, döviz kuru hedeflemesi geçmişte, gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerde popülerlik kazanmıştır. Döviz kuru hedeflemesi, enflasyon oranını uluslar arası ticarete konu olan mallar için sabitlemekte ve para politikası yönetimi için otomatik bir kural ortaya koyarak zaman tutarsızlığı probleminden kaçınılmasına olanak tanımaktadır. Böylece enflasyonun doğrudan kontrol altında tutulmasına yardımcı olmaktadır(Kadioğlu, Özdemir ve Yılmaz,2000,s.5).

Döviz kuru hedeflemesinde döviz kuru sabitlemesi, nominal oranların bir veya birkaç ülke parasına sabitlenmesini içermektedir. Bir kural olarak, çıpa ülke düşük enflasyona sahiptir; karşılıklı ticarete önemli bir pay sahibidir ve ekonomisi daha güçlü durumdadır(Avrupa Birliği veya ABD gibi). Bu rejimde nominal döviz kuru için bir bant belirlenebilir ve oran bu bant içinde serbestçe dalgalanabilir ve merkez bankası yalnızca bant sınırının aşılması şeklinde bir tehlike olursa müdahalede bulunur. Bir döviz kuru bandı uygulandığı zaman, döviz kurundaki belirsizlikler arttığından spekülasyon sermaye akımları azalma gösterir ve bu da para politikasının özerkliğini artırır. Kayan pariteler(Crawling peg) yani döviz kuru farkının aylara paylaştırılması, maksimum %2-3 oranına çıkmasını sağlayacak biçimde haftalık, aylık ya da üç aylık artışların saptanması, döviz kuru hedeflemesinin bir diğer şeklidir. Burada hedeflenen nominal oran seviyesi kayar, genellikle kontrollü bir şekilde değerini kaybeder. Sabit döviz kuru rejimindeki bu değişiklik, reel oranları, ülke içindeki üretimin rekabet fiyatında aşınmaya neden olabilecek aşırı bir güçlenmeden korumaktadır. Döviz kuru hedeflemesinin ekstrem bir şekli de Para Kurulu'dur. Burada ülke parası sabit bir oranda ve yalnızca yabancı döviz rezervlerindeki büyümeye karşı emisyonla çıkmaktadır. Döviz kuru hedeflemesinin bu şeklinin yararları, daha büyük güvenilirliğinin olması ve spekülasyon ataklarına karşı daha büyük dayanıklılık göstermesidir. Bu rejime, kriz durumlarında döviz kurunun, enflasyonun ve yabancı döviz rezervlerinin istikrarını sağlamak için sık sık başvurulmaktadır(Czech National Bank,1999,s.5).

³ Çünkü Amerika Birleşik Devletleri, Japonya ve Avrupa Parasal Birliği gibi oluşumların paralarını nominal bir çıpa olarak ortaya koydukları açık değildir.

2.3.1.1. D v z Kuru Hedeflemesinin Avantajları

D v z kuru hedeflemesi altında merkez bankası, faiz oranı değişiklikleri ve direkt d v z müdahaleleri yoluyla nominal d v z kurunun istikrarını sağlamaya çalışır. Bu yüzden çıpa olarak kabul edilen ülkeden düşük enflasyon ithali yapılır. D v z kurunun sürdürülebilmesi için belirli  n şartların yerine getirilmesi gerekmektedir. Bunlar, yeterli bir uluslar arası rezerv seviyesi, ülkenin rekabet gücünün ve güvenilirliğinin devam ettirilmesi, politik istikrar, düşük enflasyonu sağlayacak uygun bir makroekonomik politika ve kurumsal ve yasal bir yapının oluşturulmasından ibarettir(Czech National Bank,1999,s.5).

D v z kuru hedeflemesinin bazı avantajları vardır. Birincisi, d v z kuru hedeflemesinin nominal çıpası, enflasyon oranını uluslararası ticarete konu mallar için sabitler ve böylece enflasyonun kontrol altında tutulmasına katkıda bulunur. İkincisi, d v z kuru hedefi güvenilir olursa, çıpa olarak kabul edilen ülkedeki enflasyon oranına göre enflasyon beklentileri çıpa kabul edilebilir.     nc s , bir d v z kuru hedefi, para politikasının yönetiminde zaman tutarsızlığı probleminden kaçınmak için otomatik bir kural ortaya koyar. D v z kuru hedefi, ülke parasında bir değer kaybı eğilimi olduğu zaman sıkı bir para politikası veya ülke parasında değer kazanma eğilimi olduğu zaman gevşek politikalar uygulanması için baskı yapar. Para politikası, zaman tutarsızlığına neden olan, istihdam kazançları sağlayacak genişleyici politikaların izlenmesini sağlayacak büyüklükte yetkiye sahip değildir(Mishkin,1999,s.2). Dördüncüsü, halk tarafından anlaşılmasının kolay olması, genellikle faiz oranı artışı operasyon hedefindeki değişikliklere çabuk tepki vermesi ve ekonomi üzerinde geniş bir etkiye sahip olmasıdır(Devine ve McCoy,1998,s.5). Sabit bir d v z kuru rejimi aynı zamanda ekonomik ve politik entegrasyona da katkıda bulunabilmektedir(Czech National Bank,1999,s.5-6).

Sabit bir d v z kuru, uluslararası ticarete d v z kuru belirsizliğini ve işlem maliyetlerini azaltır. D v z dalgalanmalarını düzeltmek belirsizliği azaltır ve ticareti canlandırır. Ama d v z risklerinin minimize edilmesine yönelik tekniklerin artmasının söz konusu maliyetlerin etkilerini azaltabilmesi olasıdır. Sabit bir d v z kuru, para politikası çıpası olarak sunulabilir ve bu para politikasının şeffaflığını artırır. Aynı zamanda, enflasyonu aşağıya çekmek için İzlanda da olduğu gibi uygun olarak da

sunulabilir. Böylece sabit döviz kuru politikası kendiliğinden güvenilir olursa döviz kuru sabitlemesinin enflasyonu karşılaştırılabilir bir seviyeye düşürmesine karşı güvenilirlikten yarar sağlanması muhtemeldir. Aksak yabancı döviz piyasası ekonomide istikrarsızlığa neden olabilir(Petursson,2000,s.36-37).

2.3.1.2. Döviz Kuru Hedeflemesinin Dezavantajları

Bu avantajlarına bakarak döviz kuru hedeflemesinin sanayileşmiş ülkelerde, enflasyonla mücadelede başarılı bir şekilde kullanılmasının şaşırtıcı olmadığını görürüz. Mesela hem İngiltere’de, hem de Fransa’da döviz kuru hedeflemesi enflasyonu düşürmede başarılı bir şekilde uygulanmıştır. Döviz kuru hedeflemesinin doğasında var olan avantajlarına rağmen, uluslararası tecrübelerle kanıtlanmış ciddi problemleri de vardır. Sabit bir döviz kurunda temel problem hükümetin istikrar amaçları için para politikasının kullanımını tam olarak bırakmaya hazır olmasının gerekmesidir. Ülke böyle bir problemle karşılaştığında ihracat talebinde ani ve sürekli bir düşme meydana gelir. Esnek fiyatlar olduğunda bile böyle bir şok ekonomiyi kötüleştirebilir. Ama nominal fiyatlar ve ücretlerde geçici katılıklar ve sabit döviz kuru ile zarar büyümektedir. İhraç ve ithal malları nispi fiyatlarını kısa dönemde ayarlamamanın bir yolunun olmaması, yurtiçi istihdam ve çıktıyı düşürür(Obstfeld ve Rogoff,1995,s.3).

Bu politika ilk olarak, merkez bankasını ülke içindeki şoklara karşı koymada para politikasını kullanabilme gücünden yoksun bırakır.⁴ Paranın sabitlendiği ülkeye karşı ülkenin ekonomik şokları kaçınılmaz bir şekilde faiz oranlarının yükselmesi biçiminde yansır. İkinci olarak, sabit döviz kuru rejimi uygulayan ülkeler paralarına karşı spekülasyon eğilimi artar. Ülke güvenilirliğinin eksikliği durumunda, yatırımcıların bu paradan kendi kendilerini kurtarma arayışlarına girme riski vardır ve yabancı merkez bankaları yurtiçi faiz oranlarının yükselmesi yüzünden sabitlemeyi korumak için geniş bir oranda geri satın almaya girişir. Bu durum masraflı olabilir ve bir yurtiçi ekonomik krizi tetikleyebilir. Üçüncü olarak, sabit döviz kuru politikası bilgi akışını azaltabilir. Zira döviz kurları bir ülkenin parasal pozisyonu ve yurtiçi para politikasının güvenilirliği hakkında önemli bilgiler içerir. Sabit döviz kuru uygulanması kolay olsa bile, daha az şeffaf bir politika olma sonucunu ortaya çıkarabilir. Bu durum,

⁴ Ancak gelişmiş ülkeler veya zayıf parasal yönetim tarihi olan ülkeler için bu durum bir avantaj olabilir.

İzlanda da yapıldığı gibi, döviz kurunun belirli bir bant içinde dalgalanmasına izin verilirse daha az problem oluşturmaktadır. Son olarak, sabit döviz kuru politikası yüksek enflasyon geçmişi olan veya gelişmemiş ülkeler açısından yurtiçi sorumluluk hacmi kısa süreli veya yabancı para cinsinden adlandırılırsa finansal bir kriz ihtimalini yükseltebilir. Bu koşullar altında borçluların bilânçoları ulusal para devalüe edildiğinde ve gelirleri yurtiçi para cinsinden ve endekslenmişse önemli şoklara uğrar. Bankacılık sistemi, iflaslar ve borçların ödenmemesine bağlı finansal sistemin ara fonksiyonlarının çökmesi yüzünden finansal bir krize yol açabilir ve bunu ciddi bir ekonomik kriz takip edebilir.⁵ Aynı şekilde sabit döviz kuru rejimleri, yabancı yatırımcıların karşılaşılabilecekleri riskleri azalttığından, daha büyük sermaye akımlarını harekete geçirebilir. Bu akımlar, yurtiçi ekonominin fazla ısınmasına neden olabilir, özellikle yurtiçi mali piyasalarda yeni ortaya çıkan liberalleşme ve özelleşme çiftiyle birlikte, finansal sistemde bilânçolar için ciddi olumsuz sonuçlar ve kredi kayıpları üretebilir(Petursson,2000,s.37).

Bu problemlerle ilgili dikkat çekici bir örnek, iki Almanya'nın 1990'da birleşmesinde meydana gelmiştir. Yeniden birleşmeden kaynaklanan enflasyonist baskılar ile ilgili endişeler ve büyük mali genişleme, Almanya'nın uzun dönem faiz oranlarının Şubat 1991'e kadar artışına ve kısa dönem oranların da Aralık 1991'e kadar yükselmesine neden olmuştur. Bu birleşme sonucu uygulanan sıkı para politikası, ekonomik büyüme bir düşme ve işsizlikte bir artışa neden olan negatif bir talep şoku yaratmıştır(Mishkin,1999,s.2-5).

Gelişmekte olan ülkelerde politika yapıcılar sık sık yurtiçi paranın devalüasyon oranını yabancı piyasalarda arzu edilen bir rekabet seviyesini sürdürme niyeti ile birlikte reel döviz kuru seviyesine bağlamışlardır. Ticari olmayan fiyatlara göre ticari malların nispi fiyatları bir hedef veya trend seviyesine düşük olduğu ve reel döviz kuru aşırı değerlendirildiği zaman devalüasyonlar daha sık görülür. Bu gözlemle ilgili kuvvetli ampirik destekler mevcuttur. Mesela Klein ve Marien(1997), 16 Latin Amerika ülkesi ve Jamaika için döviz kuru yönetimini analiz ediyor. Bu iktisatçılar daha fazla değerlendirilmiş bir döviz kuru ile birlikte daha yüksek bir devalüasyon ihtimali olduğunu

⁵ Meksika'nın ve birkaç Doğu Asya ülkesinin tecrübeleri bu durumun açık örnekleridir. Her ne kadar esnek bir döviz kuru benzer bir etkiye neden olsa da ihtimali daha küçüktür. Sabit bir döviz kuru rejimi üzerindeki spekülasyon ataklar ülke parasında genellikle büyük ve süresiz bir düşmeye neden olmuştur.

ilgili kuvvetli kanıtlar bulmuşlardır. Benzer ilişkiler bir kısım gelişmekte olan ülke için Frankel ve Rosrl(1996) ve Kaminsky ve Reinhart(1999) tarafından da bulunmuştur. Calvo, Reinhard ve Vegh(1995) reel döviz kuru hedeflemesi ile ilgili ampirik literatürü yeniden gözden geçirmişler ve reel döviz kurunun gelişmekte olan ülkelerde belki de en popüler reel hedef olduğu sonucuna varmışlardır(Unibe,2002,s.1).

Gelişmekte olan ülkelerde borç sözleşmelerinin yabancı para cinsinden adlandırılması ile, ülke parasında bir devalüasyon olduğu zaman ülke içindeki firmaların borç yükleri artış gösterir. Öte yandan, varlıklar belirgin bir şekilde ülke parasıyla adlandırıldığında, firmaların varlıklarının değerinde eş zamanlı bir artış olmaz. Bu durumda firmaların bilânçolarında önemli bir kötüleşme ve net değerlerinde bir azalma meydana gelir, etkili teminatlar küçülür ve borç verenlere daha az koruma sağlanmış olur. Bundan başka, net değerdeki düşme daha büyük risk alan firmalar için ahlaki risk güdüsünü artırır. Borç verenler kayıplarından dolayı daha yüksek risklere maruz kaldıkları zaman borç vermede ve bundan sonra da yatırımlarda ve ekonomik aktivitede bir azalma gözlenir. Döviz krizleri sonrası devalüasyonların bilançolara verdiği zarar 1982’de Şili, 1994-95’te Meksika ve 1997-98’de Doğu Asya ekonomilerindeki daralmaların önemli bir kaynağıdır(Mishkin,1999,s.7-8).

Gelişmekte olan bir ülke parasına karşı başarılı bir spekülatif atak sonrası beklenen enflasyondaki bir artış, Asya ve Meksika krizlerinde olduğu gibi faiz oranlarında ani bir yükselişin ortaya çıkmasına neden olduğundan finansal krizleri şiddetlendiren bir faktördür. Kısa süreli borç sözleşmelerinin ve faiz oranlarındaki artışın etkileşimi firmaların faiz ödemelerinde büyük artışlara neden olur ve firmaların nakit akımı pozisyonlarını ve bilânçolarını zayıflatır. Bu durumdan sonra da hem ekonomik aktivite ve hem de borç verme ani bir düşüşe maruz kalır(Mishin,1999,s.8-9).

Paranın değerinin daha istikrarlı olmasının sağlanmasıyla döviz kuru hedefinden kaynaklanan bir başka potansiyel tehlike, yabancı yatırımlar için risklerin farkına varılmasını zayıflatabilir ve ülkeye olan sermaye akımları canlanmaya başlar. Bu sermaye akımları, verimli yatırımları ve büyümeyi canlandırmasına rağmen aşırı borçlanmayı kolaylaştırabilir ve bu durum borç vermedeki bir artışla açıkça belli olur. Çünkü ülke içindeki banka gibi finansal araçlar bu sermaye akımlarına aracılık etmede temel bir rol oynarlar(Calvo, Leiderman ve Reinhart,1994), (Mishkin,1999,s.9).

Döviz kuru hedefinin bir diğer dezavantajı, özellikle kalkınmakta olan ülkelerde politika yapıcılarının hesap verilebilirliğini zayıflatabilmesidir. Çünkü döviz kuru hedeflemesi, para politikasının çok genişleyici olmasını önlemeye yardımcı olacak önemli bir işareti elimine etmektedir. Sanayileşmiş ülkelerde ve özellikle Amerika’da tahvil piyasası para politikasının duruşu hakkında çok önemli bir işaret ortaya koyar. Özellikle gelişmekte olan birçok ülkede uzun dönem tahvil piyasası aslında mevcut değildir. Bu ülkelerde Amerika’daki tahvil piyasasındaki gibi döviz kurunda günlük dalgalanmalar olabilir ve para politikasının genişleyici olacağı hakkında erken bir uyarı işareti sağlar. Böylece tahvil piyasasındaki gibi döviz kuru piyasası, piyasaları çok genişleyici olmaktan koruyabilir(Mishkin,1999,s.10).

Döviz kuru hedefinin bir diğer dezavantajı da, döviz kuru hedeflemesinin para politikasının günlük durumu ile ilgili bilgi sağlamasını ortadan kaldırmasıdır. Bir döviz kuru hedefi rejimi altında merkez bankaları başarılı bir spekülasyon atak meydana geldiği zaman, farkına varılmayan genişletici politikalar izlerler. Bu rejim altında merkez bankasının hesap verilebilirliğinin eksikliği problemi, bilâncoları gelişmiş ülkelerdeki gibi şeffaf olmayan gelişmekte olan ülkelerin merkez bankalarında daha belirgindir ve böylece merkez bankasının politika hareketlerinin araştırılması çok daha zor hale gelir. Döviz kuru sabitlemesi, zaman tutarsızlığı problemini elimine eden merkez bankasının hareketleri için kurallar ortaya koyar, merkez bankasını daha az şeffaf ve daha az hesap verebilir yaptığından zaman tutarsızlığı problemini daha şiddetli hale getirebilir(Mishkin,1999,s.11).

2.3.1.3. Döviz Kuru Tercihleri ve Çözümler

Kalkınmakta olan çoğu ülkede ihtiyari para politikalarını başarılı bir şekilde yürütecek politik veya parasal kurumlar gelişmemiştir. Bu yüzden bu ülkeler bağımsız bir para politikasından çok küçük kazançlar elde ederler ve kayıpları daha fazla olur. Aslında bu ülkeler, kendi bağımsız politikalarını izlemek yerine döviz kurlarını hedefleyen bir para politikası yürüterek daha başarılı olabilirler. Gerçekten bu durum gelişmekte olan birçok ülkenin döviz kuru hedeflemesini benimsemesinin

nedenlerinden biridir.⁶ Bunun yanında Mishkin (1997,1998)'de vurgulandığı gibi, gelişmekte olan ülkelerde bir döviz kuru hedefi rejimi uygulanmasının oldukça tehlikeli varsayılacak ilave bir dezavantajı vardır. Bu ülkelerde döviz kuru hedeflemesinin finansal katılığa önayak oluşturması ve ekonomiye büyük zarar verecek bir finansal kriz ortaya çıkarma ihtimali vardır(Mishkin,1999,s.6).

Sabit kur(fixed-peg) ya da hareketli kur(crawling-peg) olarak uygulanabilecek bu sistemde, kriter listesindeki ilk koşulun yerine getirilmesi için gerekli şart merkez bankası nezdinde yeterli döviz rezervi olması halinde sağlanabilir. Gelişmelerin kısa sürelerle izlenmesine ait ikinci kriter ele alındığında, döviz kurlarının günlük olarak izlenebileceği söylenebilir. Ayrıca, nihai hedefin fiyat istikrarının sağlanması olduğu varsayımı altında, küçük-açık ekonomilerde döviz kurlarının fiyat düzeyi ile yakın korelasyon içinde olduğu görülmektedir. Bu açılarından bakıldığında döviz kurlarının hedeflenmesinin ekonomide fiyat istikrarının sağlanmasında uygun bir hedef değişken olacağı söylenebilir. Buna karşılık, döviz kuru hedeflemesinin fiyat istikrarına ve bu yöndeki bekleyişlere belli bir gecikmeyle etki etmesi, bu süreçteki asimetrik yapı nedeniyle, sermaye girişlerine de bağlı olarak milli paranın yabancı paralar karşısında değerli hale gelmesine de neden olabilir. Bu durum ise, ülkeyi uluslar arası rekabette dezavantajlı duruma sokabilecektir(Malatyalı,1998,s.6).

Gelişmekte olan bir ülkede döviz kuru hedeflemesinin finansal bir kriz ortaya çıkarma ihtimalinin neden yüksek olduğunu anlamak için ilk olarak finansal krizin ne olduğunu ve ekonomiye neden zarar verdiğini anlamak gerekmektedir. Son yıllarda finansal krizlerin asimetrik enflasyonu teorisi finansal bir krizin tanımlanmasını sağlayacak bir gelişme göstermiştir(Bernanke(1983), Calomiris ve Gorton(1991) ve Mishkin(1991,1994,1996)). Finansal bir kriz, mali piyasalar için ters seçim ve ahlaki risk yani asimetrik enformasyon problemlerini daha da kötüleştiren doğrusal olmayan bir bozulmadır. Bu yüzden mali piyasalar en verimli yatırım fırsatlarına sahip olan ekonomik ajanlar için yeterli fon kaynaklarını sağlayamaz. Böylece, finansal bir kriz mali piyasaların etkin çalışmasına engel olur ve bu nedenle ekonomik aktivitede ani bir düşme meydana gelir(Mishkin,1999,s.6-7).

⁶ Bu durum ülkelerin neden Avrupa Parasal Birliği'ne (EMU) girdiğini açıklamaktadır. İtalya EMU için en büyük halk desteğine sahiptir. Geçmişte İtalya'da para politikası çok başarılı olamamıştı ve bu nedenle Avrupa Merkez Bankası'nın para politikasını benimsemiş ve göze çarpmaya başlamıştır.

Bir hükümetin garantili ve güvenilir bir sabit döviz kuru tercih edebilmesi için iki temel yol vardır: Para Kurulu ve tam dolarizasyon. Bir Para Kurulu sisteminde merkez bankası veya hükümet paranın değişim oranını yabancı bir paraya sabitler ve tam değişebilirlik sağlar. Tam dolarizasyon ise yurtiçi paranın Amerikan Doları gibi yabancı bir para ile yer değiştirilmesiyle elimine edilmesini içermektedir. Bu yapı para kurulundan daha kuvvetli olsa bile hükümetin para politikasını yeniden kontrol etmesi ve/veya ülke parası için yeni bir parite belirlemesini imkansız olmasa da zorlaştırmaktadır(Calvo ve Mishkin,2003,s.3),

Döviz kuru hedeflemesi, yurtiçi faiz gelişmelerinde döviz kurunun önemli bir belirleyici olduğu küçük açık ekonomiler için uygundur. Sermaye akımı düzenlemelerinde nominal bir çıpa olarak döviz kuru görece olarak iyidir. Sermaye akımındaki azalma, döviz kurlarında spekülasyon riskini azaltır. Serbestleşmiş sermaye akımları altında döviz kuru paritesinin sürdürülmesinde önceden gerekli olan temel unsur, dengeli ekonomik kalkınmaya neden olacak uygun bir politika karışımıdır. Mali piyasaların globalleşmesi ve sermaye akımının serbestleşmesinin artması ile dünya son yıllarda döviz kuru hedeflemesinden uzaklaşmaya başlamıştır. Tek istisna, tüm makroekonomik gelişme ve parasal alanda güvenilirliği eksik olan bazı istikrarsız ve gelişmekte olan ekonomilerde para kuruluna kayılmasıdır(Czech National Bank,1999,s.6).

Ülke parasının gelecekteki değeri ile ilgili belirsizlikten dolayı kalkınmakta olan ülkelerde finansal olmayan birçok firma, bankalar ve hükümetler borçlar yabancı paralar cinsinden adlandırıldığı zaman borçların emisyonunun çok kolay olacağına karar verebilirler. Bu eğilimden dolayı ülke içindeki firmalar ve finansal kurumlar yabancı para cinsinden adlandırılan borçların emisyonunda, döviz kuru hedeflemesi rejimi vasıtasıyla desteklenebilir. Yabancı para cinsinden adlandırılan borçların emisyonu, 1982'deki finansal krizden önce Şili mali piyasalarının, Meksika'nın 1994 finansal krizinden önce ve Doğu Asya ülkelerinin son krizlerinden önceki kurumsal yapının belirgin bir özelliği idi(Mishkin,1999,s.7).

Arjantin, sabit bir döviz kurunu sağlamak için Para Kurulu yaklaşımını benimsemiştir. Resmi bakış açısıyla Arjantin Merkez Bankası oldukça yüksek derecede

bir bağımsızlığa sahiptir. Ama 2001 de büyük bütçe açıkları Arjantin hükümetini yeni fon kaynakları arayışına zorlamıştır. Nisan 2001 de Dominge Cavallo ekonomi bakanı olduktan sonra bağımsız bir merkez bankası için Pedro Pou istifaya zorlanmıştır. Kısa bir süre sonra Arjantin'in akıllı ve düzenleyici finansal rejimi zayıflamıştır. Bankalar mali borçlarını fonlamaları için hükümet bonolarını satın almaları konusunda cesaretlendirilmiş ve zorlanmıştır. Genişleyici para politikası yoluyla ekonomiyi yeniden aktif hale getirmeye teşebbüs edilmiştir. Bankaların borçlarını ödeyememe durumuna düşmeleri 2001'in sonunda tam ölçekli bir banka krizine neden olmuştur. En borçlu kalemler Amerikan doları cinsinden yeniden adlandırıldığından Arjantin parasının değer kaybı, borç alanların dolar cinsinden adlandırılan borçlarını ödeyerek yeterli miktarda Arjantin parası kazanmalarını imkânsız yapmıştır. Arjantin finansal sektörü ve ekonomisi gerilemiştir ve Arjantin'in Para Kurulu tecrübeleri felaketle sonuçlanmıştır(Calvo ve Mishkin,2003,s.3-4).

Bu probleme bir çözüm, Arjantin'de yapıldığı gibi bir para kurulunun benimsenerek şeffaflığın ve taahhütlerin güçlendirilmesidir. Bu yapılırsa, para kurulu döviz kuru sabitlemesinden dolayı ülke parasına karşı olan spekülasyon atakları ortadan kaldırılabilecektir. Arjantin Merkez Bankası, para kurulu sistemi altında para politikası üzerinde kontrole sahip olamadığından halkın hareketlerinden kaynaklanan parasal daralmaları önlemede zor bir duruma düşmüştür. Bundan başka, para kurulu merkez bankasının para yaratmasına ve bankalara borç vermesine izin vermediğinden, merkez bankasının yeteneğini sınırlamış ve potansiyel banka krizlerinin üstesinden gelmede kullanılmak zorunda kalmıştır.⁷ Para kurulunun problemleri çok olmasına rağmen bir ülkenin enflasyon psikolojisini kırmak ve politik baskıyı değiştirmek için tek yol olabilir. Böylece, para kurulunun tamamlanması çok kuvvetli bir disiplini gerektiren ülkelerde enflasyonun kontrol altına alınmasının zorunlu bir adımı olabilir(Mishkin,1999,s.11-12).

Son yıllarda Türkiye(2000-2001), Arjantin(2001-2002), Ekvador(1999), Rusya(1998), Doğu Asya(1997), Meksika(1994-1995) ve Şili(1982) gibi kalkınmakta olan ülkeler makro ekonomik karışıklıklar ve finansal krizler yaşamıştır. Birçok ülke ara bir patika seçmiştir; merkez bankası tarafından stabilize edilen bir döviz kuru ama

⁷ Bir para kurulunun daha başarılı olabilme ihtimali için hangi adımların gerektiği ile ilgili Mishkin(1998)'e bakılabilir.

bazen bir “yumuşak sabitleme” olarak bilinen durumlara kaymalar olmuştur. Ancak 1997-98 de Doğu Asya’da makro ekonomik krizlerin kötü etkileri sonucu döviz kuru rejiminin krizlerin derinliği için kısmi sorumluluk gerektireceği şeklinde bir görüş ortaya çıkmıştır. Tayland, Malezya, Güney Kore ve diğer bölgelerdeki bazı ülkelerin hükümetleri sabit döviz kurlarını korumaya devam etmişlerdir. Döviz kuru rejiminin değişmeden kalabilmesinin açık bir kurumsal garantisi yoktur. Bu yüzden, sabit bir döviz kurunun güvenilirliğini garanti eden ve bir “sert sabitleme” olarak bilinen bir yapı veya serbestçe dalgalanan bir döviz kuru seçilmelidir(Calvo ve Mishkin,2003,s.2-3).

Döviz kuru çıpası ülke merkez bankasının ön taahhüdü olduğu için zaman tutarsızlığı sorunundan kurtulma avantajını getirmekte, böylece merkez bankası döviz kurunun devalüe edilmesine yol açacak genişleyici politikalar izleyememektedir. Öte yandan döviz kurunun çıpa olarak kullanılması, yerli ülkedeki enflasyonun takip edilen ülkenin enflasyon düzeyine yaklaşacağı konusundaki bekleyişleri uyararak, ülkedeki enflasyonist bekleyişleri düşürmek gibi bir avantaja da sahiptir. Nominal döviz kurunun çıpa olarak kullanılmasının belki de en önemli avantajı, para politikası stratejisinin kamuoyu tarafından kolayca anlaşılabilmesidir(Şıklar,1999,s.20).

Serbest bir şekilde dalgalanan döviz kurlarının seçilmesi cazip görünmemektedir. Dalgalı bir döviz kuruna izin veren bir ülke oldukça farklı para politikası rejimleri izleyebilir. Mesela, para arzı hedeflemesi, enflasyon oranı hedeflemesi veya açık olmayan kapalı bir nominal çıpaya ihtiyari bir yaklaşım yani “just do it” yaklaşımı⁸. Ama parasal rejimlerin seçimini umursamayan kalkınmakta olan çoğu ekonomide ihracat, ithalat ve uluslararası sermaye akımlarının ekonomik payı yüksek olur, bu yüzden döviz kurundaki büyük salınımlar reel ekonomide çok önemli salınımlara neden olabilir. Bir merkez bankası dalgalı bir döviz kuruna izin verilmesini tercih etse ve ülkenin bankaları dolar cinsinden borç verse bile, dolara karşı ülke parasındaki değer kayıpları finansal sistemi büyük oranda yaralar. Bu koşullar altında parasal otoritenin endişeli bir tavır sergilemesi olağandır(Calvo ve Mishkin,2003,s.4-5).

⁸ Just do it yaklaşımı Mishkin(1997a)’da tanımlanmıştır.

2.3.2. Parasal Hedefleme

Çok büyük olan ama açık olmayan ülkelerde veya blok ülkelerde döviz kuru hedeflemesi uygun bir seçim değildir. Amerika, Japonya veya Avrupa Parasal Birliği (EMU) için de döviz kuru hedeflemesi açık bir tercih değildir. Bu yüzden bu ülkeler diğer para politikası rejimlerine bakmak zorunda kalmışlardır ve bunlardan birisi de parasal hedeflemedir. Parasal hedeflemenin döviz kuru hedeflemesine göre önemli bir avantajı, merkez bankasının ülke içerisindeki durumlarla başa çıkmak için para politikasını ayarlamasına imkân vermesidir. Parasal hedefleme, merkez bankasının diğer ülkelerindekinden farklı olarak enflasyon için hedefler seçmesine olanak tanır ve çıktı dalgalanmalarına karşı bazı tepkilerin gösterilmesine izin verir. Döviz kuru hedeflemesinde olduğu gibi birkaç hafta içinde merkez bankasının hedeflerine kısa bir gecikmeyle periyodik olarak rapor edilen parasal büyüklüklerle ilgili rakamlara ulaşıp ulaşılamayacağı ile ilgili bilgi verir. Böylece parasal hedefler hem piyasalara hem de halka para politikasının kontrol altında tutulmasında politika yapıcılarının niyetleri ve para politikasının duruşu ile ilgili anında işaretler gönderebilir. Bu işaretler enflasyon beklentilerinin sabitlenmesine ve daha az enflasyonun gerçekleşmesine yardım edebilir. Parasal hedefleme aynı zamanda düşük enflasyonu koruyan para politikası için hesap verilebilirliğin hemen hemen gelişmiş olması avantajına sahiptir ve bu yüzden zaman tutarsızlığı içine düşmemeleri için parasal politika yapıcılara yardım eder(Mishkin,1999,s.12-13).

Para arzı hedefleme politikası uygulamasına 1970 ve 1980'li yıllarda ABD, Almanya, İsviçre ve Fransa'nın, dar tanımdan geniş tanıma doğru, uygulamış oldukları politikalar örnek verilebilir. Gelişmiş ve derin mali sistemlere sahip bu ülkeler enflasyon konusunda sorun yaşamamaları nedeniyle yeni bir politika arayışı içinde olma gereği duymamışlardır. Oysa bu tür politikalarda fiyat istikrarının sağlanması hususunda istenilen sonuçların elde edilemediği Yeni Zelanda, İngiltere ve Kanada gibi ülkelerde yeni politika arayışları hızlanmıştır. Kanada, 1975-1982 yılları arasında M1 para arzını hedeflerken Yeni Zelanda, 1985 yılında parasal tabanı kontrol etmeyi amaçlamıştır. Her iki ülke de mali serbestleşme ve mali araçlardaki yenilikler nedeniyle söz konusu politikada başarısız olurken İngiltere 1990 öncesi uyguladığı parasal büyüklük hedeflemesi ve 1990-1992 döneminde dahil olduğu Döviz Kuru Mekanizması

(ERM) uygulamalarında farklılık arz etmesi nedeniyle başarısız olmuştur(Malatyalı,1998,s.3).

Parasal hedefleme, uzun dönemde fiyatların artışının para arzının artışından etkilenmesi teorik bulgusuna dayanmaktadır. Bu rejimde, para politikası seçilen parasal büyüklük için uygun bir büyüme oranı sağlanması üzerine odaklanmaktadır. Dövizin miktar eşitliğine göre bu değişken nominal çıktı büyümesiyle orantılıdır. Bu rejimin farklılığı, hedef için aralığın seçimi ve seçilen büyüklüğün yönetimi şeklinde parasal büyüklüğün seçiminde görülür(Czech National Bank,1999,s.7).

1970’lerde, parasal hedefleme birçok ülke tarafından benimsendi ama parasal hedeflemenin şekli Milton Friedman’ın ortaya koyduğu sabit para büyüme-oranı kuralından oldukça farklıydı. Gerçekten, Bernanke ve Mishkin(1992)’de belirtildiği gibi bu ülkelerin hepsinde merkez bankaları katılığa asla bağlı kalmamışlardır. Parasal büyüme için değiştirilmesi zor kurallar konulmuş ve bu ülkelerin bazılarında da parasal hedefleme ciddi bir şekilde izlenememiştir. Mesela Amerika, Kanada ve özellikle İngiltere birçok büyüklük hedeflemiş, basit sapmalara müsaade edilmiş, hedefler düzenli bir şekilde ilan edilmemiştir. Böyle olunca hedeflerden ani sıçramalar olmuş ve parasal hedeflerde oluşan sapmaların nedeni anlaşılamaz bir hal almıştır(Mishkin,1999,s.14).

Parasal büyüklük hedeflemesi altında para otoritesi genellikle nakit ve banka mevduatlarını içeren geniş çaplı parasal bir büyüklük arzını hedefler. Parasal büyüklük arzı monetaristlerin paranın miktar teorisine dayanan ve enflasyonun parasal büyümeden kaynaklandığını belirten önceden belirlenen bir politika üzerinde tutulur. Parasal büyüklükte hedeflenen büyüme fiyat istikrarı amacı ile tutarlı olduğu düşünülen bir enflasyon oranı, paranın dolanım hızındaki herhangi bir trend ve ekonomideki reel potansiyel büyüme tahmin edilerek belirlenir(Devine ve McCoy,1998,s.5-6).

Geleneksel olarak parasal büyüklük hedefleri, para otoritesinin yetkisini sınırlayan ve para politikasının şeffaflığını arttıran para kuralları (Money Rules) olarak görülür. Ama 1980’lerde finansal ilerleme ve sermaye piyasalarının serbestleşmesi, fiyatlar ve para arasındaki önceki istikrarlı ilişkilerin ayrışmasıyla sonuçlanmıştır. Bir sonuç olarak, parasal büyüklüklerin kullanımında uluslararası olarak sadece para

politikası hareketlerine odaklanma şeklinde önemli bir değişme meydana gelmiştir. Parasal büyüklük hedeflemesinin likidite artışları için, kontroller için tahmin edilebilir bir güç harcayan bir değişken olarak para otoritesini hesap verebilir tutma gibi bir avantajı vardır(Devine ve McCoy,1998,s.7).

2.3.2.1. Parasal Hedeflemenin Zorlukları

Bu rejimin avantajı, özellikle yurtiçi ekonomide ortaya çıkan belirli problemlere tepki verme ve bağımsız bir para politikası izleme olanağı olmasıdır. Başka bir deyişle parasal hedeflemenin bazı sınırlamaları vardır. Problemin bir tanesi uygun bir parasal büyüklüğün seçiminde yatmaktadır. Büyüklük ekonomi teorisinin mantığına uygun olmalıdır ve aynı zamanda ekonomik olarak nominal çıktı ve fiyatlar arasında istikrarlı bir bağın doğruluğunu göstermelidir. Finansal bir yenilik ortamında globalleşme ve piyasanın bilgisayarlaşması ile bu ilişki daha değişken olur ve bu nedenle önceden tahminde bulunmak hep daha zor olur. Bir başka problem, merkez bankasının seçilen parasal büyüklüğü yeterli bir şekilde kontrol edememesinde yatmaktadır. Bir diğer dezavantaj parasal hedefin kamuoyu tarafından tam olarak anlaşılabilir olmamasıdır. Bundan başka, hem ampirik analizler hem de teorik bulgular aşırı yüksek olan parasal büyüme oranlarının uzun bir gecikme ile enflasyona dönüşeceğini göstermektedir. Gelecek dönemlerdeki enflasyonu etkileyebilmek için merkez bankası önceden uygun hareketleri yapmak zorundadır(Czech National Bank,1999,s.7).

Parasal büyüklük hedeflemesinin bu avantajlarının hepsi iki önemli şarta bağlıdır. Birincisi, hedeflenen büyüklük ve amaç değişken (enflasyon veya nominal gelir) arasında kuvvetli ve güvenilir bir ilişki olmak zorundadır. Eğer istikrarsızlık süreklilik gösterirse, parasal büyüklük ve amaç değişken arasındaki ilişki zayıf olur ve parasal büyüklük hedeflemesi işlemez. Bu zayıf ilişki sonrası amaç değişken üzerinde istenen sonuçların ortaya çıkarılması hedefi tutmayacaktır ve böylece, parasal büyüklük para politikasının durumu hakkında gerekli işareti sağlayamayacaktır. Bundan sonra parasal hedefleme enflasyon beklentilerinin sabitlenmesine yardım edemeyecek ve merkez bankasının hesap verilebilirliğinin değerlendirilmesi için iyi bir rehber olamayacaktır(Mishkin,1999,s.13).

İkinci önemli nokta, hedeflenen parasal büyüklük merkez bankası tarafından iyi bir şekilde kontrol edilmek zorundadır. Eğer bu yapılmazsa, parasal büyüklük politika yapımcıların niyetleri ile ilgili açık bir işaret ortaya koymaz ve onların hesap verilebilirliğini savunmak daha da zorlaşır. Merkez bankası tarafından kolay bir şekilde kontrol edilen parasal büyüklükler sınırlı olmasına rağmen M2 veya M3 gibi genişleyen parasal büyüklükler için bu durum açık olmaktan uzaktır⁹ (Mishkin,1999,s.13).

Para arzı değişkeninin başarısı büyük ölçüde para talebinin istikrarına ya da en azından tahmin edilebilirliğine bağlıdır. Eğer, paranın dolaşım hızı nispeten sabit bir seyir izliyorsa veya önceden belirlenebilir ise, parasal büyüklüğün artış oranı şeklindeki hedef, nominal gelirin istikrarlı bir büyüme oranı seyri içinde kalmasını sağlayabilir ve bu da uzun dönemde fiyat istikrarını beraberinde getirir. Parasal büyüklük hedefinin şeffaflığı, merkez bankasının enflasyonu düşük tutma konusunda kamuoyu nezdinde hesap vermesini gerektirdiği için, genişleyici para politikası izlenmesi konusunda merkez bankası üzerindeki baskıların azalmasına neden olur(Şıklar,1999,s.20).

2.3.2.2. Parasal Hedefleme Uygulaması ve Sonuçları

Amerika, Kanada ve İngiltere’de parasal hedeflemenin enflasyonun kontrolünde başarılı olacağı kanıtlanamamıştır. Bunun iki nedeni vardır. Birincisi, parasal hedeflemenin ciddi bir şekilde takip edilmemesidir ve böyle bir durumda başarılı olma şansı azalmıştır. İkincisi, enflasyon veya nominal gelir gibi amaç değişkenler ve parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin istikrarsızlığının artmasıdır. 1980’lerin başlarında enflasyon ve nominal gelir ile parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin bozulması iyice belirgin hale gelmiştir ve bu üç ülkenin hepsi de resmi olarak parasal hedeflemeyi terk etmişlerdir. John Crow tarafından belirtilen, aslında Gerald Bovey’in söylediği(her ikisi de Kandan Bank’ın resmi görevlileridir) şey “parasal hedeflemeyi biz terk etmedik o bizi terk etti” şeklindedir(Mishkin,1999,s.14).

Anılan ülkelerde parasal hedefleme ile ilgili deneyimler farklılıklar göstermektedir. İngiltere, Kanada ve Amerika gibi kısa dönem faiz oranlarındaki aşırı hareketlilik sonucu parasal tabanın istikrarlı bir şekilde yönetildiği ülkelerdeki sonuçlar

⁹ Bakınız B. Friedman(1995).

tatmin edici değildir. Almanya ve İsviçre’de bu rejim nispeten başarılı bir şekilde uygulanmıştır. Hedeflerin spesifik bir şekilde belirlenmesi bölgesel koşullara bağlıdır. Çoğu zaman paranın büyüme hedefi tek bir nokta olarak değil bir aralık olarak tanımlanmıştır. Parasal hedefler sadece takip eden yıl için değil, aynı zamanda ileriki birkaç yıl için de artan bir şekilde belirlenmiştir(Czech National Bank,1999,s.7-8).

Almanya ve İsviçre parasal hedeflemeye 1974’ün sonunda başlamış ve bu stratejiyi 20 yıldan fazla resmi olarak sürdürmüşlerdir. Enflasyonun kontrol edilmesinde bu iki ülkede para politikasının başarılı olmasının nedeni, parasal hedeflemenin Avrupa Merkez Bankası için hala resmi politika rejimi olarak kuvvetli taraftarları olmasından dolayıdır. Almanya ve İsviçre’deki parasal hedefleme ile ilgili esas olay, hedefleme rejimlerinin parasal büyüklüğü sabit bir büyüme oranı politikasında tutan ve para politikasının nihai odak noktası olan Friedman tipi parasal hedefleme kuralından oldukça uzak olmasıdır. Bu ülkelerdeki parasal hedefleme esasen enflasyonun kontrolüne ve uzun dönemli düşüncelerin üzerine odaklanan para politikası stratejisinin bir iletişim metodu olarak görülmesidir(Mishkin,1999,s.14).

Parasal büyüklüklerin hedeflenmesine ilişkin politikalarda bu amaç için, parasal tabandan başlayarak değişik para stokları veya kredilerle ilgili büyüklükler kullanılabilir. Bu tür büyüklüklerde hedef değişken büyüdükçe, merkez bankaları tarafından kontrol edilebilir olma özelliği azalmakta buna karşın hedeflenen büyüklüğün halkın her kesimi tarafından izlenebilme özelliği artmaktadır. Ayrıca, değişkenin büyüklüğü arttıkça günlük olarak da izlenmesi zorlaşmaktadır. Bu tür değişkenlerin hedef olarak enflasyon ve gelir üzerindeki gücü, artan mali serbesti ve mali yenilikler nedeniyle sınırlanmıştır(Malatyalı,1998,s.7).

Neumann ve Von Hagen(1993), Bernanke ve Mishkin(1992), Mishkin ve Possen(1997) ve Bernanke, Laubach, Mishkin ve Possen(1999)’da vurgulandığı gibi, parasal hedef aralığının hesaplanması iyi bir halk eksersizidir. Birincisi ve en önemlisi, sayısal bir enflasyon hedefi, hedef aralığının belirlenmesinde belirgin bir şekilde göze çarpmaktadır. Sonra, potansiyel büyüme oranı ve hız trendlerinin tahminleri ile, parasal büyüklük için hedef büyüme oranından vazgeçilen bir miktar eşitliği yapısı kullanılmıştır. İkincisi, parasal hedefleme katı bir politika hedefi olmaktan uzaktır, uygulamada oldukça esnek olmuştur. Paranın büyüme oranı için hedef aralıkları

Bundesbank ve İsviçre'nin milli bankalarının çıktı ve döviz kurlarını içeren diğer amaçlarla ilgilenmelerinden dolayı hata vermiştir. Bundan başka, Bundesbank enflasyon amacının zaman içerisinde çeşitlendiği ve uzun dönem enflasyon amacına oldukça tedrici bir şekilde yakınsamasıyla esnekliğini ortaya koymuştur(Mishkin,1999,s.15).

Bundesbank, ilk olarak 1974'ün sonunda parasal hedeflerini belirlediği zaman, orta vadeli enflasyon amacını %4 olarak ilan etmiştir. Açıklanan bu orta vadeli enflasyon hedefi “fiyat yükselişlerinin kaçınılmaz oranı” olarak adlandırılan uzun dönem hedeften farklıdır. Enflasyonun düşürülmesine tedrici yaklaşım fiyat istikrarı ile istikrarlılık gösterdiği düşünülen orta vadeli enflasyon hedefi öncesi dokuz yıllık bir periyot ortaya çıkarmıştır. 1984'ün sonunda bu durum ortaya çıktığı zaman orta vadeli enflasyon hedefi “fiyat yükselişlerinin normatif oranı” olarak yeniden adlandırılmış ve %2 olarak belirlenmiştir. Bundesbank, aynı zamanda orta vadeli enflasyon hedefini yükselterek arz şoklarına cevap vermiştir. 1980'deki ikinci petrol fiyatları şokundan sonra fiyatların oranı kaçınılmaz bir şekilde yükselmiştir(Mishkin,1999,s.15).

Üçüncüsü, Almanya ve İsviçre'de parasal hedefleme rejimleri halkın geneliyle iletişim stratejisi olarak kuvvetli bir yapıyı ortaya çıkarmıştır. Paranın büyüme hedefleri hem Bundesbank ve hem de İsviçre milli bankasının harcadığı büyük çabayı ve para politikası stratejisinin açıklanması için önemli bir yapı olarak sürekli kullanılmıştır. Hem yayınlarla, hem de merkez bankası çalışanlarının sık sık yapmış oldukları konuşmalarla merkez bankasının neye ulaşmaya çalıştığı ile ilgili olarak halkla iletişim kurulmuştur. Gerçekten, hem merkez bankasının önemli miktarlarla paranın büyüme hedeflerinde sık sık hata yapması hem de parasal hedefleme yapısı, merkez bankasının hesap verilebilirliğinin artması için bir çare olarak ve enflasyon hedeflerine ulaşmak için para politikasının nasıl yönetileceğiyle ilgili olarak şeffaf bir şekilde iletişim kurulmasında ortaya konmuş iyi bir mekanizma olmuştur. Almanya'nın parasal hedefleme rejimi düşük enflasyona ulaşılmasında oldukça başarılı olmuştur ve başarısı birçok ülke tarafından kıskanılmıştır ve döviz kuru mekanizması için niçin çıpa ülke olarak seçildiğinin de açıklaması olmuştur(Mishkin,1999,s.15-16).

Parasal hedeflemeden dolayı para politikasının yönetimi, hedeflenen parasal büyüklük ve enflasyon arasındaki güvenilir, istikrarlı ve önceden tahmin edilebilen bir

bağın ve özellikle de uygun bir yapının sağlanması ile olmaktadır. Ancak, finansal yenilikler ve sermaye akımının serbestleşmesi bu bağın istikrarının önemli oranda azaltmaktadır ve politikanın sağlayacağı faydalardan bir aşınma sonucunu ortaya çıkarmaktadır. Önceden gerekli olan etkili bir parasal büyüklük yönetimi, faiz oranı değişikliklerine kredi yaratarak tepki verebilen fonksiyonel bir kredi kanalının varlığıyla olmaktadır(Czech National Bank,1999,s.8).

2.3.3. Enflasyon Hedeflemesi

Fiyat istikrarı amacına ulaşmak için çoğu ülkede uzun bir süre para politikası döviz kuru veya parasal büyüklükler gibi ara hedeflere bel bağlanarak sürdürülmüştür. 1990'lı yıllarda ise birkaç sanayileşmiş ve gelişmiş ülke doğrudan enflasyonun üzerine odaklanmaya başlamıştır. Para politikası yoluyla enflasyonun kontrol edilmesi problemiyle ilgili bu yeni yaklaşım enflasyon hedeflemesi olarak bilinmektedir¹⁰.

Enflasyon hedeflemesinin arkasındaki fikir yeni değildir; ancak 1930'larda bir fiyat seviyesi hedefi ile İsveç para politikası uygulanırken en azından Wicksell(1898) de taslağının çizildiği söylenebilir. Enflasyon hedeflemesi uygulaması geniş bir şekilde 1990'larda ortaya çıkmıştır. Bu hedefi ilk benimseyen ülke 1990'da Yeni Zelanda olurken, bu ülkeyi 1991 de Kanada ve İsrail, 1992 de İngiltere ve diğer birçok ülke izlemiştir(Bain ve Howells,2003,s.260).

Yakın zamanlarda bir politika yöntemi olarak enflasyon hedeflemesi oldukça yüksek bir öneme sahiptir. Enflasyon hedeflemesi önemli ve hatırı sayılır bir kısım merkez bankası tarafından resmi olarak uygulanmıştır ve birkaç önemli ekonomist ve belki de örtülü bir şekilde Uluslararası Para Fonu buna önyak olmuştur(McCallum,2000,s.1). Enflasyon hedeflemesi, çıktı ve işsizlikten ziyade enflasyonu para politikasının esas amacı haline getirmiştir. Aynı zamanda, merkez bankasını enflasyonist baskıların güçlenmesinden önce para politikasının uygulanma fırsatları ile ilgili olarak fiyatların gelecekteki seyrini önceden tahmin etmeye zorlar(Agenor,2000,s.3).

¹⁰ Ülkelerin neden alternatif para politikası yapıları yerine enflasyon hedeflemesine yöneldikleri ile ilgili iki önemli neden vardır: Döviz kuru krizleri ve para talebi istikrarsızlıkları.

Sanayileşmiş ülkelerde enflasyon hedeflemesi uygulanması ile ilgili geniş bir literatür vardır. Bernanke, Laubach, Mishkin ve Posen(1999), Schaechter, Stone ve Zemler(2000) son zamanlarda yapılan çalışmalardan bazılarıdır. Bu çalışmaların amacı gelişmiş ülkelerin yapısal durumu ve uyguladıkları politikalar üzerine odaklanarak enflasyon hedeflemesiyle ilgili analitik bir yapı oluşturmaktır. Enflasyon hedeflemesinin gerçekten gelişmiş ekonomilerde büyük bir kabul görüp görmeyeceğiyle ilgili son yıllarda yapılan çok önemli bir çalışma da da Mason, Savastano ve Sharma(1997) dir. Reel sektördeki gelişmeler ve fiyatlarla ilgili verilerin zayıf olması, enflasyon tahmini ile ilgili güvenilir prosedürlerin yokluğu merkez bankasının bağımsızlığının sürdürülmesinin zorluğu ve anti-enflasyonist tarihin olmaması para politikası yönetimi için şeffaf bir yapının oluşturulmasını ve bu nedenle de herhangi bir enflasyon hedeflemesine teşebbüs edilmesini engelleyebilir. Ama Mishkin(2000) ve Morande ve Schmidt-Hebbel(1999) dan oluşan diğer çalışmalar, dolaylı para politikası araçlarının kullanımına izin veren bir finansal sisteme sahip olan en azından yüksek-orta gelir düzeyine sahip gelişmiş ülkelerin daha tercih edilir olduğu görüşünü benimsemişlerdir(Agenor,2000,s.3-4).

Bu rejimin temel özelliklerinden birisi bir enflasyon hedefinin açık bir şekilde ilan edilmesi veya hedeflerin başarısıdır. Çoğu durumda hedefler belirli bir dönem için belirlenir, ama aynı zamanda yatay ve dikey bantlar da aralıklar olarak tanımlanabilir. Yine, bu rejimin halkçı olarak açıklanması da uzun dönem fiyat istikrarına ulaşmak için belirleyicidir. Bu durum aktif ve direkt olarak enflasyon beklentilerinin yönlendirilmesini içermektedir(Czech National Bank,1999,s.9).

Enflasyon hedeflemesi üç tane belirleyici özelliği olan bir para politikası rejimidir. Birincisi, bir enflasyon hedefine orta vadeli bir perspektifte karar verilir. İkincisi, gelecekteki enflasyon oranının tahminin yapılmasıdır. Üçüncüsü de belirgin bir ara hedef olmaksızın bir kısa dönem faiz oranı, enflasyon tahmini hesaplarını içine alan enflasyon hedefine ulaşmak için bir operasyon hedefi olarak kullanılır. Enflasyon hedeflemesi altında operasyon hedefi olarak genellikle kısa dönem faiz oranları kullanılmaktadır. Parasal büyüklükler ve faiz oranı genişlemesi gibi enformasyon değişkenleri de hesaplamaların içine alınmıştır. Kısa dönem faiz oranlarının fiyatları etkilemesinden dolayı bir aktarım mekanizmasının olup olmadığını bulmak önemlidir.

Enflasyon hedeflemesi son yıllarda Avustralya, Kanda, Finlandiya İspanya, İsveç ve İngiltere gibi ülkeleri içeren gelişmiş ülke merkez bankaları tarafından benimsenmiştir. Leiderman ve Svensson(1995), McCallum(1996) ve Bernanke ve diğerleri(1999) deki tartışmalardan da görülebileceği gibi, politika geniş bir alan tarafından algılanmıştır. Şimdilerde ise kalkınmakta olan ekonomiler tarafından artan bir şekilde uygulanmaya başlanmıştır. Son döviz krizlerini takiben bu ülkelerden bazıları kurların dalgalanmasına müsaade etmişlerdir. Yeni ve sürekli bir para politikası yapısının oluşturulmasında, kalkınmakta olan ekonomiler için sadece döviz kurunun sabitlenmesinin daha uzun süre uygulanabilir olmadığı ve esnek döviz kurları ve para kurulu ve tam dolarizasyon gibi aşırı kuvvetli bir sorumluluk şekli ve sabit bir döviz kuru arasında seçim şeklinde bir görüş ortaya çıkmıştır¹¹. Nominal çıpa olarak bir parasal büyüklüğün seçimi ile birlikte bilinen problemler bir enflasyon hedefine tercih edilmiştir(Kumhof,2001,s.1).

Enflasyon hedeflemesi iki nedenden dolayı uygun bir politika yaklaşımıdır(Genberg,2002,s.4):

- Para politikası en azından bazı zaman periyotlarının ortalaması olarak tanımlanırsa tam olarak düşük ve istikrarlı bir enflasyon oranına ulaşabilir. Para politikası özellikle işsizlik oranı, reel gelirin büyüme oranı ve seviyesi, reel faiz oranı veya reel döviz kuru gibi bazı alternatif hedeflere ulaşmak için kullanılmaz.
- Fiyat istikrarı daha şeffaf fiyat sistemi, uzun dönemli yatırımlara zarar verebilen belirsizlik tiplerinin azaltılması ve gelirin yeniden dağılımındaki istenmeyen hareketlerin engellenmesiyle genel ekonomik refaha katkıda bulunur.

Bu aşamadan sonra enflasyon hedeflemesi yeni ve oldukça farklı ekonomik çevrelere yayılmaya başlamıştır. Aynı zamanda yeni görevler de ortaya çıkmıştır; tarihsel olarak yüksek enflasyon yaşamış ülkelerde düşük enflasyon oranlarına ulaşmak ve sürdürmek için öncelikle çift haneli enflasyon oranlarından başlanmıştır. Başka çevreler için enflasyon hedeflemesinin uygunluğu ilk olarak Mason, Savastano ve

¹¹ Bu konuda herhangi bir fikir birliği yoktur. Bakınız Frankel(1999).

Sharma(1997) de tartışılmıştır. Bu iktisatçılar iki nedenden dolayı politikanın kalkınmakta olan çoğu piyasa için uygun olmadığını bulmuşlardır. Bunlardan birincisi kalkınmakta olan piyasalar için enflasyon hedefi ile çatışma ortaya çıkaran bir sınır olan (reel) döviz kuru para politikasının önemli ilave bir amacı olmaksızın değişmeden kalmasıdır. Calvo ve Reinhart(2000a,b) ve Levy-Yeyati ve Struzenegger(1999) da bu görüşle ilgili kuvvetli ampirik destek vardır. Bu iktisatçılar kalkınmakta olan ekonominin döviz kuru rejimlerinin gerçek davranışının resmi olarak dalgalı olarak belirlenmesine rağmen aslında inanılmaz bir şekilde sabitlemeye benzediğini bulmuşlardır. Bir diğer neden ise enflasyon hedeflemesinin tüm kalkınmakta olan ülkelere uygun olmayabileceği ve çoğunda mali baskı ortaya çıkaracağı şeklinde dir. Kalkınmakta olan çoğu ülkede hükümet bütçesi, senyoraj hala hükümet finansmanının önemli bir kaynağı iken istikrarsızlığın bir kaynağı olduğundan değişmeden kalır(Kumhof,2001,s.1-2).

Merkez bankaları enflasyon hedeflemesi altında para politikasını şu şekilde yürütmektedir. Birincisi, merkez bankası orta vadeli para politikası yürütölmesi için bir çıpa olarak önceden enflasyon hedefini belirler. İkincisi, parasal büyüklükler, faiz oranları, döviz kuru, beklenen enflasyon oranı, varlık fiyatları ve hammadde fiyatları gibi enformasyon değişkenlerini kullanarak gelecekteki enflasyon oranlarının tahminini yaparlar. Daha sonra, para politikasını hazırlar ve kontrolünü yaparlar. Bu yüzden gerçek enflasyon oranı saptanan enflasyon oranına yakınsamaktadır. Sonra da para politikasının performansını yeniden gözden geçirir ve sonraki dönem için para politikası kontrollerini ve yorumunu yapar. Bu yorum metodu gerçek enflasyon oranının uzun dönemde enflasyon oranına yakınsamasına neden olacak ve fiyat istikrarı için bir temel çatı ortaya çıkaracaktır(Junggun,2000,s.5).

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin deneyimlerine dayanarak ortak noktaları şu şekilde tanımlayabiliriz. Birincisi, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde merkez bankasının bağımsızlığı ve para politikasının şeffaflığı artmıştır. Öte yandan enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler önceleri siper olarak kullandıkları mali denetim fonksiyonunu merkez bankasından ayırmaya yönelmişlerdir. Ama normal zamanlarda bile para politikasının etkisini arttırmada önemli ve faydalı olan finansal denetim süresince toplanabilen finansal kurumlar ve mali piyasalarla ilgili detaylı bilgiler ortaya konmuştur. Finansal bir kriz süresince merkez bankasının, borç

verenlerin son çaresi olarak uygun bir rol oynamak için finansal kurumlar ve mali piyasalarla ilgili daha detaylı bilgiye ihtiyacı vardır. Bundan dolayı, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde merkez bankasının asıl hedefi finansal istikrar değil ama merkez bankasının finansal denetimin bazı fonksiyonlarını elinde bulundurması için arzu edilen fiyat istikrarıdır(Junggun,2000,s.5).

İkincisi, serbestçe dalgalanan bir döviz kuru rejimi ile enflasyon hedeflemesi sistemi popüler olur. Enflasyon hedeflemesi uygulayan hemen hemen tüm ülkeler dalgalı bir döviz kuru rejimi benimsemişlerdir. Ama bu durum, finansal istikrarın derecesi ve şimdiki durumun değerlendirmesini yaparken döviz kurundaki dalgalanmaya kayıtsız kalabilme ihtimali olan küçük açık ekonomilerin merkez bankaları için şüphelidir(Junggun,2000,s.5-6).

Üçüncüsü, enflasyon hedeflemesi uygulayan bazı gelişmekte olan ülkelerde parasal aktarım mekanizmasının faiz oranı kanalı zayıftır. Onların finansal piyasaları ve para politikası araçlarını geliştirmeye ihtiyaçları vardır ve finansal piyasalarda hükümetin araya girmesinden kaçınmaları gerekmektedir(Junggun,2000,s.6).

Dördüncüsü, enflasyon hedeflemesi uygulayan bazı gelişmekte olan ülkelerde bazen, fiyat istikrarına ulaşmada ağır bir yük getiren devlet borçları(public debt) gibi problemler mevcuttur. Son olarak, enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok ülke devalüasyondan dolayı enflasyon oranı yüksek olduğu zaman bir döviz krizi esnasında enflasyon hedeflemesi sistemini benimsemişlerdir. Sonuç olarak, kısa dönemde krizlerden sonra düşük enflasyon oranının enflasyon hedeflemesine veya değer kazanmaya dayandırılabilir olup olmadığının değerlendirmesini yapmak kolay değildir(Junggun,2000,s.6).

Karar verme sürecinde enflasyon hedeflemesi, parasal büyüklük veya döviz kuru rejimlerinde yapılandan daha fazla bilginin kullanılmasını içermektedir. Temel enflasyon faktörlerine ilave olarak devlet bütçesi, nominal ve reel döviz kurları, nominal ve reel faiz oranları, çıktı açığı, üretici fiyatları, ithalat fiyatları ve emek piyasası değişkenlerinin yönetilmesi analizleri de vardır. Bu rejim, yukarıdaki makroekonomik değişkenler ve onların enflasyon için ne anlam ifade ettikleri ile ilgili olarak önceden

tahmin edilen gelecekteki trendlerle ilgili iyi bir gücün varsayımını yapar(Czech National Bank,1999,s.9).

Hedeflenen fiyat endeksi, yeterli büyüklükte ve tüm enflasyonun yaklaşık tahmininin sağlanmasını gösterecek şekilde seçilir. Ama bu değişkenlerin fiyatları para politikası araçlarına ulaşmanın dışında dışsal faktörlere göre istisnadır. Enflasyon hedeflemesinin değeri, dünyada globalleşme, finansal yenilik ve serbestleşmiş sermaye akımları devam etse bile para politikasının özerk bir şekilde yönetilme imkânı ile tutarlıdır. Onun çoklu kriter doğası, maksimum miktardaki bilginin karar verme süreci içine dahil edilmesine izin vermektedir. Enflasyon hedeflemesinin bir diğer avantajı, politikaları halk için daha anlaşılır yapan ve merkez bankasının niyetinin daha iyi bir şekilde tahmin edilmesine imkân veren para politikasının şeffaflığıdır. Bu durum, enflasyon beklentilerinin etkilenmesi için oldukça önemlidir. Enflasyon hedeflemesinin bir diğer faydası da orta vadeye odaklanmasının para politikası ölçümleri ve onun enflasyon üzerindeki etkileri arasındaki nispeten uzun gecikmeler ile tutarlı olmasıdır(Czech National Bank,1999,s.9-10).

Bir enflasyon hedefi merkez bankasının para politikası için tek bir amaca sahip olması gibi bir avantaja sahiptir. Aksine, hem bir nominal gelir hedefi hem de bir parasal durum hedefi bir ekonomik değişkenden daha fazla sapmalara müsaade eder. Öte yandan, bir enflasyon hedefinin varlığı ters arz şoklarıyla yüz yüze kalındığında politika yapıcıların enflasyonsuzluk hakkında arayışa girmelerine neden olabilir ve böylece denge çıktısında daha büyük sapmalar meydana gelir. Ama bir enflasyon hedefine karşı en yaygın tartışma politika araçlarının değişim ve sonuçları arasındaki uzun gecikmelerden dolayı şeffaflık değildir. Merkez bankası enflasyon hedeflemesini seçtiği zaman hedefin tanımlanmasıyla ilgili Artis, Mizen ve Kontolemis(1998) de gösterilen birkaç önemli konu vardır(Bain ve Howells,2003,s.260-261):

- Hangi enflasyon oranı hedeflenecek ve ölçümü nasıl yapılacaktır?
- Bir enflasyon hedefi belirlendiği zaman bu nereye kadar sürecektir? Eğer hedef, aktarım gecikmesiyle tutarlı olarak belirlenirse para politikası için ara değişkenler bir enflasyon tahmini hedefi haline gelir.
- Merkez bankasının bağımsızlık hedefine ihtiyaç var mı,

- Enflasyon hedeflemesinin yapısındaki oldukça geniş değişimler enflasyon davranışlarında bir rejim değişikliği ortaya çıkarır.

Bu para politikası rejiminin dezavantajı ise merkez bankasının, enflasyon beklentilerinin nihai çıpası olan tüketici fiyat endekslerinde yer alan tüm değişkenleri etkileyecek güçlü bir kuralın olmamasıdır. Enflasyon tahminlerinin başarısı aynı zamanda, Çek Cumhuriyeti'nde olduğu gibi dışsal enflasyon faktörlerine ve dolaylı vergilerdeki ve düzenlenmiş fiyatlardaki değişikliklere bağlıdır. Enflasyon tahminindeki sapma riskleri, merkez bankasının halk ile daha iyi bir iletişim kurmasını gerektirmektedir.

Enflasyon hedeflemesi, uygulamada belirli bir tüketici fiyat endeksine ulaşmak için bir sorumluluktur. Küçük, açık bir ekonomide bu endeks döviz kurundan kuvvetli bir şekilde etkilenir ve yabancı döviz piyasası müdahaleleri kaçınılmaz hale gelir. Bu durum ödemeler dengesi krizlerini muhtemel hale getirir. Morande ve Schmidt-Hebbel(1999), açık bir şekilde enflasyon hedefini korumak için potansiyel olarak ağır yabancı döviz piyasası müdahalelerinin gerekliliğini savunmuşlardır. Carstens ve Werner(1999), politika yapıcılarının enflasyon hedefinden sapmalara neden olan döviz kurunda yaygın olarak büyük şokların oluşumuna müsaade etmek zorunda olmalarından dolayı Meksika'nın tam enflasyon hedeflemesine geçiş durumu yavaş olmuştur. Öte yandan, bu problem Brezilya için Tombini ve Bogdanski(2000) ve Kolombiya için Uribe, Gomez ve Vargas(2000) tarafından açık bir şekilde reddedilmiştir. Nominal çıpanın güvenilirliğinin sürdürülebilmesi kalkınmakta olan ekonomilerde gelişmiş ekonomilerden daha fazla kritik öneme sahiptir(Kumhof,2001,s.13-14).

Enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkeler ile ilgili tecrübeler pozitif görünmektedir. Bu ülkeler resmi enflasyon hedefi belirlendikten sonra enflasyon beklentilerindeki aşırılığı ve enflasyon oranlarını azaltmaya çalışmışlardır. Sonraları, bu ülkeler ekonomilerindeki yükselme eğilimlerine rağmen enflasyonu başarılı bir şekilde kontrol altında tutmuşlardır. Beklenmeyen fiyat şoklarının etkisi de görünüşte bastırılmıştır. Ama azalmış bir enflasyonun artan işsizlik şeklindeki fırsat maliyeti diğer para politikası rejimlerine göre enflasyon hedefleri ile ülkeler arasında daha düşük olmayacaktır(Petursson,2000,s.40).

2.3.3.1.Enflasyon Hedeflemesi Sisteminin Benimsenmesinin Arkasındaki Rasyonelite

Bu durumu açıklayan iki temel neden vardır. Birincisi, politika bakış açısıyla merkez bankaları 1970’lerde genellikle bir ara hedefleme sistemi kullanarak para politikasını yürütmüşlerdir ki, bu yüzden merkez bankaları parasal büyüklük gibi açık bir ara hedef belirlemiş ve fiyat istikrarına ulaşmak için bu parasal büyüklük ile uyum içinde çalışmıştır. Ancak 1980’lerdeki hızlı finansal yenilik ve serbestleşme, parasal büyüklükler arasındaki ayrımı bulanıklaştırmıştır ve parasal büyüklükler ve reel sektör arasındaki ilişki istikrarsızlık göstermiştir. Bundan sonra da para politikası yönetiminin bu metodunun etkisi büyük oranda azalmıştır. Bu nedenle, merkez bankaları bir alternatif arayışına başlamışlar ve 1990’ların başlarında dikkatlerini para politikası hareketleri için yeni bir yapı olarak enflasyon hedeflemesine çevirmişlerdir. Merkez bankası bir enflasyon hedefi belirlemiş ve bu hedefe ulaşmak için para politikası üzerine odaklanmıştır(Junggun,2000,s.6).

İkincisi, teorik bir bakış açısıyla daha yüksek enflasyonun ekonomik büyümeye zararlı olacağının farkına varılmıştır ve aralarında negatif bir kısa dönemli değiş-tokuş(trade-off) olmasına rağmen, enflasyon ve büyüme arasında negatif eğimli uzun dönemli bir değiş-tokuş yoktur. Aynı zamanda yüksek enflasyondaki aşırı değişikliklerin, enflasyonun hedefe geri dönme maliyetlerini yükselten ve hedefin üstündeki enflasyon beklentilerinde yukarıya doğru bir sürüklenmeyle ifade edilebilen para politikasının güvenilirliğini azaltmaktadır(Debelle,2000,s.15).

Teoride enflasyon hedeflemesi, merkez bankasının fiyat istikrarı amacı ile tutarlı olarak ekonomideki aktivite seviyeleri gibi durumları belirlemesini gerektirir. Para otoritesi, nihai hedef olarak enflasyon kontrolü üzerine odaklandığından doğrudan bir enflasyon hedeflemesi bir ara hedefe sahip değildir. Ama uygulamada para otoritesi nihai hedef olan fiyat istikrarı çizgisinde faiz oranlarını ayarlamak zorundadır. Uygun faiz oranları seviyesinin belirlenmesinde para otoritesi, paranın büyümesini de içeren enflasyonu etkilemek için tüm ekonomik değişkenleri harekete geçirir. Parasal büyüklük hedeflemesi ile ilgili bu zıtlıklar paranın büyümesinin kontrolünü sınırlamıştır(Devine ve McCoy,1998,s.7-8).

Para politikası bir enflasyon hedeflemesine dayandığı zaman, sabit bir döviz kuru veya para arzındaki belirgin bir büyüme gibi başka resmi ara hedefler yoktur. Ama merkez bankasının enflasyon hedeflemesi ile bir para politikasında enflasyon tahminlerinde anahtar rol üstlenmesiyle bu tahminler bir ara hedef olarak düşünülebilir.¹² Uygulamada ki prosedür merkez bankasının bir enflasyon tahminini değişmeyen para politikası üzerine yapmasıdır. Tahminler enflasyonun hedef bandının dışına taşınacak şekilde olursa(mesela izleyen iki yıl içinde) merkez bankası karşılık vermek zorunda kalır. Sonra, merkez bankası amaçlarına ulaşmak için en uygun olduğunu düşündüğü politika hareketlerinin karışımına karar verir(Petursson,2000,s.40).

Enflasyon hedefleri, enflasyon ve herhangi bir ekonomik gösterge arasında istikrarlı bir ilişkiye güvenilmediği zaman yapısal değişiklikler ile daha iyi olabilir. Güvenilirliğin sağlanmasında bir enflasyon hedeflemesi stratejisi, para politikası hareketlerinin şeffaflığını sağlayacak uygun açıklama ve analizleri gerektirmektedir. Özellikle enflasyon ve politika araçları değişiklikleri arasındaki aktarım mekanizmasının detaylı bir açıklaması gerekmektedir(Devine ve McCoy,1998,s.8).

Enflasyon hedeflemesinin en belirgin özelliği, merkez bankasının performansını değerlendirmede bir kriter olan parasal durumu açık bir hale getirecek işareti veren para politikasının resmi olarak esas amacı olarak gösterilen fiyat istikrarıdır. İkincisi, spesifik bir ufuk içindeki enflasyon için sayısal bir hedef durumun belirtilmesidir. Üçüncüsü, ya tek yanlı olarak ya da müşterek bir şekilde, hedeflere ulaşmak için bağımsız amaç olarak kabul edilen merkez bankası ile hükümetin hedef seçmesidir. Sonuç olarak, para politikasının şeffaflığı ve merkez bankasının da halka ve hükümete bilgi aktarımı artış göstermektedir(Petursson,2000,s.40).

2.3.4. Enflasyon Hedeflemesi İçin Temel Gereksinimler

2.3.4.1. Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Parasal ekonomi ile ilgili son çalışmaların temel katkılarından birisi, fiyat istikrarı için merkez bankasının bağımsızlığının çok önemli bulunmasıdır. Teorik

¹² Bakınız Svensson(1998).

tartışmalar, merkez bankasının bağımsızlığının ekonomi üzerindeki etkisi için önemli bir kural olarak güvenilirlik etkilerinin üzerine odaklanmıştır. Ama ampirik çalışmalar enflasyon oranları ve merkez bankasının bağımsızlığı arasında yalnızca negatif bir ilişki olduğunu göstermiştir. Teorik tartışmalar hükümetlerin, krizlere karşı daha fazla enflasyon varsaymalarına dayanan zaman tutarsızlığı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Genelde zaman tutarsızlığı Philips Eğrisi dikey durumunda iken kabul edilmektedir; enflasyonun reel sonuçlar üzerinde sürekli bir etkisi yoktur. Bununla birlikte, hükümetler halkın üzerine enflasyonist sürprizler ortaya çıkaran bir güdüye sahiptirler. Sonuç olarak enflasyonun esas nedeni, düşük bir enflasyon politikasını kendiliğinden halkın gözünde güvenilir kılmadaki yetersizliğidir(Junggun,20 00,s.7).

Çalışmalar, merkez bankası bağımsızlığı ile enflasyon oranları arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna ulaşmaktadırlar¹³. Bunun nedeni, merkez bankasının amaç fonksiyonunun siyasi karar alıcıların amaç fonksiyonlarından farklı olmasıdır; merkez bankası fiyat istikrarı hedefine daha büyük bir ağırlık atfetmektedir. Örneğin hükümetin merkez bankasıyla en yakın ilişkide bulunan organı olan hazinenin amaç fonksiyonunda beklenmeyen sürprizlerin oluşmasına ilişkin olasılık katsayısı yüksektir. Bu şekilde uygulanan politikalarda sık sık değişikliklere yönelme eğilimi, hazinenin amaç fonksiyonunda, bağımsız bir merkez bankasının fonksiyonunda olduğundan yüksektir. Ayrıca, hükümetin politikaların uygulandığı ve bundan sonuç alındığı döneme ilişkin zaman tercihleri merkez bankasının zaman tercihi göre daha güçlüdür(Malatyalı,1998,s.50).

Alesina-Summers(1993), Cukierman(1992), Cukierman(1993) ve Fischer(1994) gibi bazı ampirik çalışmalar daha düşük enflasyon seviyeleri ile birlikte merkez bankasının bağımsızlığının daha büyük olacağını ortaya koymuşlardır. Bu çalışmalar, merkez bankasının hükümeti etkilemek için politika amaçlarını serbestçe seçmesini sınırlayan politik ve ekonomik bağılıktan dolayı ülkelerin enflasyon oranlarındaki büyük farklılıklar ve yüksek enflasyon tecrübeleri ile birlikte merkez bankası daha az bağımsız olan ülkeler olacağı sonucuna varmıştır. Bu ülkelerde merkez bankasının politik ve ekonomik bağımsızlığı yüksek enflasyon tecrübesi ile ajanların merkez bankasının para politikasının güvenilirliğinin düşük olduğunu saptamalarına neden olur.

¹³ Cukierman(1992).

Bu teorik ve ampirik çalışmalardan dolayı yasal merkez bankası bağımsızlığı, fiyat istikrarı için güvenilir bir sorumluluk ile tanımlanabilir. Bu güvenilirlik primi ortalama enflasyon oranları ve merkez bankasının bağımsızlığı arasındaki iyi bilinen negatif korelasyonun kaynağı olarak kabul edilir(Junggun,2000,s.7-8).

Merkez bankasının bağımsızlığı, hükümetin bu yöndeki kararına bağlıdır. Bu statü, yasal olarak da verilebilir uygulamanın bir parçası da olabilir. Fakat bu kararın siyasetler tarafından verilebilmesinin düşünölmeye başlanması için bazı yapısal şartların oluşmuş olması gerekmektedir. Bunlardan ilki, ülkenin mali piyasalarının derinliğiyle yakından ilişkilidir. Mali piyasaları yeterince gelişmiş ve aracılık faaliyetleri etkinleşmiş bir ülkenin mali sisteminde enflasyon oranlarının yüksekliği, değışkenliği(volatility) ve buna ilişkin beklentilerin belirsizliği daha maliyetli sonuçlara neden olur. Çünkü bu husustaki belirsizlik bir yandan sisteme girecek mali kaynakların akışında miktar yönünden belirsizliklere neden olurken diğeryandan aracılık maliyetleri ile çalışan mali sistemin maliyetlerini ve risk primini artırarak rekabet kaybına da neden olur(Malatyalı,1998,s.51).

1990'lı yıllarda ölkelerin yaşadıkları tecrübeler, merkez bankası bağımsızlığının daha büyük seviyelere ulaşmasının enflasyon hedeflemesinin benimsenmesini desteklediğini ortaya koymaktadır. Bazı ölkelerde enflasyon hedeflemesi Şili ve Yeni Zelanda da olduğu gibi merkez bankasının resmi ve araç bağımsızlığı onaylandıktan sonra benimsenmiştir. İngiltere gibi diğeryölkelerde araç bağımsızlığı enflasyon hedeflemesinden sonra gelmiştir. Resmi ve araç bağımsızlığı için pozitif bir birlik ampirik sonuçlarla doğrulanırken bu durum amaç bağımsızlığı için doğrulanmamıştır(Hebbel ve Mishkin,2001,s.8-9).

Bu aşamadan sonra, son yıllarda birçok ölkede kendi merkez bankalarını daha bağımsız yapacak yasal düzenlemeleri benimseme yoluna gitmiştir. 1989 ve 1991 arasında Yeni Zelanda, Şili ve Kanada, merkez bankalarının bağımsızlığını arttırmak için yasa çıkarmışlardır. 1992 Treatyon European Union, The Maasstricht Treaty, Avrupa Birliği(EU) üyelerinin yeni bir Avrupa tarzı merkez bankası kurmak için merkez bankalarını daha bağımsız hale getirmeleri gerekmiştir.¹⁴ Daha sonraları

¹⁴ Maastricht Treaty tarafından bağımsızlık seviyesi için tavsiye edilen görüşler, bir merkez bankasının hükümetin talimatlarını almasını yasaklamaktadır. Merkez bankası governorleri için süre minimum beş

1997’de Japon hükümeti The Bank of Japan Law’ı revize etmiştir. 1998’de İngiltere para ve faiz oranı politikası ile ilgili karar verme sürecini daha özerk bir hale getirerek Bank of England’ın bağımsızlığını arttırmıştır(Junggun,2000,s.8).

Mevzuattaki son değişiklikler genellikle merkez bankasını daha otoriter yapıyor ve doğrudan fiyat istikrarı amacına odaklanmasına neden oluyor. Bağımsızlık derecesi yüksek olan Alman Bundesbank ve Swiss National Bank’ın düşük enflasyon oranlarını uzun bir süre sürdürmedeki başarısı son ampirik ve teorik çalışmaların merkez bankasının bağımsızlığı üzerine odaklanması eğilimini ortaya çıkarmıştır(Junggun,2000,s.8).

Para politikasının etkinliğini sağlayacak olan bağımsızlık konusu iktisat yazınında kabaca merkez bankasının hedef ve politika aracı bağımsızlığı olarak incelenmektedir. Diğer yandan, bağımsızlık ölçümü için yasal ve benzeri göstergeler de dikkate alınmaktadır. Merkez bankasının hedef bağımsızlığı azaldıkça, hükümetler, merkez bankası ile yaptıkları kontratlarla, hedefi ve ilgili koşulları belirlemekte ve daha fazla hesap verme veya sorumlu duruma gelinmektedir(Karasoy, Saygılı ve Cihan,1998,s.11-12).

Bu bağlamda, enflasyon hedeflemesi sisteminde merkez bankasının bağımsızlığı gerekli bir unsurdur. Birincisi, yasal bağımsızlık tesis edilmelidir. İkincisi, bağımsızlık amacı merkez bankasının para politikası komisyonu sayesinde, her ne kadar hükümetle görüş alış verişinde bulunmak önemli olsa da enflasyon hedefine bağımsız bir şekilde karar verebilir. Üçüncüsü, uygulamada merkez bankası için operasyonel bağımsızlık, para politikasını hükümetten, sosyal ve politik baskılardan bağımsız bir şekilde yerine getirmek için arttırılmalıdır. Bu noktada para politikasının değişmeden kalması için hükümet tarafından açık veya örtülü müdahaleler olursa bu tamamen ortadan kaldırılmalıdır. Ayrıca, politik bir sorumluluk da fiyat istikrarı için önemlidir(Junggun,2000,s.8).

Enflasyon hedeflemesi para politikasının yönetilmesinde fiyat istikrarı amacı izlenmesini ve daha da önemlisi merkez bankasının bağımsızlık derecesinin yüksek

yıl olarak belirlenmelidir. Ayrıca, merkez bankası direkt olarak hükümetten ve hükümete kredi olanakları sağlayan talimatlardan yasaklanmalıdır.

olmasını ve hedef enflasyon oranına ulaşmak için gerekli araçların seçimini gerektirmektedir¹⁵. Bu durum özellikle kısa dönemde ekonomiyi canlandıracak politik baskılara karşı koymayı ve mali politikanın para politikası kararlarında önemli bir rol oynadığı durumu gösteren mali baskınlığın olmayışı anlamına gelmektedir. Sistematik olarak gelirin bir kaynağı olarak senyorağa güvenen ve hükümetlerin merkez bankasından borçlanmasının yaygın olduğu bazı gelişmiş ülkelerde başka gereksinimleri karşılamak oldukça zordur¹⁶. Mali yönden enflasyonist baskıya neden olan durumlarda merkez bankasının sürdürülemeyen kamu borç dinamiklerini önlemeye bir teşebbüs olan düşük faiz oranlarını devam ettirmesi para politikasının etkisi baltalanmış olacaktır. Alternatif olarak Beddies(1999) da tartışıldığı gibi, merkez bankası fiyat istikrarına karşı senyoraj gereksinimleri vasıtasıyla hükümet tarafından bir enflasyon hedefi benimsenmesi konusunda zorlanacaktır¹⁷(Agenor,2000,s.22-23).

2.3.4.2.Enflasyon Tahminleri

Parasal aktarım mekanizmasındaki gecikmeler, enflasyonun kontrol edilebilmesi için bir enflasyon tahminini gerektirmektedir. Açıkça seçilen bir ara hedef olmaksızın para politikasının bir operasyon hedefi olarak kısa dönem faiz oranlarını kullandığı ve gelecekteki enflasyon tahminini orta vadede seçilen enflasyon hedefine yaklaştıran bir sistemdir. Bu yüzden enflasyonun doğru tahmin edilmesi bir enflasyon hedeflemesi sisteminde çok önemlidir. Ancak, ekonomik ve finansal çevrede belirsizliğin artması gelecekteki enflasyon tahminini daha da zorlaştırır. Merkez bankalarının çoğu yapısal ve zaman serisi modellerini içeren çeşitli modeller kullanır ve enflasyon tahmini için kapasitelerini arttıracak enflasyon baskısı endekslerinin çalışmasını yaparlar(Junggun,2000,s.9).

¹⁵ İngiltere ve İsrail gibi birkaç ülke enflasyon hedeflemesi uygularken sözleşmeli bir yaklaşım izlemişlerdir; hükümet merkez bankası ile bir sözleşme içerisinde bir enflasyon hedefi belirlemiştir ve merkez bankasına operasyonel bağımsızlık vermiştir, bu yüzden merkez bankası kabul edilen hedefe ulaşmak için kendi politika araçlarını amaçları doğrultusunda yönlendirmiştir.

¹⁶ Merkez bankasının bağımsız bir para politikası izleme gücü aynı zamanda bazı ülkelerde merkez bankasını zayıf bankalara destek olarak defalarca büyüme miktarlarda likidite enjekte etmeye zorlayan birkaç zayıflatıcı finansal sistemden dolayı engellenmiştir.

¹⁷ Uygulamada gelişmiş ülkelerde enflasyon ve mali açıklar arasındaki kapalı ve istikrarlı bir ilişkiyi kabul etmenin zorluğu kanıtlanmıştır. Agenor ve Montiel(1999) da tartışıldığı gibi bu durum zaman içerisinde beklentilerdeki kaymaların veya finansal açık kurallarındaki değişikliklerin sonucu olabilir.

Para politikasının etkisinde gecikmeler olduğunda bir enflasyon hedefi izlenmesine gereksinimin olması beklenebilir. Para politikası araçlarındaki değişiklikler, enflasyon oranı yükselmeye başlamadan önce yapılmak zorundadır. Sonuç olarak, merkez bankasının enflasyon tahminleri böyle bir rejimde politika oluşumunda özel bir rol oynayabilir. Svensson(1996), bir ara hedef olarak resmi enflasyon tahmininin etkili fonksiyonları olacağı üzerinde durmaktadır. Uygun bir ufuk etrafındaki enflasyon tahmini hedeften ayrılırsa, para politikasında ortalama bir gecikme varken para otoritesi para politikasının duruşunu değiştirerek tepki göstermelidir. Svensson, enflasyon tahmininin bir ara hedef olarak bu rol için uygun olduğu, kontrol edilebilir olduğu ve kolay gözlemlenebilir ve şeffaf olduğu üzerinde durmuştur(Debelle,1997,s.19).

Enflasyon hedeflemesinin temel taşı olarak bir enflasyon tahminini destekleyen bir takım kriterler vardır. Tatmin edici bir tahmin yapısı mutlaka var olmalıdır. Güvenilir ilişkileri ortaya çıkaracak yeterli tarihsel bilginin de sunulması zorunludur. Bu ilişkiler yeni rejim altında yeterli istikrarı sağlamada güvenilir olmak zorundadır. Merkez bankasının enflasyon tahmini ile ilgili bir model üzerinde mutabık kalması zor olabilir. Temel prensip bu beklentilerin özel bir modele dayanması gerekmemesine rağmen, gelecekteki enflasyon politikası için bir gösterime dayanmasının gerektiğidir. Farklı bilgi kaynaklarından bir miktar bilginin özetlenmesi mümkündür. Ama uygulamada enflasyon tahmin modelleri para politikası kararlarına bir girdi olabilmektedir. Öncü göstergelerden elde edilen diğer bilgiler de bir enflasyon tahmin modeli içine dahil edilmese bile göz önüne alınabilir¹⁸(Debelle,1997,s.19-20).

Enflasyon hedeflemesi parasal otoritelerin enflasyon tahmini ve modelleme yapacak teknik ve kurumsal kapasiteye sahip olmasını, parasal aktarım mekanizmasını anlamasını ve para politikası araçları ayarlamaları ve onların çıktı ve fiyatlar üzerindeki etkileri arasındaki zaman gecikmelerinin tahminini yapmasını gerektirmektedir. Bu durum, diğer para politikası rejimlerinden ziyade öncü enflasyon göstergelerine daha fazla güvenin olduğunu ve enflasyon hedefi ve para politikası araçlarındaki ilişkinin sürekli bir değerlendirmesini ortaya koymaktadır(Agenor,2000,s.35).

¹⁸ Mesela enflasyon tahminlerinden tek bir basit rastlantısal değişken çıkarılabilir, VAR modeli ve tam belirlenmiş bir makro model tahmin rekabeti sağlayabilir.

Merkez bankası belirsizlikleri azaltmak amacı ile enflasyon hedeflerini ve politikalarını ileriye dönük olarak belirlemektedir. Belirsizliğin istikrarı bozucu en önemli unsur olması nedeniyle ileriye yönelik beklentileri belirli hale getirmek merkez bankasının temel stratejilerinden birisini oluşturmaktadır. Enflasyon hedeflemesi politikasını uygulayan ülkeler enflasyon hedeflerinin gerçekleştirilmesi ve fiyat istikrarının sağlanması için belli bir zaman sürecini hedeflemişlerdir. Bu yaklaşım sadece para politikasının yavaş ilerlemesi anlamında değil aynı zamanda enflasyonist beklentiler ve ekonomik davranışların ayarlanmasına yönelik olarak uzun vadeli sözleşmelerin ve düzenlemelerin yapılması için de bir zaman diliminin öngörülmesi gerekli görülmektedir(Alparslan ve Erdönmez,2000,s.6).

Enflasyon tahminlerinin serbest bırakılması para politikasının karar sürecinin şeffaflığını arttırmayabilir ve tahmin hatalarının tekrarlanması sonuç olarak gelecekteki fiyat hareketlerinin değerlendirme gücü ile ilgili şüphelerin artmasından dolayı merkez bankasının güvenilirliğini azaltabilir¹⁹. Enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok merkez bankası ufuk etrafında faiz oranlarının değişmeden sabit kalmasını sağlayacak politika varsayımlarına dayanan tahminleri yayınlar. Ayrıca, içsel para politikasıyla ilgili enflasyon tahminleri, merkez bankasının kendi hedeflerine ulaşabilmek için daima hedef ufkunda olduğundan tahminler kendiliğinden yersiz bir duruma gelir. Faiz oranlarının beklenen patikası ile ilgili bilgiler halk kısa dönem faiz oranlarının ilk başta nasıl belirlendiğini açıkça belirlemediği sürece her zaman yararlı olmaz. Merkez bankasının politika reaksiyon fonksiyonları ile ilgili bilgi politika araçlarının belirlenmesi için yeni bilgilerin anlamının belirlenmesini gerekli hale getirir(Agenor,2000,s.36-37).

2.3.4.3. Para Politikası Araçlarının Kontrol Edilebilirliği

Operasyon hedefi olarak seçilen bir kısa dönem faiz oranı belirli koşulları sağlamak zorundadır. Birincisi, karşılıklı olarak değil tek yanlı olarak kısa dönem faiz oranının reel değişkenlere veya uzun dönem faiz oranlarına neden olacağı bir dışsalılık mevcut olmalıdır. İkincisi, kontrol edilebilirlik gerekmektedir, bu yüzden merkez

¹⁹ Enflasyon tahminlerinin serbest bırakılması ücret görüşmelerinin merkezileştirilmesi için bir taban oluşturulması gibi nominal ücretler üzerindeki arzu edilmeyen isteklerden dolayı problemlili olabilmektedir.

bankası kısa dönem faiz oranını uygun politika araçları ile birlikte ayarlayabilir. Üçüncüsü, merkez bankasının niyetiyle ilgili halka işaret verebilen bir sinyal etkisi de önemlidir. Başka bir yönden, operasyon hedefindeki bir değişme kısa dönem faiz oranlarını ve ondan sonra da enflasyon beklentilerindeki bir değişme yüzünden uzun dönem faiz oranlarını etkileyecektir(Junggun,2000,s.9).

Para politikası ve operasyon hedefi arasındaki ilişkinin oluşturulması, merkez bankasının operasyon hedefi üzerinde kontrolü olup olmadığının sadece önemli bir noktasıdır. Dolaylı para politikası araçları ve kısa dönem para piyasasının gelişmesi de merkez bankasının operasyon hedefi üzerindeki kontrolünü güçlendirmek için önemlidir(Junggun,2000,s.9).

2.3.4.4. Faiz Oranlarının Fiyatlar Üzerindeki Etki Kanalları

Para politikasının aktarım mekanizması, çeşitli finansal araçların miktarlarını ve fiyatlarını en sonunda da enflasyon ve büyüme gibi reel ekonomik aktivitelerden para politikasının etkilenmesi süreçlerinden söz etmektedir. Parasal aktarım kanalları kabaca fiyat ve miktar kanalları içinde sınıflandırılabilir. Monetaristler geleneksel olarak para talebi fonksiyonunun istikrarının ve para miktarının üzerinde dururlar iken, Keynezyenler, istikrarlı bir yatırım fonksiyonu temeli üzerinde faiz oranlarının fiyat fonksiyonuna odaklanmışlardır(Junggun,2000,s.9-10).

Bir enflasyon hedeflemesi sisteminde faiz oranı kanalı, enflasyon hedefine ulaşmak için açık bir ara hedef olmaksızın bir operasyon hedefi olarak kısa dönem faiz oranının kullanıldığı bir sistem olduğundan önemlidir. Gelişmiş para ve sermaye piyasaları, hükümetin sıfır müdahalesinin olduğu piyasada ve faiz oranlarının yapısının çarpık olmadığı piyasada, para politikasının aktarım mekanizmasının etkisini arttırmak önemlidir(Junggun,2000,s.10).

2.3.4.5. Para Politikasının Şeffaflığı, Güvenilirliği ve Tutarlılığı

Enflasyon hedeflerinin önemli bir rolü, enflasyon beklentileri için nominal bir çıpa veya bir koordinasyon rolü sağlamasıdır. Merkez bankasına açık ve kolay bir şekilde ölçülebilir bir enflasyon hedefi belirlemek bankanın performansının

değerlendirilmesini sağlar. Enflasyon hedef bandı veya arzu edilen hedef seviyesinden önemli herhangi bir sapma olursa merkez bankasının ayrıntılı bir açıklama yapması gerekecektir. Geçmişte merkez bankalarının amacı oldukça genelken, performanslarının değerlendirilmesinde zorluklarla karşılaşmıştır(Debelle,1997,s.17).

Para politikası araçları ve nihai enflasyon amacı arasında büyük bir açık olduğundan, politika hatalarının hedeften herhangi bir sapmaya neden olup olmayacağı veya merkez bankasının kontrolünün dışındaki şoklar yüzünden olup olmadığını belirlemek zor olabilir. Hesapverebilirlik ile ilgili olarak enflasyon hedefleri kullanmanın ikinci bir problemi, para politikasının uzun ve değişken gecikmeleridir. Herhangi bir politika hareketinin etkisi en azından bir yıl veya daha fazla süre belirlenemeyebilir(Debelle,1997,s.17).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde merkez bankası ya tek başına ya da hükümet ile birlikte sorumluk almaktadır. Dolayısıyla, kamuoyuna açıklama genel olarak merkez bankası tarafından yapılmakla birlikte hükümet ile merkez bankası arasında yapılan yazılı mutabakatlarla da kamuoyuna duyurulabilmektedir. Uygulamada, yazılı mutabakatlarda merkez bankasının görev ve sorumluluk alanları açıkça ifade edilerek başarısızlık durumunda cezai yaptırımların neler olacağı hususu da belirlenebilmektedir (Yeni Zelanda'daki gibi). Merkez bankası ile hükümet arasında yazılı bir mutabakat yapılmaması durumunda ise merkez bankası nihai hedefi olan fiyat istikrarını sağlamak için uygulayacağı para politikasını kamuoyuna açıklamak ve bilgilendirme yapmak durumundadır. Uygulamada farklılıklar görülebilmekle birlikte çoğu zaman merkez bankası hedeflenen enflasyon oranından sorumlu olmaktadır(Alparslan ve Erdönmez,2000,s.5).

Şeffaflık ve tutarlılık para politikasının güvenilirliğini arttırmak için önemlidir. Para politikası için bu sorumluluklar kararların açıkça hesap verilebilir olmasını mümkün kılar, halkın enflasyon hedefine ulaşılacağına olan güvenini artırır. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin merkez bankaları para politikalarının şeffaflığını ve tutarlılığını arttırmak için çeşitli ölçütlerle tanışmışlardır. Birincisi, merkez bankaları gelecek yıllar için çıktının büyümesi ve enflasyon tahminlerini içeren bir enflasyon raporu veya para politikası raporu yayımlar ve bazı ülkelerde de bunları parlamentoya gönderir. İkincisi, para politikası komisyonunun görüşme tutanakları kapalıdır.

Üçüncüsü, başkan veya para politikası komisyonunun üyelerine hükümet tarafından para politikasıyla ilgili sorular sorulur. Dördüncüsü, bazı ülkelerde enflasyon oranı hedeften sapma gösterirse, başkan parlamentoya açık bir mektup yazmak zorundadır veya bu uyumsuzluğun nasıl ortaya çıktığını hükümete açıklar ve para politikası komisyonu doğru olanın ne olduğunun planını yapar(Junggun,2000,s.10-11).

Enflasyon hedeflemesinin benimsenmesi merkez bankasının halk ve piyasalar ile olan iletişimde önemli ilerlemeler ve para politikasının şeffaflığındaki önemli gelişmeler vasıtasıyla izlenmiştir. Enflasyon hedefçilerinin çoğu enflasyon raporlarını, para politikası hesaplarını merkez bankası yönetiminin karşılaştığı anlık durumları, merkez bankası modellerini ve enflasyon tahminlerini yayınlamaya başlamışlardır. Merkez bankaları tarafından önemli iletişim çabaları izlenmesi, enflasyon hedeflerine ulaşmada enflasyon beklentileri ve politika güvenilirliğinde önemli rol oynayan merkez bankasının hesaba katılması alternatif parasal rejimler altındakinden ziyade enflasyon hedeflemesi altında daha önemli olabilmektedir(Hebbel ve Mishkin,2001,s.9).

Birçok ülke deneyimi enflasyon hedeflemesi uygulamalarının güvenilirliğinin sağlanmasının kolay olmadığını ve bir geçiş sürecine ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir. Söz konusu uygulamaların kamuoyuna açıklandığı anda güvenilirliğinin olacağını düşünmek doğru olmayacaktır. Ancak fiyat istikrarına yönelik olumlu bir ilerlemenin kaydedilmesi ve gerekli kurumsal düzenlemelerin yapılması ile para politikasının güvenilirliğinin oluşması ve artırılması mümkün olabilmıştır(Alparslan ve Erdönmez,2000,s.6).

Para politikasının güvenilirliğini kaybetmesi, enflasyon beklentilerini yukarıya kaydırır, enflasyonu kontrol altında tutma maliyetlerini yükseltir ve bu yüzden para politikası için yüksek bir güvenilirlik seviyesi çok önemlidir. Ama para politikası, güvenilirliğini arttırmak için sıkı bir şekilde sadece fiyat istikrarı üzerine odaklanırsa, çıktıdaki kısa dönemli değişiklikler gereksiz bir şekilde artabilir. Enflasyon ve büyüme arasında negatif bir kısa dönem değiş-tokuş olmasından dolayı genel olarak enflasyon hedeflemesi sistemi, enflasyon ve büyüme arasındaki kısa dönem değiş-tokuşlara müsaade etmede bazı esnekliklere sahiptir(Junggun,2000,s.11).

Ekonomistler ve merkez bankacılar, artan bir şekilde para politikasının başarılı bir şekilde yürütülmesinde şeffaflığın önemli bir önkoşul olduğunu onaylamışlardır. Şeffaflık, gerçek ve tüzel kişiler arasında karar vermedeki belirsizliği azaltan merkez bankasının hareketlerinin ve ulaştığı sonuçların halk ve hükümet tarafından değerlendirilmesinin yapılmasının önkoşuludur. Şeffaf bir para politikası merkez bankası üzerinde sınırlamaya yol açar ve belirlenen hedeften sapmaları daha da zorlaştırır. Böylece, para politikasının şeffaflığı merkez bankasının hareketlerinde hesapverilebilir yapma ihtimalini ve para politikasının yürütülmesinde başarılı olma ihtimalini yükseltir. Para politikasının daha büyük bir şeffaflığının olması ve merkez bankasının hesapverilebilirliği üzerindeki bir vurgu, resmi enflasyon hedeflemesinin yürütülmesindeki temel noktadır(Petursson,2000,s.42-43).

Şeffaflık konusu hesap verebilirlik ile bağlantılıdır. Enflasyon hedeflemesi uygulamasında para politikasının etkisini arttırmak, ilan edilen politika değişikliklerini ve bu değişikliklerin nedenlerinin açıklanmasını zorunlu kılar. Bu durum, enflasyon hedefinden herhangi bir sapmaya merkez bankasının bir hatasının mı yoksa politika kararlarındaki tahmin edilebilir bir sapmanın mı neden olduğu konusunu daha açık bir hale getirir(Debelle,1997,s.17).

Şeffaflık artışı, fiyat ve ücret kararları üzerindeki para politikası değişikliklerinin gecikme süresinin azaltılmasına ve etkilenmesine yardım eder. Şeffaflık ve hesap verebilirliğin artması bu çerçevede enflasyon hedefi izlenmesinde merkez bankalarının araç bağımsızlığının artmasına karşı uygun bir dengeleme olarak görülebilir. Genelde enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları doğrudan hükümete hesap vermektedir. Parlamenteoya karşı düzenli bilgi verilmesi ve yıllık raporların yayılması hesap verebilirliğin temel forumudur(Debelle,1997,s.17-18).

Şeffaflık, aslında hem hedefin hem de politika yapımının belirlenmesiyle geliştirilmiştir. Bununla beraber, bir enflasyon hedeflemesi rejimi benimsenmesiyle para politikası için açık bir kısa yol ortaya çıkmıştır. Para politikasının şeffaflık ve hesap verebilirlik kazancı yararlı bulunmuştur. Bankadaki performans ve çabalar üzerinde pozitif bir etkiye sahiptir. Aynı zamanda para politikasının güvenilirliğindeki bir artış daha düşük risk priminden dolayı dışsal mali maliyetleri azaltmaktadır(Hırcir ve Smidkova,1988,s.32).

Walsh ve Svensson(1997b) de gösterildiği gibi optimal performans sözleşmelerinin taklidinden dolayı enflasyon hedefleri güvenilirlik problemlerinin üstesinden gelmenin bir yolu olarak kullanılabilir ve para politikasının hesap verilebilirliğinin artmasıyla birlikte enflasyon hedeflemesi ihtiyari politika rejimlerinin doğasında var olan enflasyon eğilimini azaltabilir. Bundan başka, Walsh(1999) da tartışıldığı gibi enflasyon hedeflerinin halka duyurulması merkez bankasının politika tercihleri belirsiz olduğu zaman güvenilirliğinin artmasına yardım edebilir(Agenor,2000,s.23-24).

Para politikasının yönetiminde açıklık ve şeffaflık bir enflasyon hedeflemesi sisteminde güvenilirliğin kanıtlanması için çok önemlidir. Merkez bankası kararlarının hesap verebilir bir yapıda olması enflasyon hedefine ulaşma güdüsünü arttırır ve halkın da parasal otoritelerin yapacaklarına olan güveni de artmış olur. Alınan para politikası kararları vasıtasıyla araştırma sürecinin halka açıklanması ise merkez bankasının güvenilirliğinin kanıtlanmasına neden olur. Bu duruma örnek olarak, parasal otoritelerin politika değişikliklerini ilan etmesi ve bu değişikliklerin enflasyon hedeflemesi altında para politikasına etkilerinin neler olacağını halka açıklamasını gösterebiliriz. Merkez bankasının şeffaflığı ve tercihlerinin azalması daha düşük bir enflasyona ve arz şoklarına karşı daha düşük bir eğilime neden olur. Artan şeffaflık merkez bankasının ilan edilen politikaya daha sıkı bir şekilde yapışmasına neden olur ve parasal otoritelerin ilan edilen politikadan sapmasını ve değişik bir tarz da hareket etmelerini azaltan bir sorumluluk mekanizması ortaya çıkarır(Agenor,2000,s.25-26).

Enflasyon hedeflemesi sisteminde hesap verebilirlik ile ilgili potansiyel bir problem performans değerlendirmesi ile ilgilidir. Bu durumun nedeni öngörülemeyen veya beklenmeyen durumlardan dolayı merkez bankasının hatalar yapmasına ve yetersiz bir performans göstermesine neden olan politika hareketleri ve ekonomiye etkileri arasındaki bir gecikmenin varlığıdır. Bu riskin azaltılması için enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde merkez bankasının genellikle enflasyon hedefleri ve ortaya çıkan sonuçlar arasındaki farklılığı halka açıklaması ve politika kararlarının doğruluğunu kanıtlaması gerekmektedir²⁰(Agenor,2000,s.26-27).

²⁰ Amaç bağımsızlığı ve araç bağımsızlığı arasındaki farklılık parasal otoritelerin hesap verilebilirliği için gereklidir.

Enflasyon hedeflemesi rejimi yüksek bir derecede şeffaflık ve hesap verebilirliği gerektirmektedir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları politikalarını halka açıklamak için düzenli olarak “Enflasyon Raporları” yayınlarlar. Yeni Zelanda’da merkez bankası başkanının durumu eğer enflasyon her yıl %3’ten daha yüksek veya sıfırdan daha düşük olduğu zaman riske girmektedir. İngiltere’de ise maliye bakanı, eğer enflasyon hedeften %1 puandan daha fazla sapma gösterirse Bank of England’ın başkanının bu farklılığın nasıl meydana geldiğinin hesabını açık bir şekilde açıklayacağını ilan etmiştir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan diğer ülkelerde merkez bankası başkanı ve kurulu, enflasyon üzerine oluşturulan tolerans alanının dışına taşındığı zaman önemli sıkıntı ve eleştirilere katlanmak zorunda kalacaktır(Svensson,1997/98,s.6-7).

Örtülü bir enflasyon hedefi ve bilgi verici bir enflasyon raporu merkez bankasının performans hareketlerini nispeten kolaylaştırmaktadır. Banka analizlerinin kalitesi ve sonuçları istekli düşünceler veya taraflı tartışmalar ortaya çıkarmak için dışarıdaki uzmanlar ve gözlemciler tarafından dikkatle incelenebilir. Şeffaflık özel sektörün hem merkez bankasının yetkisini ve hem de enflasyon hedefi taahhütlerinin değerlendirmesini daha iyi yapmasına imkân verir. Eğer merkez bankasının yetkisi ve sorumluluğu yeterli sayılırsa güvenilirliği kanıtlanmış olur ve özel sektörün ücret ve fiyat belirlemesi hedefe adapte edildiğinden bankanın hedefini yerine getirmesi daha kolay olur. Şeffaflığın olmaması bankaya kişisel hareket etme konusunda daha fazla yetki verebilir. Merkez bankasının para politikasını daha fazla veya daha az şeffaf yapma güdüsü, bankanın yetki ve sorumluluğuyla ilgili karmaşık bir yola bağlıdır. Şeffaflık normalde toplumsal olarak istenilir görüldüğünden, banka ve toplumun ilgisi arasındaki zıtlıklar reddedilmeyebilir(Svensson,1997/98,s.7).

Merkez bankalarının uyguladığı enflasyon hedeflemesi programının başarılı olması için kamuoyu tarafından hedeflerin anlaşılır olmasının sağlanması gereklidir. Enflasyon hedeflemesi rejiminin temel ilkeleri olan merkez bankasının hesap verebilirlik ve şeffaflık prensiplerine bağlı olarak düzenli olarak enflasyon raporlarının hazırlanması ve kamuoyuna bilgilendirme yapılması bu amaca hizmet etmektedir. Kamuoyu tarafından uygulanan rejimin anlaşılması aynı zamanda merkez bankasının güvenilirliğinin artmasını sağlayacaktır(Alparslan ve Erdönmez,2000,s.8).

2.3.4.6. Hedefin Saptanması

Enflasyon hedeflemesini saptayan kimse, merkez bankasının bağımsızlığıyla da yakın ilişki içerisinde. Merkez bankasının bağımsızlığının kendi hedeflerini seçmesi için serbestlik ile birleşmesi gerekmektedir. DeBelle ve Fischer(1994), saptanan hedefi takip etmede ve para politikası operasyonlarında zorlamanın olmamasının ve araç bağımsızlığına sahip olmanın merkez bankası için daha uygun olacağı üzerinde durmuşlardır(DeBelle,1997,s.7).

Enflasyon hedefinin ilan edilmesi, yedi ülke arasında farklılıklar göstermektedir. Avustralya, Finlandiya ve İsveç gibi ülkelerin bazılarında enflasyon hedefi hükümetten açık bir destek olmaksızın ilk olarak merkez bankası tarafından ilan edilmiştir. Kanada ve Yeni Zelanda da ise hedef, merkez bankası başkanı ve maliye bakanı arasındaki ortak bir anlaşmanın sonucudur.²¹ Aslında enflasyon hedefi merkez bankası tarafından ilan edilmiş ve sonradan hükümet tarafından desteklenmiştir.²² Bu durum, iki politika yapıcı kurum arasındaki anlaşmanın gelişimine yardımcı olmaktadır. Merkez bankası tarafından hedefin tek yanlı ilan edilmesi etkiyi azaltabilir ve hükümet tarafından desteklenmezse enflasyon hedeflemesi yapısının güvenilirliğini seyreltir(DeBelle,1997,s.7-8).

2.3.4.7. Diğer Politika Hedefleriyle Etkileşim

Enflasyon hedeflemesi rejiminde para politikasının en önemli amacı belirlenen enflasyon hedefine ulaşmaktır. Diğer amaçlar yalnızca enflasyon hedefi ile tutarlı bir seviyede takip edilebilir. Mesela, enflasyon hedeflemesi sabit döviz kuru rejimi ile tutarlı değildir. Gerçekten enflasyon hedeflemesini benimseyen bir kısım ülkede, enflasyon hedefi doğrudan sabit döviz kuru rejiminin yerini almıştır. Sabit bir döviz kuru altında para politikasının içsel olduğu göz önünde tutulursa, orta vadede bir enflasyon oranı hedeflemek genellikle imkansızdır ve ülke parası sabitlenen

²¹ İngiltere’de para politikasının resmi sorumluluğu Bank of England’dan ziyade bakana aittir ve enflasyon hedefi bakan tarafından ilan edilir. Bank of England para politikası kararlarıyla ilgili bakana tavsiyelerde bulunur.

²² Mesela Avustralya’da 1996’da gelen ve enflasyon hedeflemesini resmi olarak destekleyen governor ve haznedar tarafından ortak bir bilanço yapılmıştır. Önceki hükümet ise resmi olmayan bir şekilde bir kısım fırsatlar üzerinden destek vermiştir.

ülkedekinden çok farklı şekiller almaktadır. Döviz kuru için bir aralık, para politikası kararları üzerindeki enflasyon tahminini destekleyebilir ama bir döviz kuru bandının standart şeklinde ise açıklanamaz(Debelle,1997,s.8-9).

Tam istihdam hedefi, enflasyon hedefi ile mutlaka tutarsız olur demek doğru olmayabilir. Uzun dönemde, enflasyon hedefine ulaşmak, tam istihdam hedefini gerçekleştirecek para politikası için en iyi yardım olabilir. Ancak kısa dönemde iki amaç arasında bir değiş-tokuş söz konusu olabilir. Bir talep şokuna para politikasının tepkisi genellikle enflasyon hedefi ve tam istihdam hedefinin ikisinde de aynı olur(Debelle,1997,s.9).

Merkez bankalarının takip ettikleri bir diğer hedef ise finansal istikrardır. Bu hedef de faiz oranlarının esnekliğini azaltabilen kırılgan bir bankacılık sistemine rağmen enflasyon hedeflemesiyle tutarsız olmayabilir. Uzun dönemde, krizde bulunan bir bankacılık sektöründen kaynaklanan deflasyonist baskı, enflasyon hedefinin ateş altına atılması sonucunu doğurabilir. Kısa dönemde özel bir finansal kurumun yaşamını sürdürmesini tehlikeye atan enflasyon hedefine ulaşmak için gerekli olan para politikasında bir daralma olursa, merkez bankası bir çatışma durumuyla yüz yüze kalabilir, ancak para politikası aşırı dar olur ve bu yüzden enflasyon hedefi ateş altına girerse risk büyüyebilir(Debelle,1997,s.9).

Enflasyon hedeflemesi rejiminde, para politikası ve maliye politikasının amaçları arasında örtülü bir etkileşim de söz konusudur. Operasyonel olarak para politikasının, enflasyon üzerindeki maliye politikası etkisini hesaba katmaya gereksinimi vardır. Halkın borç stokunun aşırı bir şekilde artmış olması, merkez bankasının kısa dönemde enflasyon hedefine ulaşmasını daha da zorlaştıran enflasyon beklentilerinin oluşmasına neden olmaktadır. Sonuçta, ortaya çıkan daha yüksek faiz oranları hükümetin de borç yükünün yükselmesine sebep olabilir(Debelle,1997,s.9).

2.3.5. Enflasyon Hedeflemesinin Operasyonel Yapısı

Bir enflasyon hedeflemesi rejiminin yerine getirilmesi için operasyonel bir yapının tesis edilmesi para otoritelerinin çeşitli adımları izlemesini gerektirmektedir. İlk başta hedef için bir fiyat endeksi ve hedefin ölçüsü belirlenmelidir. Hedefe ulaşmak için

hangi para politikası araçlarının kullanılacağı, gelecekteki enflasyon oranlarının değerlendirmesinin nasıl yapılacağı ve para politikasının uygulanma sürecinin belirlenmesi gerekmektedir. Hedefin tanımlanması, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler arasında çeşitlilik göstermektedir.

2.3.5.1. Hedef Ufku

Enflasyonla ilgili önemli bir çalışma 1999'da yayınlanan Ben Bernanke, Thomas Laubach, Rick Mishkin ve Adam Posen tarafından yapılmıştır. Bu çalışmaya göre, enflasyon hedeflemesi istikrarlı enflasyonun para politikasının uzun dönemli temel hedefi olduğunun ve bir veya daha fazla zaman ufkunda enflasyon oranı için miktar hedeflerinin veya miktar aralığının kamu otoritelerince açık bir şekilde ilan edilmesiyle nitelendirilen para politikası için bir yapıyı ifade eder. Enflasyon hedeflemesinin para otoritelerinin planları ve amaçları ve çoğu durumda merkez bankasının bu amaçlara ulaşmada güvenilirliğini güçlendiren mekanizmalarla ilgili olarak halkla iletişimin kurulmasında önemli rolü vardır. Bu tanımlama ortaya konduktan sonra, bu çalışmanın yazarları dikkatlerini enflasyon hedeflemesinin bir kurala karşı olan bir yapı olduğu noktasına verdiler. Enflasyon hedeflemesi Friedman kuralında olduğu gibi(nihai hedef olan fiyat istikrarına ulaşmada para arzındaki büyümenin yönlendirilmesi) otomatik bir yapı göstermez(Sherwin,2000,s.3).

Enflasyon hedeflemesi, rejimin tasarısı için önemli bir problem, para politikasının ekonomiyi ve enflasyonu uzun gecikmelerle etkilemesidir. Düşük enflasyona ulaşmış ülkeler için gecikmeler oldukça geniş bir zaman olarak(iki yıl veya daha uzun süre) değerlendirilir. Henüz daha kısa zaman ufukları yokken yıllık enflasyon hedefleri enflasyon hedeflemesi rejimlerinde oldukça yaygındır(Hebbel ve Mishkin,2001,s.12).

Çeşitli ülkelerce benimsenen enflasyon hedefinin ufku, enflasyon hedefinin saptandığı zamandaki enflasyon oranına bağlıdır. İlk enflasyon oranı arzu edilen enflasyon oranından farklı olan ülkeler, para politikasının enflasyon üzerindeki etkisindeki gecikmelerden dolayı iki yıllık bir zaman süresince sürecin tamamlanmasına müsaade etmişlerdir. Enflasyonun zaten düşük olduğu bu ülkeler hemen ve belirsiz bir şekilde uygulanan hedefleri benimsemişlerdir. Enflasyon hedefinin ufku aynı zamanda

kısa dönem şoklardan sapmaları dengelemede para politikasının gücünü de göstermektedir(Debelle,1997,s.10).

Çok kısa zaman ufkunu kullanmak, özellikle enflasyon hedefinin aralığı dar olduğu zaman kontrol edilebilir bir problem ortaya çıkarabilir. Para politikası optimal bir şekilde yürütüldüğü zaman bile enflasyon hedefinin çok sık hataları olabilir. Bu durum, tam olarak Yeni Zelanda da 1995’de meydana gelmiştir ve Reserve Bank 0-%2’lik bir yıllık enflasyon hedefi aralığını çok küçük bir farkla kaçırmıştır. Bu isabetsizlik birçok kişi tarafından beğenilse ve bu kaçırış kısa süreli olsa ve sonunda enflasyon düşse bile merkez bankası kanunlarına göre başkanın kovulması demektir ve kovulmuştur. Yeni Zelanda da enflasyon hedefi aralığına uyulmaması önemli bir güvenilirlik kaybıyla sonuçlanmasına rağmen, gelişmekte olan bir ülke için bu durum merkez bankası için ciddi güvenilirlik kayıplarıyla sonuçlanabilmektedir(Hebbel ve Mishkin,2001,s.12).

Kanada ve Yeni Zelanda’da enflasyonsuzluk programı önceden belirlenmiş ve onsekiz ay boyunca ilk enflasyon hedefine ulaşmak için para politikası operasyonlarındaki gecikmelerin hesaba katılmasına müsaade edilmiştir. Enflasyonu önleme programı önce enflasyonu arzu edilen uzun dönem seviyeye düşürmüştür, enflasyon hedefleri her iki ülkede de sonraki beş yıl için belirlenmiştir. Enflasyonun, ufkun etrafında hedef bandı içinde değişmeden kalması kabul edilmiştir. Yeni Zelanda Merkez Bankası başkanı ile yapılan sözleşmeler beş yıllık bir süreden oluşmuştur. Kanada’da hedef ufku, fiyat istikrarının uygulamada kesin bir şekilde nasıl belirleneceği ve düşük enflasyonun hangi seviyede sürdürüleceğine göre seçilmiştir. İngiltere’de ise hedef ufku parlamento döneminin sonu olarak belirlenmiştir(Debelle,1997,s.10-11).

Çok kısa bir ufuk ve dar bir hedef aralığı aynı zamanda araç istikrarsızlığına neden olabilir ve para politikası araçlarında aşırı salınımlar merkez bankası enflasyon hedefini tutturmaya çalıştığı zaman meydana gelir. Bu problem özellikle döviz kuru hareketlerinin enflasyon üzerinde faiz oranlarından daha hızlı bir etkiye sahip olduğundan, enflasyon hedefine ulaşmak için döviz kurunun kullanılmasına daha fazla güvenilmesi sonucunu doğuran dar ve kısa bir ufka sahip olan küçük açık ekonomilerde önemlidir(Hebbel ve Mishkin,2001,s.12).

Bu ülkelerin aksine, Avustralya’da enflasyon hedefi için zaman ufku uzun dönemlidir. Bazı durumlarda ufkun belirlenmesi, enflasyon hedefinin belirlenmesinde herhangi bir enflasyon bandının yokluğunu dengeleyecek konjonktürel dalgalanmaların etrafındaki bir ortalama değildir. Ama dönem uzunluğunu içeren belli belirsiz bir ufuk, hedefe ulaşmada merkez bankasının değerlendirmesini daha da zor yapacaktır(Debelle,1997,s.11).

Bir enflasyon hedeflemesi rejiminde kontrol edilebilirlik ve araç istikrarsızlığı problemlerinden kaçınmak için merkez bankasının izleyeceği dört yol vardır. Birincisi, özel durumlar altında enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyon hedefinden sapmalara müsaade edebileceği durumlara karşı resmi kaçınma koşullarını oluşturmaktır. İkincisi, ilan edilen enflasyondan ziyade çekirdek enflasyonu hedefleyebilir. Üçüncüsü, enflasyon hedefinin alanını genişletebilir. Dördüncüsü, enflasyon hedeflerini gelecekteki birkaç yıl için belirleyebilir(Hebbel ve Mishkin,2001,s.13).

Uzun dönemli enflasyon oranının üzerinde bir enflasyona sahip olan ülkeler için, kısa hedef ufku enflasyonsuzluk sürecini hızlandırabilir. Para politikası enflasyon hedefini kısa dönem enflasyonsit şokların absorbe edilmesine ve çıktı dalgalanmalarının kötüleşmesine müsaade eden sadece politikanın duruşundan ziyade, hedefi kendiliğinden ayarlayarak şoklara karşı koyabilir. Kalkınmakta olan çoğu ülke, uzun dönemli enflasyon oranlarına ilaveten yıllık hedeflerle bir enflasyonsuzluk patikası belirlemişlerdir. Mesela Çek Cumhuriyeti önceden birkaç yıllık bir patika belirlemiş, Polonya yıldıan yıla belirleme yöntemini seçmiş ve Kolombiya ise ileriye yönelik birkaç yıllık uzun dönem hedefini enflasyon beklentileri için çıpa olarak belirlemiştir(Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer,2002,s.29).

Kaçınma koşullarına bir alternatif, özellikle arz şoklarına karşı gıda ve enerji gibi fiyat endekslerinin dahil edilmediği bir çekirdek enflasyon ölçümünün kullanılması kaçınma koşullarına göre avantaj vardır. Çekirdek enflasyon ölçümü halkın enflasyon hedeflerine ulaşmada merkez bankasının taahhütlerinin dürüstlüğü sorgulamasına neden olabilen bir arz şokundan sonra yetki gerektirmez. Onun yerine, nelerin gelecekteki enflasyon ölçümlerinin inşasından çıkarılacağına karar verebilir. Hedef olarak kaçınma koşullarından ziyade çekirdek enflasyon ölçümlerinin yaygın bir şekilde kullanılması da muhtemeldir(Hebbel ve Mishkin,2001,s.13).

Ancak, çekirdek enflasyon ölçümleri üzerindeki hedefleme aynı zamanda yalnızca toplam talep şoklarından değil, arz şoklarından dolayı ortaya çıkan kontrol edilebilirlik ve araç istikrarsızlığı problemleri ile söz edilen dezavantajı kaçınma koşulları ile paylaşır. Ayrıca, çekirdek enflasyon ölçümleri ilan edilen enflasyon ölçümlerindeki gibi halk tarafından iyi anlaşılmaması gibi dezavantaja sahiptir. Böylece çekirdek enflasyon hedefleri ilan edilen enflasyona göre biraz daha zayıflatıcı bir iletişim aracıdır. İlaveten, çekirdek enflasyon ölçümleri tüketicilerin çok önem verdikleri gıda ve enerjiyi dahil etmemektedir. Bunların bir merkez bankası hedeflemesinde enflasyon ölçümlerinden çıkarılması durumunda merkez bankası toplumdaki daha fakirlere yeterli önem vermediği gerekçesiyle eleştirilere maruz kalabilir(Hebbel ve Mishkin,2001,s.14).

Hedef alanının genişletilmesiyle de kontrol edilebilirlik ve araç istikrarsızlığı problemlerine bir çözüm değildir. Enflasyon hedefi üzerinde geniş bir alanın seçilmesinin merkez bankasının niyetlerinin halkın kafasını karıştırması ve alan için yüksek bir tavan ortaya çıkarması gibi problemleri doğabilir ve para politikasının güvenilirliği azalır. Böyle bir problem 1995'te İngiltere de meydana gelmiştir ve Hazine Bakanlığı, Bank of England'ın daraltıcı para politikası için tavsiyelerinin önünü kapatmıştır(Hebbel ve Mishkin,2001,s.14).

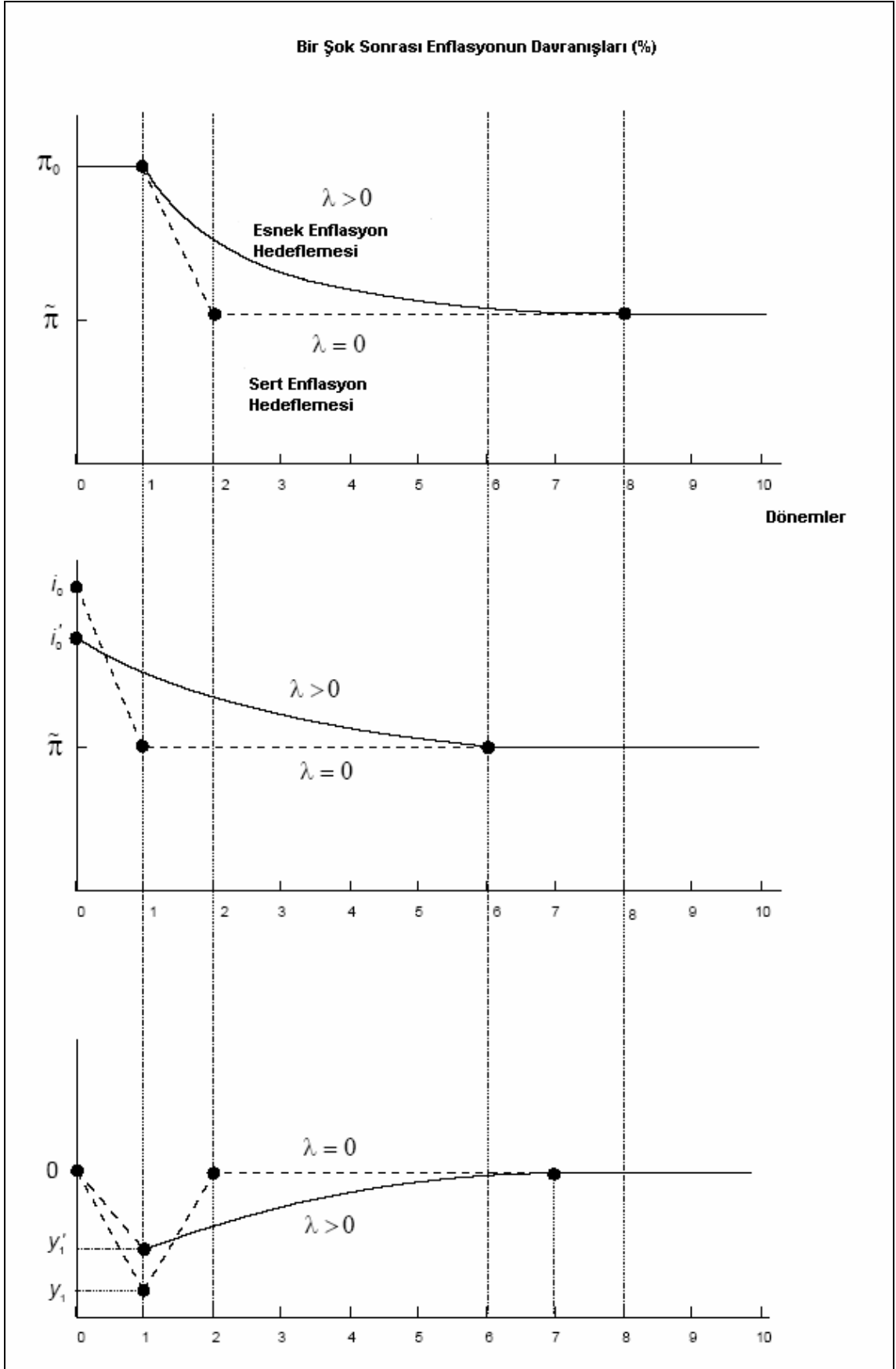
Enflasyon öngörülemeyen şoklara ve para politikasına göre bir gecikme ile çalışmakta ve merkez bankaları sürekli olarak hedeflerine ulaşamamaktadır. Enflasyon tahmininin, faiz oranlarının değişmediğini, enflasyonun tahmin döneminin ilk yılında hedefin üstüne çıktığını ve sonraki yıllarda hedefin altına düştüğünü gösterdiğini varsayalım. Eğer faiz oranı değişiklikleri enflasyonu yalnızca iki yıl gibi bir gecikmeden sonra etkilerse, ilk yılda enflasyonda hedefin üstündeki bir artışı önlemek için çok geç olabilir ve faiz oranları ikinci yılda hedefin ötesinde enflasyona neden olacak şekilde düşürülebilir. Şimdi kontrol gecikmesinin sadece altı ay olduğunu varsayalım. Yükselen faiz oranları merkez bankasının tahminin birinci yılının ikinci yarısında enflasyonu hedeften aşağı doğru getirmesine müsaade eder. Ama aynı zamanda ikinci yılın başında tahminin daha fazla altında olsa bile faiz oranlarındaki artışların enflasyonu azaltması muhtemeldir ve politika hareketleri ve zamana yayılmış olan enflasyon üzerindeki etkileri arasında gecikme olursa, enflasyon en azından ikinci

yılın bir kısmında tahminin altında değişmeden kalacaktır. Merkez bankası alınan para politikası kararlarının enflasyon üzerinde etkili olabilmesi için enflasyon hedefine göre enflasyon patikasını yönetmede faiz oranlarını kullanmak zorundadır. Böylece hedef ufku kontrol ufkundan daha kısa olamaz(Agenor,2000,s.34-35).

Enflasyon arzu edilen uzun dönemli hedefinde olduğu zaman, politika ufkunun uzunluğu genelde politika aktarımındaki gecikmeleri ve parasal araçlarda ve çıktıdaki aşırı değişikliklerden kaçınma isteğini ortaya koymaktadır. Uzun dönemli ufkun ufuk, merkez bankasına şoklara karşı koymada ve enflasyonist beklentileri saptamada daha fazla faaliyet alanı vermesi şeklinde bir avantaja sahiptir. Gerçekten ufuk kısa ve politika gecikmesiyle ilgili olursa özellikle döviz kuruna göre kısa hedef ufku araç istikrarsızlığına neden olabilmektedir(Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer,2002,s.29).

Aynı zamanda, merkez bankasının çıktıdaki yüksek bir değişikliği önlenmesi ve enflasyon hedefinden sapmaların azaltılması arasında bir değiş-tokuş ortaya çıkarma hesabı içine girmeye ihtiyacı vardır. Enflasyonu hedefin üstüne çıkaran ters bir arz şokunun meydana geldiğini varsayalım. Merkez bankası enflasyonu hedefe geri getirmek için nasıl bir eğilim göstermelidir? Bu konuda iki zıt düşünce vardır. Birincisi, enflasyonsuzluğa hızlı bir şekilde ulaşmanın enflasyonu daha kısa sürede hedefin üstüne çıkarması; ikincisi ise çıktıdaki potansiyel dalgalanmaları daha büyük hale getirmesidir. Hedef ufkunun optimal uzunluğu bu yüzden politika tercihlerine ve ayrıca enflasyonu etkileyen şokların büyüklüğüne de bağlıdır. Enflasyonun istikrarına göre çıktı istikrarına yapılan ekler daha büyük öneme sahip olursa optimal uzunluk daha büyük olacaktır²³. Ama enflasyonist bir eğilim varsa, ekonomik ajanların merkez bankasının daha büyük bir cazibesinin şişirilmesinin sürpriz bir enflasyon yaratacağını anlamalarından dolayı daha uzun bir hedefleme ufku para politikasının güvenilirliğini engelleyecektir. Bu perspektiften esneklik ve güvenilirlik arasında bir değiş-tokuş olduğu da görülebilmektedir. Sonlu dönem prosedürünün yeterli olup olmadığı güvenilirlik probleminin şiddetini azaltan esnekliğin sınırlandırılma maliyetine bağlıdır. Bu durum Şekil 3’de gösterilmektedir.(Agenor,2000,s.35).

²³ Bu tip politika değiş tokuşları ile ilgili son zamanlarda yapılan kantitatif bir araştırma için Batini ve Haldane(1998)’e bakılabilir. Ayrıca uygulamada çıktıdaki dengeleme hareketlerine eğer bir yer var ise hedef bandının geçici bir şekilde genişletilmesiyle de ulaşılabilir.



Kaynak: Agenor(2000).

Şekil:3 Bir Şok Sonrası Enflasyonun Davranışları

2.3.5.2. Hedef Seviyesi

Teoride sıfır enflasyon fiyat istikrarına eşit gibi görünür, ama uygulamada fiyat istikrarı konsepti ölçümler ve nominal katılıklardan etkilenmektedir. Uygulamada, tüketici fiyat endeksinin hesaplanmasındaki eğilim, sıfır bir orandan ziyade küçük ama pozitif bir enflasyon oranı ile birlikte fiyat istikrarının daha muhtemel olduğuna işaret etmektedir. Bu durum, temel tüketim paketinin periyodik olarak yeniden belirlenmesindeki nispi fiyat değişikliklerini tüketicilerin ayarlamalarının neden olduğu kalite eğilimi ve ikame eğiliminin ortaya çıkması ve yeni mallarla karşılaşılmasından oluşmaktadır(Debelle,1997,s.11).

Sıfır olmayan bir enflasyonun haklılığının göstermek için merkez bankalarınca birçok görüş ileri sürülmüştür. İlk olarak, fiyatlarda ve ücretlerde aşağıya doğru yapışkanlık olanağı, küçük pozitif bir enflasyon oranının gerekli nispi fiyat ayarlamalarına müsaade edeceğini ima etmektedir.²⁴ İkinci olarak, nominal faiz oranları sıfırın altında sınırlandırıldığından, negatif reel faiz oranları için potansiyel olan sıfır bir enflasyon hedefi bir resesyon durumunda ekonomik iyileşmeyi teşvik etmek için gerekli olduğundan hariç bırakılmıştır. Bu argümanların ikisine de 1970 ve 1980'lerin yüksek enflasyon periyotlarının neden olduğu düşünülebilir. Ekonomi düşük bir enflasyon rejimine adapte olurken, ücretlerde ve fiyatlardaki aşağıya doğru yapışkanlık azalabilir ve büyümeyi canlandıracak olan negatif reel faiz oranlarına olan gereksinim de azalır. Bunun yanında aşağıya doğru nominal yapışkanlığın enflasyon oranının altına doğru ilerlemesi ve enflasyonsuzluğun maliyetini arttırması muhtemeldir(Debelle,1997,s.12).

Enflasyon hedeflemesi enflasyon hedeflerini genel olarak %2 civarına toplamaktadır. Bu düşük enflasyon seviyesinden daha düşük bir enflasyon oranının (%1 olarak söylenebilir) faydalarının daha büyük olacağıyla ilgili ampirik kanıtlar vardır; ama azalmanın sorumluluğunu üstlenmenin maliyetleri büyük olabilmektedir. Daha istikrarlı bir enflasyon oranı ve belirsizlikteki bir azalışın daha büyük faydalar sağlamak da muhtemeldir(Debelle,1997,s.12).

²⁴ Bu tartışma ilk olarak Tobin tarafından yapılmıştır. Nominal yapışkanlığın bir anlamı, fiyat değişikliklerinin dağılımının sıfırda kesilmesidir. Ama ücretler ve fiyatların dağılımında bu gibi asimetriklerin varlığı ile ilgili çeşitli ampirik bulgular mevcuttur.

2.3.5.3. Fiyat Endeksinin Seçimi

Hedeflenen enflasyon oranının hesaplanmasında kullanılan fiyat seviyesinin seçimi, tüketici fiyat endeksinin hesaplanmasında ülkeler arasındaki farklı metodolojileri ve tüketici fiyat endeksine dayalı enflasyon oranının arz şoklarına duyarlılığını göstermektedir. Uygulama genelde gayri safi yurtiçi hasıladan ziyade tüketici fiyat endeksine veya onun bazı versiyonlarına göre belirlenmektedir. Çünkü tüketici fiyat endeksi, halkın genel olarak en aşına olduğu fiyat endeksidir ve aynı zamanda revizyona tabi tutulmamaktadır. Ama gayri safi yurtiçi hasıla deflatörüne geniş bir yer ayrılmaktadır(Debelle,1997,s.12).

Uygun bir fiyat endeksinin seçilmesi güvenilirlik ve kontrol edilebilirlik arasındaki değiş tokuşla birlikte dile getirilebilir. Tüketici fiyat endeksinin uygulanabilir ve varlığını sürdürebilir uygun bir alternatifi yoktur. Çünkü beklentilere odaklanan, halk tarafından kolayca anlaşılan en iyi ve en yaygın endeks tüketici fiyat endeksidir. Ancak bu endeks çoğunlukla merkez bankasının kontrolünün dışında olan dolaylı vergiler ve idari fiyatlar gibi bileşimleri de içerdiğinden, bazı merkez bankaları bu faktörlerin hepsini veya hiç birisini içermeyen bir çekirdek enflasyon ölçümünü kullanırlar. Kalkınmakta olan ülkelerin çoğu, halka aşına gelmesinden ve güvenilirliği arttırmasından dolayı tüketici fiyat endeksini kullanmaktadır. Ancak bu her iki endeksin ölçümlerinin, halkın satınalma gücünü gösteren enflasyon hedefinin seçilmesini sağlamak için uzun dönemde birlikte hareket etmeleri önemlidir(Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer,2002,s.28).

Bir kısım ülke bir ölçü olarak yayınlanan veya manşet olandan ziyade tüketici fiyat endeksine dayalı enflasyon oranını kullanmaktadır. Temel bir çekirdek enflasyon oranına odaklanmanın amacı, enflasyonun parasal belirleyicilerinin olmadığı durumdaki enflasyon oranına engel olmaktır. Uygulamada çekirdek enflasyonun ölçümleri para politikasının neden olduğu özel şokların birincil etkilerine engel olur, ama sıkı bir para politikasından kaynaklanan hareketlere karşılık veren ücretler ve fiyatlar üzerinde bu şokların ikincil etkilerine engel olamaz²⁵(Debelle,1997,s.12-13).

²⁵ Çekirdek orana bir alternatif orta(median) enflasyon oranıdır. Bakınız Bryant ve Cecchetti(1993)

Ekonomik teori, enflasyonun doğru ölçümünün şimdiki ve gelecekteki tüketimin ikisinin de fiyatlarını içine alan bir endeks olduğunu varsaymaktadır. Ancak uygulamada fiyat endeksleri gelecekteki tüketimle ilgili mal ve hizmetlerin şimdiki fiyatlarını içine almaz. Çoğu durumda gelecekteki mal ve hizmetler için piyasalar mevcut değildir ve bir teori olarak muhtemel olmayan ayrıntılı bir fiyat endeksi oluşturur. Gelişmiş ülkelerin çoğunda tüketici fiyat endeksleri bir mal ve hizmet sepetinin ortalama fiyatlarına sabitlenmiştir. Fiyat bilgileri belirlenmiş satış yerlerinin düzenli bir şekilde ziyaret edilmesiyle istatistik ajanları tarafından toplanmaktadır(Agenor,2000,s.28-29).

Bir kısım ülkede tüketici fiyat endeksi ve çekirdek enflasyon oranı arasındaki temel farklılık, çekirdek enflasyon oranının ipotekli faiz ödemelerine engel olmasıdır. Bu engellerin ortaya çıkaracağı problem ise kısa dönem faiz oranlarındaki artıştan dolayı beklenen enflasyon oranında hedefin üstündeki bir artış sonucu merkez bankasının tüketici fiyat endeksine dayalı enflasyon oranının fon akımlarının maliyetlerinin artması kadar atış göstermesi durumunda ortaya çıkmaktadır. İpotekli maliyetlerdeki artıştan etkilenen tüketici fiyat endeksinin bileşimlerini tanımlamak kolaydır ve enflasyon oranı, merkez bankasından ziyade istatistik bürosunun sık sık yayımladığı ipotekli kredilere ve kredi borçlarına engel olmaktadır. ABD'nin de içinde olduğu bir kısım ülke, tüketici fiyat endeksindeki faiz yüklerinin farklı bir yönetimiyle bu problemten kaçınmışlardır(Debelle,1997,s.13).

Enflasyon ve fiyat endeksi arasındaki fiyat hareketlerindeki farklılıklardan dolayı potansiyel olarak bir uyumsuzluk ve belirsizlik söz konusudur. Eğer, hedef halkın anlayacağı ve takip edeceği şekilde kolay olmazsa bu farklılıklar özellikle Brezilya'da olduğu gibi yüksek enflasyon tarihleri olan ve merkez bankaları şöhret olmaktan mahrum olan ülkelerde güvenilirlik problemleri yaratabilmektedir. Baskılardan dolayı fiyatların ölçümünde bazı hatalar olsa bile, bu gibi durumlarda bir enflasyon hedeflemesi halka daha aşına gelecek ve para politikasını daha şeffaf yapacaktır(Agenor,2000,s.32-33).

2.3.5.4. Hedef Bandının Genişliği

Enflasyon hedeflemesi uygulayan birçok ülke enflasyon hedeflerini tek bir hedef noktasından ziyade bir bant şeklinde ve bazen de merkezi bir değer etrafında olacak şekilde belirlemişlerdir. Ekonomik hareketlerin ve sonuçların tam olarak öngörülememesinden dolayı enflasyon için sürekli bir hedef noktasını tutturmak zor olmaktadır. Bu durumu gerçekleştirmeye çalışmak faiz oranlarının aşırı bir şekilde değişken olmasına ve finansal piyasaların istikrardan uzaklaşmasına neden olmaktadır. Aynı zamanda bir bant, para politikasının yönetiminde belirli derecede esnekliklerin ortaya çıkmasına neden olmaktadır. Bu esneklik sadece çıktı dalgalanmalarını dengeye getirmekte değil aynı zamanda nominal döviz kurundaki hareketlere yer vermesi açısından da önemlidir. Yurtiçi fiyatlar üzerindeki artan baskılardan kaynaklanan büyük bir değer kaybı, faiz oranlarında bir hedef noktası ile birlikte oldukça büyük bir artışı gerektirebilir. Ama firmalar yüksek bir oranda yabancı para cinsinden borçlanırlar ve iflasa doğru giderlerse, değer kayıpları ödemeler bilançosu dengesini zayıflatabilir; faiz oranlarındaki yükseliş problemi sadece kötüleştirir. Tersine, yeterli genişlikteki bir bant ile döviz kuru piyasasındaki baskıların enflasyonist etkileri istikrarsızlık ortaya çıkarıcı büyük ve potansiyel politika değişiklikleri olmaksızın en azından bazı durumlarda ayarlanabilir(Agenor,2000,s.33).

Çeşitli ülkelerdeki enflasyon hedeflerinin tanımlanmasındaki önemli bir farklılık, temel hedefin etrafındaki bandın genişliği veya hepsinde belirlenen bir bandın olup olmadığıdır. Kanada, İngiltere, İsveç ve Yeni Zelanda enflasyon hedefi için belirlenmiş bir aralığa sahip iken, hem Finlandiya hem de Avusturya'da enflasyon oranı için özel bir hedef noktasına odaklanılmıştır. İspanya'da ise enflasyon oranı için hedef bir tavana göre belirlenmiştir(Debelle,1997,s.14).

Bir hedef noktasından ziyade bir hedef aralığı, merkez bankasına şoklara karşı koymada ve diğer amaçları ile ilgili olarak daha fazla esneklik sağlayabilmektedir. Ayrıca, aralığın genişliği merkez bankasının enflasyondaki dalgalanmalara karşı ne kadar toleranslı olacağı ile ilgili işaretler içermektedir. Dar ve geniş bir aralık arasındaki değiş tokuş, merkez bankasının güvenilirliğine ve ekonomideki şokların şiddetine ve sıklığına bağlıdır. Enflasyon beklentileri ile ilgili açık bir yol gösterici ortaya koymak

için çoğu merkez bankası ya hedef noktası ya da dar hedef aralığı belirlemektedir(Carare, Schaechter, Stone ve Zelmer,2002,s.28).

Enflasyon oranı üzerinde para politikasının eksik kontrolünden dolayı bir bant belirlenmesine ihtiyaç vardır. Para politikasında uzun ve değişken gecikmeler varken ve gelecekteki enflasyonla ilgili tahmin gücünde de eksiklik mevcutken, belirli bir seviyenin altındaki enflasyondaki değişiklikleri sınırlamak ihtimali yoktur. Bant genişliği aynı zamanda kısa dönem şoklara karşı koymadaki bazı esnekliklerin sürdürülmesinde gereklidir. Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler arasındaki farklı bant genişlikleri, enflasyondaki makul minimum değişikliklerin farklı teşhislerini göstermektedir(Debelle,1997,s.14).

Bant genişliğinin veya noktaya karşı bir bandın seçimi, sıkı ve katı dar çizgileri olan ve ara sıra uyulmayan bir bandın ilan edilmesi ve merkez bankası ile ilgili bir yumuşaklık gibi görülebilen geniş bir bandın ilan edilmesi arasındaki bir değiş-tokuşu göstermektedir. Daraltıcı bir bant enflasyon hedefine karşı kuvvetli bir sorumluluğun belirtisi olarak yorumlanabilir. Ama uygulamada, bandın içinde kalmanın zorluğunu kanıtlarsa meydana gelecek sapmalar güvenilirlik kazancını baltalayabilmektedir (Debelle,1997,s.14-15).

Sert çizgilere sahip olan bir bant aynı zamanda enflasyon hedefine ulaşmak için merkez bankasının kısa dönem hesap verilebilirliğini vurgulamaktadır. Bandın gereklerinden herhangi bir sapma olursa, merkez bankası bu sapmaların nedenlerinin bir açıklamasını yapar. Yumuşak çizgileri olan veya geniş bir bant ile merkez bankasının daha kısa dönem performansı, değerlendirme yapmayı daha da zorlaştırır bu yüzden merkez bankası orta vade de daha hesap verebilir bir konumdadır(Debelle,1997,s.15).

Yukarıda bahsedilen tartışmalar bant genişliğinin enflasyon oranındaki değişikliklere ve politika ufkuna ve aynı zamanda para politikasının yönetiminde merkez bankasının sahip olduğu yetki derecesine bağlı olduğunu varsaymaktadır. Optimal hedef bandının seçiminde esneklik ve güvenilirlik arasında açık bir değiş-tokuş olduğu görülebilmektedir; daha geniş bantlar olduğu zaman hedefe ulaşılma ihtimali

daha yüksek olmakta, ama ulaşılan hedef daha az güvenilir olmaktadır²⁶(Agenor,2000,s.33-34).

Bir diğerk önemli nokta, dar bir bandın belirlenmesinin para politikası araçlarında istikrarsızlığa neden olabileceğidir. Enflasyon oranındaki bir harekete ulaşılmasında daha kısa zaman ufku, para politikası araçlarında daha büyük değişiklikler ortaya çıkarır. Eğer bant çok dar olursa, bir çeyrekte bandın üstündeki enflasyon artışlarını önleyecek faiz oranlarındaki bir artış, sonraki çeyrekte enflasyonun daha düşük limitin altına düşmesini önleyebilmek için daha fazla dengelemeye ihtiyaç duyabilir. Faiz oranlarındaki bu gibi hareketler, enflasyon hedefi uygun bir şekilde sürse bile mali piyasaların istikrarını bozabilir. Bundan başka, hedef bandı içinde enflasyonu sürdürmek için faiz oranlarındaki gerekli salınımlar zamanla söndürücü olmaktan ziyade patlayıcı olabilmektedir(Debelle,1997,s.15).

Alternatif olarak, enflasyon oranındaki gerekli değişiklikler döviz kurunda değişikliklere neden olabilmektedir. Bu durum daha kısa dönemde enflasyon hedefinin daha kolay yürütülmesine imkân verir. Ama döviz kuruna sistematik olarak güvenmek kısa ve orta vadedeki enflasyon oranlarına ulaşması arasında zıtlıklara neden olabilir. Faiz oranlarındaki değişikliklerin kısa vadede döviz kurunda uygun hareketlere neden olması kaçınılmazdır. Orta vade de ise enflasyon ve yurtiçi talepte istenmeyen hareketlere neden olabilmektedir(Debelle,1997,s.15).

Bir başka konu bandın asimetrik olup olmayacağı ile ilgilidir. Uygulamada, enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkeler ilan edilen temel bir hedefin üzerinde simetrik bantları benimseme eğilimi göstermişlerdir. Merkez bankaları deflasyonun enflasyon kadar maliyetli olduğu şeklindeki görüşlerini açığa çıkaran işaretler vermişlerdir. Ancak asimetrinin arzu edildiğı durumlar mevcuttur. Mesela, merkez bankası hedeften aşırı sıçrama ile birlikte oluşan güvenilirlik kaybı aşırı bir düşüş sonucu oluşan kayıptan daha yüksek olursa asimetrik bandın oldukça yüksek bir esneklik derecesi sağlayacağına inanmaktadır²⁷(Agenor,2000,s.34).

²⁶ Bazı durumlarda optimal enflasyon hedefi bandının seçimi döviz kuru hedefi bölgesindeki optimal genişliği seçmedeki problemi andırmaktadır.

²⁷ Asimetrik politika tercihleri aynı zamanda resmi bandın yerinde olup olmadığına bakmaksızın asimetrik bir optimal araç kuralı ortaya çıkarır.

2.3.6. Nominal Gelir Hedeflemesi

Ekonomistler arasında para politikasının iki temel kuralı ile ilgili bir görüş birliği vardır. Birincisi, para politikasının bazı nominal miktarları istikrara kavuşturma eğilimi göstermesidir. Monetaristler para politikasının nominal para stokunun büyümesini stabilize edeceğinin araştırmasını yapmışlardır. Tarihin bazı dönemlerinde politika olarak altının nominal fiyatlarının sabitlenmesinde anlaşılmıştır. Bazı ekonomistler bazı mal gruplarının fiyatlarını veya Tüketici Fiyat Endeksi'nin bile stabilizasyonunu önermişlerdir(Hall ve Mankiw,1993,s.1). İkinci kural, son 50 yıldır kabul edildiği gibi para politikası için sabit ve güvenilir bir kural taahhüdünün istenilirliğidir. Merkez bankasının kısıtlanmayan yetkilerini serbestçe kullanmayı terk etmeden, önceden bir politika belirleme vaadinde bulunmasının önemli kazançlarının olacağı açıktır. Geleneksel olarak, politika kuralları para birimi olarak altın veya gümüş için taahhüt edilen bir değer şeklini alırken bugün kurallar çıktı ve fiyatlardaki istikrarlılığın ölçülmesiyle daha iyi performansa ulaşma sözü üzerine odaklanmış durumdadır. Sık sık desteklenen bir kural nominal gelirdir. Bu kuralın bazı destekçileri parasal politika yapımındaki yetkinin tam olarak ortadan kaldırılmasını desteklemişlerdir. Kurallarla ilgili diğer görüşler daha genel yol gösterici olarak politika yapıcılara hedeften ara sıra ayrılma yetkisini vermektedir(Hall ve Mankiw,1993,s.1).

Nominal gelir hedeflemesi politikası ekonomistler arasında uzunca bir müddet tartışılmıştır. Literatüre ilk katkıları yapanlar Meade(1978), Von Weizsacker(1978) ve Tobin(1980)'dir. Bean(1983), bir makro genel denge modelinde nominal gelir stabilizasyonunun anlamının resmi bir analizini geliştirmiştir. Bu modelde etkileri para stokunun rastlantısal kısmının ki gibi bir toplam büyüklük şoku vardır. Para politikası belirlendiği zaman tüm uygun politikalar bilinen bu şokları kısmen dengelemektedir. Ayrıca model üretim fonksiyonunun tesadüfî bir kaymasını da göz önüne almaktadır. Esnek olmayan emek arzıyla nominal gelir hedeflemesi reel çıktının denge değerinden sapma varyanslarını minimize eder; aksi takdirde minimum varyans politikası iki değişken üzerine farklı ağırlık veren fiyat seviyesi ve reel gelirin bir kombinasyonunu hedefler(Hall ve Mankiw,1993,s.6-7).

West(1986), tarafsız bir para modeli belirleyerek Bean'ın sonuçlarına işaret etmiştir. Bundan başka, Bean fiyat seviyesinin istikrarına ağırlık vermeyen politika

performansını değerlendirmek için bir kriter kullanmıştır. Taylor, nominal gelir hedeflemesinin dinamik yönü üzerine dikkatlerini vermiştir. İlk olarak merkez bankasının nominal gelirin büyüme oranının nihai olarak mümkün olan sabit bir oranda olmasını söylemiştir. Politikadan daha önceki sapmalar yeni bir yıl için politika belirlenmesinde göz önüne alınmamalıdır. İkincisi, politika savaş sonrası güncel politikanın ampirik bir özetidir. Üçüncüsü, nominal gelirin büyüme hedefini yılın başında reel gelirin dengeden sapmaları sabit bir değere eşit olarak belirlemektir; bu kural, ekonomi resesyonda iken merkez bankasına nominal gelir büyümesini yükselttirir. Taylor'un hesaplamalarına göre nominal gelirin büyüme oranının istikrar etkileri oldukça terstir. Çünkü kural reel aktivite seviyesi ile kendiliğinden ilgilenmez ve dengeye göre aşırı bir sıçrama ile büyük çıktı hareketlerindeki şoklara neden olur. McCallum, stabilizasyonla ilgili son literatüre iki önemli katkı yapmıştır. Birincisi, politika kurallarında sağlamlık için gerekenleri vurgulamıştır: ekonominin doğru yapısal modeliyle ilgili bilgisizliğimizden dolayı iyi bir politika optimal bir modelden ziyade geniş model çeşitlerine karşı yerinde bir rol oynayabilir. İkincisi, McCallum merkez bankasını hesap verebilir tutacak bir politika kuralı üzerinde durmuştur. McCallum'un görüşüne göre merkez bankası nominal gelirden ziyade parasal taban için çok fazla daraltıcı olacak şekilde tutulabilir(Hall ve Mankiw,1993,s.6-8).

Nominal gelir hedeflemesi enflasyon hedeflemesinin olumlu özelliklerinin çoğunu paylaşan para politikası için uygun bir diğer stratejidir. Ama nominal gelir hedeflemesinin cazip özelliklerinin çoğu merkez bankasının en çok dikkat ettiği iki değişken olan reel çıktı ve fiyatların her ikisiyle de sıkı bağlantı içindedir. Ayrıca, nominal gelir hedeflemesi para politikasının toplam talep ve toplam arzın ikisinin de dağılımının dengelenmesini ayarlamasına müsaade eder. Mesela, hem reel çıktı ve hem de fiyatların hedefin altına düşmesine neden olan ters bir talep şoku durumunda, politika yapıcılar reel gelir ve fiyatların oluşumunu yani nominal geliri hedefe tekrar döndürmek için para politikasını gevşetebilirler. Benzer şekilde, ters bir talep şoku artan fiyat seviyeleri ve reel çıktı da düşüşlerle sonuçlanır. Bu durum eğer merkez bankası fiyat seviyesi hedeflemesi izlerse bir ikilem ortaya çıkarır. Fiyat seviyesinin istikrarı reel çıktıdaki başka düşmenin alameti olabilir. Nominal gelir hedeflemesi politika yapıcılara reel çıktı ve fiyat seviyesi istikrarının ikisine de aynı önemi vererek ikilemin

çözümünde yardımcı olabilir²⁸. Frankel ve Chinn(1995), basit bir zaman tutarsız para politikası modelinde nominal gelir hedeflemesinin paranın büyümesi, döviz kuru ve fiyat seviyesi hedeflemelerinden daha üstün olduğunu göstermiştir(Malik,2003,s.6).

Son zamanlarda literatürdeki birkaç makale nominal gelir hedeflemesi rejiminin istikrar özelliklerinin çalışmasını yapmıştır. Bu konuyla ilgili iki temel çalışma Ball(1997) ve McCallum(1997)'dir. Gelişmemiş bir makro modeli kullanarak Ball(1997), etkili bir şekilde “nominal gelir hedefleri sadece etkisiz değildir aynı zamanda felaket getiricidir: onlar çıktı ve enflasyonun varyanslara sahip olduğunu içermektedir” tartışmasını yapmıştır. Svensson(1997a) Ball'ın istikrarsızlık sonucunu kopya ederek enflasyondan önce reel çıktıyı etkileyen politika çeşitleriyle ilgili önerilerde bulunmuştur. Nominal gelir hedeflemesinin olumsuz değerlendirmelerine meydan okuyan McCallum(1997), Ball'ın istikrarsızlık sonucunun sağlam olmadığını ortaya koymuştur. McCallum, nominal gelir hedeflemesinin istikrarsızlığı genelleştirmedigini göstermiştir. Yine Dennis(2001) de benzer bir sonuca ulaşmıştır. Daha sonraları Rudebusch(2002), nominal gelir hedeflemesinin politika yapıcılarının yüz yüze kaldığı veri belirsizliği ve model aralığının hesaplanmasındaki zayıflıkta rol oynadığını ortaya koymuştur(Malik,2003,s.5-7).

Para politikasına bir yol gösterici olan parasal büyüklüklerle ilgili problem nominal gelir ve paranın büyümesi arasındaki ilişkiyi değiştiren hız sık sık kaymaların meydana gelmesidir. Bu durumu açıklayan bir yol olarak parasal büyüklüklerden gelen anlaşılması güç işaretler gibi hız şoklarını düşünebiliriz. Bu rejimde para arzı ve enflasyon yatıştırılmıştır ve parasal büyüklükleri politika için yetersiz bir rehber yapan işaretlerin etki oranı muhtemelen düşüktür. Ancak, para ve enflasyonda daha etkili değişiklikler olduğu zaman hız şokları paranın büyümesindeki salınımlara oranla daha küçük olabilir. Bu durumlarda, sonuç farklı olabilir ve parasal büyüklükler para politikasının yönetiminde yararlı bir rol oynayabilir(Estrella ve Mishkin,1996,s.29).

Nominal gelir hedeflemesi, Hall'in “esnek fiyat hedefleri” ismini verdiği bir politika sınıfıdır. Bu sınıftaki politikalar temel bir fiyat hedefi belirler ama hedeften sapmalara izin verilir. Daha esnek bir politika, işsizlikten sapmaların her noktası için

²⁸ Nominal gelir hedeflemesinin lehinde olan görüş Hall ve Mankiw(1993) de iyi bir şekilde ortaya konmuştur.

daha geniş bir fiyat sapmasına müsaade eder. Bir Phillips eğrisi ekonomisinde esnek bir fiyat politikası ekonomiyi fiyat ve istihdam değişkenliklerinin ulaşılabilir en iyi kombinasyonlarının sınırının üstüne koyar(Hall ve Mankiw,1993,s.6).

Son zamanlarda Ball(1997) de tartışıldığı gibi nominal gelir hedeflemesi politikası nominal gelirin ya bir büyüme oranında veya belirli bir tarz büyüme seviyesinde dengede tutulmasını başarsa bile, çıktı ve enflasyon konusunda istikrarsızlıklar meydana gelmiştir. Benzer bir sonuç aynı zamanda Svensson(1997b) de görülmektedir. Son tartışmalar oldukça önem arz etmekte iken Ball(1997) özetle güçlü bir iddia ortaya koymaktadır. Bu konuyla ilgili olarak nominal gelir hedefleri sadece yetersiz değil aynı zamanda felaket getirici olduğu belirtilmekte ve nominal gelir hedefleri, çıktı ve enflasyonun sonsuz varyansa sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Daha önceleri hem teorik hem de ampirik analizlerle nominal gelir hedeflemesinin çıktı ve enflasyon için istikrarlı davranışlara yer vereceğinin bir kısım ekonomist tarafından ortaya konmasından dolayı bu durum oldukça şaşırtıcı görünmektedir(McCallum,1997,s.1).

Nominal gelir hedefi zaman içerisinde değişme eğilimli olması ve kesinlik göstermemesinden dolayı gelir büyümesinin kontrolünü ve ölçümünü zorlaştırır. Bundan başka, eğer ilan edilen hedef çok düşük olarak görülür ve para otoritesi anti-büyümeçi olarak suçlanırsa politik karışıklıklar baş gösterebilir. Son olarak, bir nominal gelir hedefinin merkez bankasının nihai amacı olarak yanlış yorumlanması ve anlaşılması gibi bir tehlike vardır oysa esas amaç fiyat istikrarının sürdürülmesidir(Devine ve McCoy,1998,s.5-6).

Ball(1997) de tartışıldığı gibi ya bir büyüme oranı veya büyüme seviyesi şeklinde nominal gelirin istikrara kavuşmasında başarılı olsa bile nominal gelir hedeflemesi çıktı ve enflasyon için istikrar bozucu olabilmektedir. Benzer bir sonucu Svensson(1997b) de görmek mümkündür. Son zamanlarda yapılan çalışmalar oldukça önemli iken Ball(1997, özet) kuvvetli bir iddia ortaya koymaktadır: “Son olarak nominal gelir hedefleri sadece yetersiz değildir, aynı zamanda felaket getirmektedir: Nominal gelir hedeflemeleri çıktı ve enflasyon sonsuz varyanslara sahip olmasını gerektirmektedir”(McCallum,1997,s.1).

Parasal büyüklükler veya nominal gelir gibi değişkenler için hedefler sürdürüldüğü zaman politika yapımcıların fiyat istikrarı ve buna uygun ekonomik büyüme hedeflerini dengelemesine yardım edebilir. Daha iyi bir hedef değişken ile kısa dönemde reel gelirin stabilize edilmesine yardım edebilir ve aynı zamanda uzun dönem fiyat istikrarı amacı ile tutarlı bir enflasyona yer verir²⁹(Clark,1994,s.11).

Nominal gelir, enflasyon ve reel gelir büyümesi hemen hemen birbirine yakın olduğundan politika için uygun bir yol göstericidir. Tanım olarak nominal gelir, reel gelir üretimi ve fiyat seviyesine eşittir. Benzer şekilde nominal gelir büyümesi de reel gelir büyümesi ve enflasyonun toplamına eşittir. Kısa periyotlarda nominal gelir büyümesindeki değişikliklerin enflasyon üzerindeki etkisi sınırlıyken reel gelirin büyümesinde benzer değişiklikler oluşturur³⁰. Nominal gelir hedeflemesini para politikası için bir rehber haline getiren iki önemli unsur vardır. Birincisi, nominal gelir hedeflemesi altında para politikası toplam taleple ilgili karışıklıkların dengelenmesini ayarlayabilir. Kısa dönemde ters bir toplam talep karışıklığı ekonominin bir resesyon durumuna girmesinden dolayı ihracattaki bir düşme gibi reel gelir büyümesini ve bu nedenle nominal gelir büyümesini de yavaşlatma eğilimi gösterebilir. Hedeflenen oranın altındaki nominal gelir büyümesine tepki olarak politika yapımcılar nominal gelir büyümesini hedefe geri döndürmek için para politikasını gevşetebilirler. Bu politika değişikliği toplam talebi canlandırabilir ve hem talebi hem de reel gelir büyümesini karışıklıktan önceki seviyelere döndürebilir(Clark,1994,s.12).

Nominal gelir hedeflemesinin ikinci cazip özelliği politika yapımcıların toplam arz karışıklıklarına karşı enflasyon ve istikrarlı büyüme hedeflerini dengelemelerine yardımcı olur. Kısa dönemde, petrol fiyatlarındaki bir sıçrama gibi ters biz arz karışıklığı iki tane istenmeyen sonuç ortaya çıkarır; reel gelir büyümesinin düşmesi ve enflasyonun yükselmesi. Bu sonuçlar bir ikilem durumudur. Para politikasının, bir değişkeni stabilize etmek için değiştirmesi diğer değişkenlerde ilave değişiklikler ortaya çıkarır. Mesela gevşetici politika, yavaşlayan bir ekonomiyi canlandırabilir, petrol fiyatlarındaki bir engel reel gelir büyümesindeki düşmeyi sınırlayabilir ama enflasyonu

²⁹ Toplam fiyat seviyesinin ölçümündeki zorluklardan dolayı fiyat istikrarı zorunlu olarak toplam fiyat seviyesinin ölçümlerinde %0'lık bir enflasyon oranının karşılığı değildir. Enflasyon yeteri kadar düşük ve istikrarlı olur ve hane halkı ve firmaların kararlarında bir faktör olarak yer almazsa fiyat istikrarına ulaşılmış olunur.

³⁰ Tobin, ilk başlarda nominal gelir hedeflemesini desteklemiş ve 1980 de reel gelir büyümesi ve nominal gelir büyümesi arasındaki kısa dönemli ilişkiye işaret etmiştir.

şiddetlendirebilir. Sonuç olarak enflasyonu dengeleyecek daraltıcı politika reel gelirdeki düşmeyi şiddetlendirebilir. Nominal gelir hedeflemesi hem enflasyon hem de reel gelirdeki büyümenin istikrarına önem vererek politika yapıcılara ikilemin çözümünde yardım edebilir. Para politikası bir toplam arz şokunun ortaya çıkardığı çıktı ve enflasyon etkilerini eşitlemeyi de ayarlayabilmektedir(Clark,1994,s.12-13).

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ÜLKE UYGULAMALARI VE KARŞILAŞTIRMA

3.1. Parasal Hedefleme ve Para Politikasının Yapısı

Genelde enflasyon için sayısal hedeflerin halka ilan edilmesi para politikasında esneklik ve şeffaflık için gerekli olan dengelenmenin sağlanmasında çok etkili olabilir. Hedefleme yapan tüm ülkeler bir fiyat seviyesi hedefinden ziyade, yıllık 0 ile %4 aralığındaki bir enflasyonu seçmişlerdir. Bu seçim bir fiyat seviyesi hedefinin, fiyatlar hedeften aşırı sıçrama gösterdiği zaman deflasyon gerektirebileceği endişelerini gösterir ve çıktıda makul oranlardan daha fazla kayıp ortaya çıkması ile sonuçlanabilir. Hedefleme yapan ülkeler enflasyon için hedef değerlerini deflasyon ihtimalini azaltacak şekilde sıfırdan daha büyük değerleri seçerler. Bir enflasyon hedefini daha geniş bir dönem için Bundesbank'ın yaptığı gibi sıfırdan daha büyük bir seviyede sürdürmek önemlidir. Böyle olunca enflasyon beklentilerinde veya merkez bankasının güvenilirliğinde istikrarsızlıklar ortaya çıkmaz. Pozitif bir enflasyon hedefi ile bile seyrek oluşan hataların kabulü zarar verici gibi görünmez(Mishkin ve Posen,1997,s.92).

Bu seçimler aynı zamanda tüm ülkelerde enflasyon hedeflemesi rejimleri içine merkez bankalarının reel çıktı büyümesi ve dalgalanmaları ile ilgili endişelerini gösteren yüksek bir esneklik derecesi inşa edilmesi ile uyumludur. Ayrıca hedefleme yapan tüm ülkeler arz şoklarına karşı koymada hedeften sapmalara müsaade etmişlerdir. Genellikle merkez bankası hedefin tanımlanmasına karşı bir tepki yokken kendi yetkisinin üzerinde harekete geçecek ve açıklamaları yapacaktır. Yeni Zelanda Merkez Bankası daha ihtiyari tepki şekilleriyle meşgul olmasına rağmen sadece bu ülkede bir kaçınma koşulu vardır. Hedefleme rejimleriyle ilgili olarak önemli olan bir diğer konu da şeffaflık ve iletişimdir. Şeffaflık, iletişim ve hesap verebilirliğin artması, merkez bankalarının politika niyetlerini açık bir hale getirir. Hedefleme rejiminin şeffaflığının artması merkez bankasını politik süreçler ve halka karşı daha hesap verebilir bir konuma getirir. Yeni Zelanda, İngiltere ve Kanada gibi ülkelerde enflasyon hedeflemesi düşük enflasyon oranlarının sürdürülmesine başarılı bir şekilde yardım etmiştir. Ayrıca enflasyon hedeflemesi merkez bankasının düşük enflasyon oranlarına ulaşmak için döviz kuru seviyesi veya ekonomik büyüme gibi diğer ekonomik sonuçlarla ilgili olarak

endişelerini terk etmesini gerektirmez. Gerçekten enflasyon hedeflemesinin uzun dönemde reel ekonomi üzerinde istenmeyen etkiler oluşturduğuna dair bir kanıt yoktur. Bunun yerine ekonomik büyüme için iklim geliştirme etkisi oluşturması daha muhtemeldir. Para politikası operasyonları için enflasyon hedeflemesinin diğer faydaları şeffaflık, iletişim ve hesap verebilirliği artırması ve düşük enflasyonla ilgili kurumsal bir yapı oluşturmasıdır(Mishkin ve Posen,1997,s.92-96).

Aşağıdaki tablo enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin bir özetini göstermektedir. Bu ülkeler çeşitli nedenlerden dolayı enflasyon hedeflemesini benimsemişlerdir. İngiltere ve İsveç gibi bazı ülkeler esasen rejime olan güven azaldığında başarısızlıkla sonuçlanan sabit bir döviz kuru rejimi uygulamışlardır.³¹ Yeni nominal çıpa ararken resmi enflasyon hedeflemesine karar vermişlerdir. Öte yandan Kanada, daha az başarı ile parasal hedeflemeyi uygulamaya çalışmıştır. Mali piyasalardaki yenilikler enflasyon ve para arzı arasında istikrarsız bir ilişki ortaya çıkarmıştır ve Kanada düşük enflasyona ulaşmada enflasyon hedeflemesini daha olanaklı olarak görmüştür. Polonya ve İsrail gibi diğer ülkeler enflasyonu aşağıya çekmede önemli bir başarı sağlamışlardır ve bu başarıyı sürdürmek için enflasyon hedeflemesini en uygun yol olarak görmüşlerdir. Ekonomik araştırmalar para politikasının uzun dönemde sadece nominal büyüklükleri etkileyeceğini göstermiştir ve düşük enflasyon ekonomik büyümeyi ve etkinliği daha büyük olsa bile faizlerin kullanılmasına neden olmuştur. Bu gelişme ECB'nin yapısına da açık bir şekilde yansımıştır. Maastricht(Treaty) anlaşması altında ECB fiyat istikrarı amacına ulaşmak için araçların özgürce kullanımını tamamlamıştır. Fiyat senaryosunun bir değerlendirmesi ile yine de para arzı ECB'nin temel politika tercihidir ve para politikasının nihai hedefi 0 ile %2 aralığında bir enflasyon hedefidir. Para arzının referans olması bu hedeflemede uzun bir tecrübesi olan Almanya Merkez Bankası'ndan miras kalmıştır(Petursson,2000,s.40).

³¹ Finlandiya ve İspanya sabit döviz kuru rejiminde başarısız olduktan sonra resmi enflasyon hedefleri ile tanışmışlardır. Ancak Ocak 1999'dan beri bu ülkeler Avrupa Merkez Bankası(ECB)'nin üyesidirler.

Tablo 1: Resmi Olarak Enflasyon Hedeflemesi Uygulayan Ülkeler

Ülke	Hedef Referansı	Hedef Bandı
Avustralya(1993)	TÜFE, sebze, meyve, ipotekli faiz Ödemeleri, resmi olarak kontrol edilen Fiyatlar ve değişken fiyatlardan oluşur.	%2-3
İngiltere(1992)	Perakende fiyat endeksi ve ipotekli faiz ödemelerinden oluşur.	1997'ye kadar %1-4 daha sonra %0-2.5
İsrail(1991)	TÜFE, ancak enflasyon vurgusu altında politikanın gerçekleştirilmesine izin verilmiştir.	1998'e kadar %8-11 daha sonra %7-10
Kanada(1991)	Gıda, enerji fiyatları ve dolaylı vergilerin doğrudan etkisinden oluşur.	%1-3
Yeni Zelanda(1990)	Dolaylı vergiler, resmi fiyatlar, ticaret dönemindeki önemli değişimler, ipotekli faiz ödemeleri ve doğal felaketlerin etkilerinden oluşur.	Aralık 1996'ya kadar %0-2 daha sonra %0-3
İsviçre(1999)	TÜFE	%0-2
İsveç(1993)	TÜFE'ye dayanan resmi politika ama 1999'un ortalarından itibaren enflasyonu vurgulayan politika.	%1-3
Çek Cumhuriyeti(1997)	Resmi olarak belirlenmiş fiyatlar, dolaylı vergiler ve sübvansiyonların etkilerinden oluşur.	1998'de %5.5-6.5 1999'da %4-5 2000'de %3.5-4.5

Kaynak: Petursson(2000).

3.1.1. Fiyatların Ölçüsü

Tüm ülkelerde enflasyon hedefi Tüketici Fiyat Endeksi(TÜFE) temeline dayanmaktadır. TÜFE'nin temel avantajı endeksin uzun bir tarihinin olması ve halk tarafından iyi bilinmesi küçük gecikmelerle aylık olarak ölçülmesi ve asla revize edilmemesidir(Petursson,2000,s.40-41).

Ama birçok ülke bazı şeyler hariç tutulduktan sonra TÜFE kullanmayı seçmiştir. TÜFE'nin para politikasının etki alanı dışında bulunan çeşitli şeylerden oluşmasının nedeni olarak enflasyon üzerinde sadece geçici bir etkisinin olması düşünülebilir. Bundan başka, TÜFE ipotekli faiz ödemeleri gibi ters kısa dönem bir etkiye sahip olan para politikası hareketleri üzerindeki çeşitli şeyleri de kapsamaktadır. TÜFE'nin manşet olarak kullanılmasındaki bir başka dezavantaj, genel fiyat trendi hakkında yanıltıcı bilgi ortaya çıkarabilen ve böylece merkez bankasının bir kısmı üzerinde gereksiz tepkiler doğuran çeşitli mal kategorilerindeki kısa dönem değişikliklerdir. Bu, petrol ve gıda

maddeleri gibi kategorileri içermektedir. Bu nedenlerden dolayı bu şeyler sık sık enflasyon hedeflemesinde referans noktası olarak kullanılan kriterden istisna edilmiştir(Petursson,2000,s.41).³²

3.1.2. Hedeflemenin Yönü

Hedeflemenin para politikasından fiyat seviyesine veya enflasyona doğru olmasının hangisinin daha tercih edilebilir olduğu hakkında ki akademik tartışmalar önemli bir yere sahiptir. Enflasyon hedeflemesinin bireyler ve firmalar tarafından yapılan uzun dönemli planlamaları karışık bir hale sokan fiyat seviyesi hedeflemesinden ziyade uzun dönemli fiyat tahminleşmesinde daha fazla belirsizliğe neden olduğu şeklinde sonuçlar ortaya çıkmıştır. Ama fiyat seviyesi hedeflemesi çıktı ve enflasyonda daha büyük kısa dönem dalgalanmalara açık bir şekilde eşlik etmiştir. Fiyat seviyesi hedeflemesinin bir başka dezavantajı merkez bankasını enflasyonsuzluğun meydana gelmesiyle finansal sistem üzerinde istenmeyen negatif bir etkiye sahip olabilirken geçici enflasyona karşı gelmek zorunda bırakmasıdır. Ama güvenilir fiyat seviyesi hedeflemesi, fiyat seviyesi hedefinin ortaya çıkardığı enflasyon beklentilerinin dengelenmesinden kaynaklanan negatif bir sapmadan dolayı, sürekli enflasyonsuzluğun risklerini azaltabilir. Fiyat seviyesi hedeflemesinin mi yoksa enflasyon hedeflemesinin mi tesis edilmesi ile ilgili akademik bir konsensüs yoktur, ama uygulamada tüm ülkeler şimdi bir referans olarak fiyat seviyesinden ziyade enflasyonu kullanarak enflasyon hedeflemesini uygulamaktadırlar(Petursson,2000,s.41-42).

Tüm ülkelerin amacı fiyat istikrarı olmasına rağmen bu, onların aslında sıfır enflasyona ulaşmak için uğraş vermeleri anlamına gelmez. Tam bir fiyat istikrarını sürdürmek dört farklı nedenden dolayı tercih edilebilir bir amaç olarak göz önüne alınmaz. Birincisi TÜFE, kalite değişikliklerinin etkisini açıklamak için sistematik başarısızlık ve sabit genişlikteki endekste bir ikame eğiliminden dolayı reel fiyat yükselişlerinden fazla tahminde bulunur. Araştırmalara göre TÜFE, yıllık enflasyonda %1/2 - %2 den daha fazla tahminde bulunmaktadır. İkincisi, reel ücretlerdeki azalmalar nominal ücretler aşağı doğru bir atalet gösterdiğinden sadece fiyat yükselişleri ile

³² CPI'den başka bir referans kullanılırsa, merkez bankasının o şeyi referans seçmesinin nedenini ve CPI ile olan ilişkisini halka açıklaması son derece önemlidir. Ayrıca bu durum seçilen endeksin merkez bankasının performansını ortaya koyan en uygun açıklama olduğu şeklindeki halkın yanlış anlamalarının önlenmesi de önemlidir.

birlikte yer alabilir. Bu nedenle çok düşük veya sıfır enflasyon emek piyasasının esnekliğini azaltabilir. Üçüncüsü ekonomi, enflasyon gerçekten sıfır olduğu zaman, yüksek bir oranda bir enflasyonsuzluk tuzağı eğilimli olur. Sürekli enflasyonsuzluk finansal bir krize ve genel ekonomik depresyona neden olabilir. Son olarak, reel faiz oranlarındaki bir azalma, nominal faiz oranlarını sıfırın altına düşürmek imkansız olduğundan az miktardaki enflasyonun altına ulaşmanın zorluğunu gösterebilmektedir. Bu durum, finansal bir krizle birleşse bile ciddi ekonomik resesyonlarda problemler ortaya çıkarabilir. Bu nedenle çoğu durumda yüksek enflasyon oranlarından dolayı hedefleri aşamalı olarak düşüren ülkeler hariç enflasyon hedefi %2 civarında ayarlanır. Aynı zamanda tüm durumlarda enflasyon hedefi bir aralık olarak saptanmıştır. Hedef aralığı aslında enflasyonu tam olarak kontrol etmek için tam güç harcamayan para politikası önlemlerini gösterir. Hedef aralığının bir diğer avantajı, aşağıda tartışıldığı gibi, para politikasında belirli bir esnekliğin derecesini kabul etmesidir. Ayrıca toplam talepteki hem negatif hem de pozitif şoklara tepki verme fırsatı veren sadece bir enflasyon tavanını değil aynı zamanda bir dip noktasına neden olur.³³ Yeni Zelanda gibi bazı ülkeler, politikanın esnekliği daha yüksekse bile belirlenen hedeften sapmalara izin veren senaryolar belirlemeyi de seçmişlerdir. Böyle sapmalar arz cephesinde doğal felaketler veya ciddi ticaret şokları gibi beklenmeyen önemli kötüleşmeler meydana geldiğinde çare olarak görülebilir(Petursson,2000,s.42).

3.1.3. Merkez Bankasının Enflasyonu Kontrolü

Resmi enflasyon hedeflemesi ile ilgili temel akademik eleştiriler merkez bankasının enflasyon üzerinde eksik bir kontrole sahip olduğu ve dar para veya döviz kuru örneklerine benzemediği şeklindedir. Merkez bankasının kontrolünün dışındaki mali durum ve emek piyasası durumları gibi diğer faktörler bir hedef aralığında merkez bankasının enflasyonu korumasını zorlaştıran enflasyon üzerinde kısa dönemli etkiye sahip olabilirler. Dar para ve enflasyon arasındaki ilişki çok istikrarsız olursa dar para üzerinde tam kontrol az miktarda olur. Ayrıca araştırmalar, para politikasının nihai amacı enflasyon olduğu zaman mümkün olan en iyi ara hedefin merkez bankasının enflasyon tahminleri olduğunu göstermiştir. Bu durumda banka, politikanın yürütülmesi için amaca uygun tüm bilgileri kullanır. Ara hedef olarak para veya bir döviz kuru

³³ Bakınız Bernanke ve Mishkin(1997).

sabitlenmesini kullanmak, eğer hedef değişken enflasyon tahminleri için uygun olan tüm bilgileri içerirse etkili olur. Ara hedefteki bu ekstrem durumda sadece enflasyon tahminleri oluşur(Petursson,2000,s.43).³⁴ Enflasyon hedeflemesi aynı zamanda döviz kuru ve paranın büyümesinden ziyade diğer faktörler tarafından da tanımlanabilir ve bir ara hedef olarak enflasyon tahminleri ile resmi bir enflasyon hedefi sıkı bir operasyonel bakış açısından para politikası yönetimi için optimal prosedürdür. Diğer ara hedefler merkez bankası kısa dönemde enflasyon üzerinde eksik kontrole sahip olmasına rağmen daha iyi sonuçlar ortaya çıkarmaz(Petursson,2000,s.43-44).

Kanıtlar enflasyon hedeflemesini benimseyen ülkelerin uzun dönem enflasyonlarını enflasyon hedeflemesinin olmadığı durumdaki ulaşılan seviyenin altına düştüğünü göstermektedir. Ama enflasyon hedeflemesi diğer parasal rejimleri benimseyen sanayileşmiş ülkelerin ulaştığı seviyelerin altına enflasyonu getirememiştir. Enflasyon hedeflemesinin benimsenmesi tipik olarak enflasyonun azalmasında daha önemli belirgin bir yatırım ile birleşmiştir(Hebbel ve Mishkin,2001,s.9).

3.2. Ülke Uygulamaları

Ekonomi tarihi kitaplarında 1990'lar para politikası yönetiminde nominal çıpalar olarak sabit döviz kuru rejimlerinin çok fazla çekici olduğu bir on yıl olarak hatırlanabilir. Finansal krizlerin yıkıcı etkilerinin bir sonucu olarak kalkınmakta olan çoğu ülke sabit döviz kuru rejimlerini terk etmede zorlanmış ve esnek döviz kuru düzenlemeleriyle değiştirmişlerdir. Bazı ülkeler finansal krizler veya paraları üzerinde piyasa baskılarının bir sonucu olarak sabitlemeden çıkışa zorlanmaksızın daha esnek döviz kuru rejimleriyle tanışmayı yeğlemişlerdir(Jonas ve Mishkin,2003,s.2).

Sabit döviz kurlarından daha esnek döviz kuru rejimlerine geçiş trendi aynı zamanda Orta ve Doğu Avrupa'daki geçiş ekonomilerinde gözlemlenmiştir. Geçişin ilk yıllarında devalüasyonlar ve fiyat serbestleşmesinin yan etkileri sonunda birçok geçiş ekonomisi fiyat istikrarına hızlı bir şekilde ulaşmak için nominal bir çıpa olarak döviz kuru sabitlemesini kullanmışlardır. Ama diğer kalkınmakta olan ülkeler gibi geçiş ekonomileri de döviz kuru tabanlı istikrar programının standart problemleriyle

³⁴ Bakınız Svensson(1998).

karşılaşmışlardır. Enflasyon önemli bir şekilde azalırken sonunda ödemeler dengesi problemi yaratan ve sabit döviz kurunu terk etmeye zorlayan büyük bir reel değer artışını önleyecek önlemleri alınamamıştır. Bazı ülkeler, bir para kurulu oluşturulması ve dalgalı kur yönetimi uygulayarak katı bir sabit döviz kuru şeklinden çekilmeyi tercih etmişler; Çek Cumhuriyeti 1997’de sonra da Slovak Cumhuriyeti ve Polonya 1998’de bu uygulamayı yapmışlardır. Macaristan tam olarak dalgalı bir para rejimine geçmemiştir, ama Mayıs 2001 de paranın bu bant içinde %15 yukarı veya aşağı dalgalanmasına izin veren bir döviz kuru bandıyla tanışmıştır(Jonas ve Mishkin,2003,s.3).

Enflasyon hedeflemesiyle ilk tanışan ülkelerden birisi 1989’un sonlarında Yeni Zelanda olmuştur. Bu ülkeyi takiben Kanada(Şubat 1991), İsrail (Ocak 1991), İngiltere(1992’nin sonu), Avusturya, Finlandiya ve İsveç(tümü 1993) ve İspanya(Ocak 1995) gibi 8 ülke parasal büyüklükler, fiyatlar veya döviz krizleri arasındaki ilişkinin istikrarsızlığının artmasından dolayı enflasyon hedeflemesini benimsemiştir. Mesela İngiltere enflasyon hedeflemesiyle Eylül 1992 de Avrupa Döviz Kuru Mekanizması’ndan ayrıldıktan sonra tanışmıştır. İspanya ve İsrail istisna olmak üzere tüm ülkeler enflasyon hedeflemesini oldukça esnek bir döviz kuru rejimi içinde tamamlamışlardır. İsrail 1991’den beri çapraz bir döviz kuru bandı sürdürmektedir. Bu bandın varlığı enflasyon amacı üzerinde bir baskı rolü oynamaktadır ve enflasyon hedefine ulaşmak için gereken faiz oranı seviyesi, bandın içindeki nominal döviz kurunu sürdürmek için gerekli seviye ile tutarsız olduğu zaman geçmiş beş yıl boyunca var olmuştur. İspanya 1990’larda bir döviz kuru taahhüdünü sürdürmüştür ve bu nedenle saf bir enflasyon hedefçisi olarak görülmemiştir. Hem İspanya hem de Finlandiya 1999’da tek paraya katıldıkları zaman yurtiçi enflasyon için resmi hedefleri bırakmışlardır(Agenor,2000,s.41-42).

3.2.1. Gelişmiş Ülkeler

Son yıllarda sanayileşmiş ve gelişmiş ülkelerin bir kısmı enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemiştir. 1998’in sonlarında İngiltere Bankası tarafından para politikası hareketlerinin bir incelemesi yapılmış ve Sterne(1999) tarafından özetlenmiştir. 43 tanesi gelişmekte olan 91 ülkeyi kapsamıştır. İncelenen merkez bankalarının hemen hemen hepsi ya para arzı ve döviz kurunu ya da doğrudan enflasyonu hedeflemiştir.

Hem sanayileşmiş hem de gelişmiş olan ülkelerden bazıları finansal serbestleşmeden dolayı oluşan paranın dolaşım hızındaki istikrarsızlıklar parasal hedeflemenin terk edilmesine neden olmuştur. 1990 yılında 8 olan açık bir enflasyon hedefi uygulayan ülke sayısı 1998 de 54 tane olmuştur, parasal hedefleme uygulayan ülke sayısı 37, döviz kuru hedefi uygulayan ülke sayısı ise 47 idi. 1990 ve 1998 arasında para için açık hedefler yani enflasyon mu döviz kuru mu daha yaygın hale gelmiştir. Enflasyon hedefine sahip 54 ülkeden %13 veya 14'ü yalnızca enflasyon hedeflerine sahipti; böylece çoğu ülke birden fazla açık hedefe sahip olmuştur³⁵. Meksika (1995 de) ve Rusya (1998 de) gibi ülkelerin çoğu bir döviz krizine karşı döviz kuru hedefini terk etmişlerdir. En hızlı büyüyen rejim açık para ve enflasyon hedeflerinin birleşimi olmuştur. Bununla ilgili bir çalışma olan Morande ve Schmidt-Hebbel(1999) enflasyon hedeflemesi rejimini benimseyen 45 ülkenin bir listesini yapmıştır: 12 sanayileşmiş ülke, 12 geçiş ekonomisi ve 21 gelişmiş ülke. Onlar aynı zamanda her şeyden önce para hedeflemesi yapan 34 ülkenin ve öncelikle döviz kurunu hedefleyen 36 ülkenin tanımlamasını da yapmışlardır. Bu iki çalışmada kullanılan şemaların sınıflandırılması ile ilgili bazı görüş ayrılıkları olmasına rağmen genel mesaj oldukça açıktır: artan sayıda ülke bir para politikası yapısı olarak enflasyon hedeflemesine dönmüştür(Agenor,2000,s.40-41).

Fiyat istikrarının amaçlandığı ülkelerin enflasyon performanslarında önemli bir iyileşme olmuştur. Bu ülkelerin çoğu enflasyon hedeflerini belirlenen programdan daha önce gerçekleştirmeyi başarmışlar, enflasyon oranları hedeflenen düzeye ya da bunun da aşağısında bir seviyeye gerilemiştir. Ülke deneyimlerinden çıkarılan sonuçlar aynı zamanda enflasyon hedeflemesi politikasının gelişmekte olan ülkelerde uygulanabilirliğinin değerlendirilmesinde de belirleyici kriterler olarak kabul görmektedir(Alparslan ve Erdönmez,2000,s.10).

Sanayileşmiş ülkede enflasyon hedeflemesi rejiminin ana unsurlarının kısa bir özetini şu şekilde ifade edebiliriz(Agenor,2000,s.42-43):

- Çoğu sanayileşmiş ülke enflasyon hedeflerini bir aralık olarak ve genellikle de bu durum her zaman açıkça yapılmasa bile aralığın ortası

³⁵ Çoklu açık hedeflerin kullanımı, uygulamada ulaşılmak zorunda olan amaçlara karşı olan parasal otoriteler tarafından hedeflerin ölçülen sonuçlara karşı olarak görülmesine yol açar.

olması istenen bir hedef olarak belirlemişlerdir. Ara hedef aralıkları Yeni Zelanda gibi birkaç ülkede aşamalı enflasyonsuzluk için istekleri ve yüksek enflasyon seviyesini gösterecek şekilde oluşturulmuştur.

- Avustralya, İngiltere ve İspanya açıkça manşet ölçümlerinden kaynaklanan ipotekli faiz ödemelerini kabul etmemişlerdir; ayrıca Avustralya enerji fiyatlarını ve hükümetin kontrolünde olan fiyatları da kabul etmemiştir. Finlandiya, konut sermaye maliyetlerini, hükümet sübvansiyonlarını ve dolaylı vergileri kabul etmezken İsveç'in resmi bir istisnası yoktur.
- Resmi kaçınma koşulları yani enflasyon hedeflemesinin başarısız olması durumundaki koşullar nadiren belirlenmiş ve kullanılmıştır. Enflasyonla ilgili şoklar hedef bandı içinde müsaade edilen dalgalanmalarla ve/veya bir çekirdek enflasyon ölçümüne güvenilmesiyle belirgin bir şekilde bağdaştırılmıştır.
- Enflasyon hedefi tipik olarak merkez bankası başkanı veya bakanı ve hükümet arasındaki resmi amacı olmayan bir anlaşmayı gösterir. Yeni Zelanda'daki durum istisnadır ve ya bir merkez bankası düzenlemesiyle ya da bir hükümet kararıyla değiştirilebilmiştir.
- Merkez bankalarından sadece bazıları belirlenen açık bir ufuk esnasındaki bir geçiş dönemini takiben enflasyon hedeflemesiyle ilgili bir yapıyı açıklayabilmektedir. Çoğu durumda da hedef ufku açıklanamamaktadır.
- Enflasyon hedefinin belirlenmesi ile ilgili sorumluluk ülkeler arasında çeşitlilik göstermektedir. Bazılarında hedef merkez bankası tarafından belirlenmiştir; oysa Avustralya ve İngiltere de hedefi hükümet belirlemiştir. Kanada ve Yeni Zelanda da ise karar ortaklaşa alınmıştır.
- Merkez bankalarının bir kısmı enflasyonun görünümüyle ilgili gönüllü olarak veya zorla resmi bir rapor ortaya koymuştur. Bazıları açık enflasyon tahminlerini halk için anlaşılabilir yapmıştır.

Mevcut ampirik kanıtlar aynı zamanda enflasyon hedefleriyle tanışmadan önce bu ülkelerin çoğunda enflasyonun aşağıya doğru bir trend gösterdiğini ve enflasyon hedefleri benimsendikten sonra enflasyonun önemli bir şekilde düşme eğilimi

gösterdiğini ortaya koymuştur. Aynı zamanda enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerde enflasyondaki hareketlilikle ilgili riskten kaçınma seviyesinin 1990’larda önemli bir artış gösterdiğini ortaya koyan bazı kanıtlar vardır. Ama kanıtlar, enflasyon hedeflemesinin enflasyon beklentilerinin kesin olarak düşmesine ve güvenilirliğin artmasına neden olup olmadığını ve bu suretle belirgin bir şekilde enflasyonsuzluğa yol açan reel çıktı maliyetlerini hafifletip hafifletmediğini göstermez. Gerçekten enflasyondaki yüzde olarak her düşmeyi gösteren ve trend çıktıya göre gerçek çıktıdaki kümülatif kayıpları ölçen fedakârlık oranları enflasyon hedeflerinden çok fazla etkilenmiş olarak görünmez³⁶. Ayrıca gözlemlerle veya uzun dönem faiz oranı seviyesiyle gösterildiği gibi enflasyon hedefleriyle tanışmanın enflasyon beklentilerinden dramatik bir şekilde etkilendiğini ortaya koyacak kuvvetli kanıtlar yoktur. Çoğu durumda enflasyon beklentilerinin düştüğü görülmüştür. Çünkü enflasyon hedeflemesi uygulayan merkez bankaları düşük enflasyona ulaşmak ve bu seviyeleri sürdürmenin mümkün olabileceğini göstermişlerdir. Honda(2000) tarafından nakledilen İngiltere, Kanada ve yeni Zelanda da enflasyon hedeflemesinin performansı ile ilgili son kantitatif bir analiz bu görüş için bazı destekler içermektedir. Honda enflasyon, çıktının trendden sapmaları, kısa dönem nominal faiz oranı ve nominal faiz oranındaki değişme oranı gibi dört değişkenli bir VAR modeli tahmini yapmıştır. Eğer modelin tahmin değerleri enflasyonu gerçek değerlerine ve sistemdeki diğer değişkenlere olduğundan fazla meyil gösterirse enflasyon hedeflemesinin enflasyon ve diğer makro ekonomik değişkenler üzerinde uygun bazı etkilere sahip olduğu kabul edilebilir. Ama Honda, enflasyon hedeflemesinin enflasyon veya sistemdeki diğer değişkenler üzerinde bir etkisi olduğu ile ilgili kanıt bulamamıştır. Tabî ki bir VAR modelindeki alternatif istikrar testlerinin gücü açık bir konudur ama Honda’nın analizi, enflasyonun gerçek performansı üzerinde enflasyon hedeflerinin etkisi ile ilgili analizler için umut verici bir yol olarak görülebilir(Agenor,2000,s.43-44).

³⁶ Ama fedakarlık oranının hesaplanması zorluklar içermektedir. Ampirik tahminler enflasyonsuzluk politikalarını diğer şokların etkisinden kurtarmakta sık sık başarısız olmuştur. Kavramsal olarak ciddi eksiklikler vardır;özellikle sadece kısa dönem maliyetlere odaklanmak ve bu nedenle enflasyonsuzluğun uzun dönem faydalarının yakalayamamak gibi.

3.2.1.1. Amerika, İngiltere ve Kanada

1970'lerin başlarında enflasyona olan ilginin artmasının bir sonucu olarak Fed M1 için haftalık politikalar izlemeyi seçti ve tercihinin de M2 için davranış olduğunu belirtti(Mevlendyke(1990)). Sonra 1975 de bir meclis çözümüne karşılık Fed paranın büyüme oranı için halkla ilgili hedeflerini ilan etti. Ama uygulamada Fed faiz oranı düzenlemelerinde ve işsizlik azalmalarında daha fazla yük getiren paranın büyümesiyle ilgili hedeflerini öncelikli olarak göz önüne almadı³⁷. Hedef aralığı düşmesine rağmen 1975'den sonra M1 büyümesinin yukarıya doğru meyilli olduğu görülmüştür. Ayrıca 1975'den sonra enflasyonun ani bir şekilde yükselmesiyle işsizlik durağan bir eşkilde düşmüştür(Mishkin,2000a,s.2).

Ekim 1979 da fed operasyon hedefi olarak federal fonların üzerinde durmayan operasyon yöntemini değiştirdi ve ödünç verilmeyen rezervlerin belirlenmesiyle parasal büyüklüklerin kontrolüyle ilgili taahhütlerini arttırdı. Ama operasyon yöntemindeki bu değişme parasal kontrolün daha iyi hale gelmesi sonucunu ortaya çıkaramadı ve düşmesi beklenirken M1 büyümesindeki dalgalanmalar arttı ve Fed 1979–82 dönemimdeki 3 yıl içinde M1'in büyüme hedeflerinde başarısızlığa uğradı. Parasal büyüklüklerin kontrolünün 1979'daki politika değişikliklerinin asıl amacı olmadığı ortaya çıktı. Faiz oranları enflasyonun düşüşüne neden olan yüksek seviyelere çıktı. Ayrıca parasal büyüklükler ve nominal gayri safi yurtiçi hasıla ve enflasyon arasındaki ilişkinin güvensizliğinin artması para politikasının yönetiminde bir yol gösterici olarak parasal büyüklüklere olan ilgiyi arttırdı. Ekim 1982 de enflasyonun kontrolünde Fed parasal büyüklüklerin üzerinde durmaya başladı ve Şubat 1987 de daha uzun olmasa bile M1 hedeflerini ilan etti. Son olarak Temmuz 1993 de Alan Greenspan, Fed'in para politikasının yönetimi için bir rehber olarak M2'yi içeren ve daha uzun olmayan herhangi bir hedefin kullanılabileceğini kongreye kanıtlamıştır(Mishkin,2000a,s.2).

Amerika'daki gibi İngiltere de parasal hedeflemeyle 1970'lerin ortalarında enflasyonla ilgili endişelere karşılık olarak tanışmıştır. Resmi olmayan bir büyüklük hedeflemesi olarak M3 kullanılarak 1973'ün sonunda başlarken hedeflerin resmen yayınlanması 1976 da başlamıştır. İngiltere Bankası 1976–79 döneminde M3

³⁷ Fed aynı zamanda parasal hedefleme periyodunda döviz kuru ve mali piyasaların istikrarı gibi diğer hedefleri de izlemiştir.

hedefleriyle ilgili olarak büyük zorluklarla karşılaşmıştır. Sadece ilan edilen hedefler tutarsız bir şekilde aşılmakla kalmamış İngiltere Bankası sık sık hedeflerini terk etmiş veya revize etmiştir. 1973 petrol fiyatları şoku sonrası enflasyon düşmesine rağmen 1978'in başlarında İngiltere de enflasyon tekrar hızlanmaya başlamış ve 1980'lerde %20'lere yaklaşmıştır(Mishkin,2000a,s.3).

İngiltere'nin enflasyon hedeflemesi deneyimi önemli sonuçlar içermektedir. Bunlardan ilki, enflasyon hedeflemesinde kamuoyunun bilgilendirilmesi ve şeffaflığın sağlanması sağlanmasının, politikaların başarısı açısından çok önemli olduğu anlaşılmıştır. Merkez bankası Enflasyon Raporu'yla enflasyon hedefini açıkça belirlemiş, enflasyonun gelecek dönemlerde nasıl bir seyir izleyeceği öngörülmüş ve hedeften bir sapma olduğunda bunun sebeplerini kamuoyuna açıkça duyurmuştur. Böylece piyasalar gelecek dönemde enflasyonun ne olabileceğini ve faizlerin ne yönde hareket edeceğini daha sağlıklı olarak tahmin edebilmiştir. Çıkarılabilecek ikinci sonuç ise merkez bankasının araç bağımsızlığının olmasının para politikasının kredibilitatesini artırdığını ve piyasaların kısa dönemli politik çıkarlar doğrultusunda para politikasından sapılmayacağına inanmaya başlamalarıdır. Bu gelişme de beklentileri olumlu yönde etkilemiştir(Karasoy, Saygılı ve Cihan,1998,s.32).

Amerika'daki gibi bir enflasyonist krizin kavranması 1980'lerin başlarında stratejide bir değişmeye neden oldu ve M3'ün aşamalı bir büyüme deklarasyonunu ileri süren Orta Vadeli Finansal Strateji ile tanışıldı. Ne yazık ki İngiliz para politikası stratejisi Amerika'nın tecrübelerine benzer teknik bir problemle karşılaştı: hedeflenen büyüklük ve nominal gelir arasındaki ilişki daha istikrarsız bir hale geldi. 1983'den sonra finansal yeniliklerin M3 ve nominal gelir arasındaki ilişkide büyük hasarlar ortaya çıkarmasını takiben İngiltere Bankası M3'ün yerine daraltıcı bir büyüklük olarak M0'dan (parasal taban) yana bir tavır sergilemeye başladı. Ekim 1985 de M3 ile ilgili hedefler geçici olarak askıya alındı ve 1987 de tamamen bırakıldı. İngiltere Avrupa Parasal Birliği'ne girene ve Pound'un değerini Alman Markı'na sabitleyene kadar M0 büyümesi hedef aralığına çok uzak değildi. Ama 1987'den 1990'a M0 büyümesi para otoritelerinin Pound'daki değer artışlarının durmasını istemelerinden dolayı oldukça yüksek olmuştur(Mishkin,2000a,s.3).

Kanada, Yeni Zelanda'dan bir yıl sonra 1991 yılında enflasyonu doğrudan hedeflemeye başlamış ve merkez bankası tarafından üç yıl süren bir kampanya ile para politikasının uzun vadedeki amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu kamuoyuna açıklanmıştır. Merkez bankası enflasyonu doğrudan hedefleyerek, o dönemdeki katı enflasyonist bekleyişleri kırmayı hedeflemiştir. Devalüasyon, kur politikasında değişiklik veya ara hedef olarak para arzlarının gözetilmeyeceği gibi bazı ülkelerde gözlenen radikal politika değişiklikleri yapılmamıştır(Karasoy, Saygılı ve Cihan,1998,s.38).

Kanada'nın resmi ve açık enflasyon hedefi projesi Şubat 1991 de başlamış ama Kanada Bankası ve Maliye Bakanı müşterek olarak hedef bantlarını gerektiren ve büyüklüğü %2 olan bir dizi hedefler ilan etmiştir. Bandın orta noktası, 1992'nin sonlarında %3'e, 1994'ün ortasında %2,5'e ve son olarak 1995'in sonunda %2'ye düşecek şekilde belirlenmiştir. Sonraları Aralık 1993 de hükümet ve banka tam olarak 1998'in sonunda %1 - %3'lük bir bant hedefini sürdürme konusunda fikir birliğine varmışlardır. Kanadan Bankası'nın hedef projesinden faydalanan spesifik fiyat endeksi gıda, enerji ve dolaylı vergilerdeki değişikliklerden kaynaklanan katkıyı içeren Tüketici Fiyat Endeksi'dir. Kanada Bankası'nın prosedürü temel olarak dışsal değişkenlerin gelecekteki değerine dikkat eden uzmanların değerlendirmeleri ile birlikte parasal bir durum endeksi için zaman patikasını hesaplayan ekonometrik bir modelin kullanımıdır(McCallum,1996,s.2-3).

Kanada da M1 büyümesinin aşamalı olarak düşen bir hedef arlığıyla kontrol edilebildiği bir parasal program altında 1975 de parasal hedeflemenin oluşturulmasından kaynaklanan önemli enflasyon problemleriyle karşılaşmıştır. Kanada'daki parasal program İngiltere ve Amerika'daki parasal hedefleme girişimlerinden daha başarılı olamamıştır. 1978'lerde parasal hedefleme başladıktan sadece üç yıl sonra Kanada Bankası para politikası için güvenilir bir rehber olan M1 hakkındaki belirsizlik ve döviz kuru hareketleri ile ilgili endişelerin dışında bu stratejiye de mesafeli yaklaşmaya başlamıştır. Kasım 1982 de M1 hedefi terkedilmiş ve Kanada Bankası başkanı Gerald Bouvey durum değerlendirmesini şu şekilde ifade etmiştir: "Parasal hedeflemeyi terk etmedik o bizi terk etti"(Mishkin,2000a,s.3-4).

Sonuç olarak, Kanada'nın enflasyonu doğrudan hedefleme uygulaması, Yeni Zelanda örneğindeki gibi kontrata dayalı bir kurumsal yapı olmamasına ve olumsuz arz yönlü şoklara rağmen başarı ile sonuçlanmıştır. Başarısındaki en önemli faktörler ise merkez bankasının politika esnekliği, merkez bankası ve maliye bakanlığı arasındaki uyumlu ilişki ve merkez bankasının şeffaf ve kamuoyunu aydınlatmaya yönelik uygulamaları olarak göze çarpmaktadır(Karasoy, Saygılı ve Cihan,1998,s.41-42)

Bu üç ülkede enflasyonun kontrol edilmesinde parasal hedefleme başarılı olamamıştır. Bu durumun iki tane açıklaması vardır. Birisi, parasal hedeflemenin ciddi bir şekilde izlenmemesi diğeri de parasal büyüklükler ve enflasyon veya nominal gelir gibi amaç değişkenler arasındaki ilişkinin istikrarsızlığının artmasının bu stratejinin başarısızlığına neden olmasıdır(Mishkin,2000a,s.4).

3.2.1.2. Yeni Zelanda, Almanya ve İsviçre

Birinci petrol şokuyla birlikte Yeni Zelanda'da enflasyon oranı iki haneli rakamlara yükselmiştir. Yeni Zelanda, 1980'li yılların ortalarından itibaren, OECD ülkeleriyle aralarında oluşan gelişmişlik farkını gidermek ve %18 düzeyinde seyreden enflasyon oranını düşürmek üzere yeni bir ekonomik yapılanmaya gitmiştir. Uygulanan ekonomik politikalarla enflasyon oranı tek haneli düzeye indirilmiştir. 1990 yılı başında, parlamentoda çıkan bir yasayla, Yeni Zelanda Merkez Bankası'na "fiyat istikrarını sağlama ve devam ettirmeye yönelik olarak para politikasını oluşturma ve uygulama" görevi verilmiştir. Mart 1990'da dünyada ilk defa enflasyonun doğrudan hedeflenmesi politikası uygulanmaya başlanmıştır(Karasoy, Saygılı ve Cihan,1998,s.42).

Yeni Zelanda'da uygulanan enflasyon hedeflemesi rejiminin temel özelliklerini şöyle özetleyebiliriz(Alparslan ve Erdönmez,2000,s.12);

- 1980'li yıllarda %18 düzeyinde bulunan enflasyon oranı önce tek haneli düzeye çekilmiş, ardından 1990 yılında çıkarılan yasayla merkez bankasına fiyat istikrarını sağlama ve gerekli para politikasını uygulama görevi verilmesi ile dünyada ilk kez enflasyonun doğrudan hedeflenmesi rejimi uygulanmaya başlanmıştır,

- Program, maliye bakanı ile merkez bankası arasında yapılan anlaşma ile kamuoyuna duyurulmuştur,
- Enflasyon hedeflemesi politikası enflasyon hedefinin belirlenmesinde TÜFE çekirdek enflasyonu kullanmış olup, hedef %0-3 aralığında açıklanmıştır. TÜFE'nin hesaplanmasında faiz maliyeti unsurları, dolaylı vergiler, kamu kesintileri ve dış ticaretteki önemli fiyat değişiklikleri çıkarılmıştır,
- Enflasyon hedefi dışında başka bir ara hedef seçilmemiştir,
- Enflasyonu hedefleme politikası yasal anlaşmalar çerçevesinde yürütülmüştür,
- Merkez bankası hedeflerin gerçekleştirilmesinden tek başına hükümete karşı sorumludur, hükümetin müdahalesi söz konusu değildir. Ancak başarısız olunması durumunda hükümetin merkez bankası başkanını görevden alma yetkisi bulunmaktadır,
- Politika kısa dönemli şokların etkilerini azaltacak esnekliğe sahiptir,
- Enflasyon raporu yılda dört kez yayımlanmakta olup, enflasyon tahminleri de açıklanmaktadır.

Almanya ve İsviçre 1974'ün sonunda yaklaşık 20 yıllık bir süre için resmen parasal hedeflemeye başlamıştır. Bu ülkelerin enflasyonun kontrol edilmesindeki başarılarının nedeni parasal hedeflemenin Avrupa Merkez Bankası için resmi politika rejiminin hala bir elemanı ve güçlü destekçisi olmasındandır. Almanlar tarafından seçilen parasal büyüklük dolaşımdaki para ve 1974'deki rezerv gereksinim oranları vasıtasıyla genişleyen banka mevduatlarının toplamından oluşan ve dar bir büyüklük olan merkez bankası parasıdır. 1988 de Bundesbank hedeflerini merkez bankası parasından M3'e doğru değiştirmiştir. İsviçre hedeflemeye M1 parasal büyüklüğüyle başlamıştır ama 1980 de parasal taban olarak nitelendirilen daraltıcı parasal büyüklüğü yani M0'a dönmüştür(Mishkin,2000a,s.4).

Almanya ve İsviçre'deki parasal hedefleme rejimleri ile ilgili temel konu hedefleme rejimlerinin parasal bir büyüklüğü sabit bir büyüme oranı patikasında tutan ve para politikasının nihai hedefi olan Friedman tipi bir parasal hedefleme kuralından oldukça uzak olmasıdır. Almanya ve İsviçre de parasal hedefleme her şeyden önce uzun

dönemli hedefler ve enflasyonun kontrolü üzerine odaklanan para politikası stratejisinin bir iletişim metodunun yerindedir. Parasal hedef aralığının hesaplanması politika yapımında şeffaf, açık, basit ve anlaşılabilir ve halk ile düzenli iletişim kurulacak şekilde olması yönünde büyük baskı yapar. Birinci ve en önemli nokta, sayısal bir enflasyon hedefi oldukça halkçı bir uygulama olan hedef aralığının belirlenmesinde belirgin bir şekilde göze çarpar. Bundesbank'ın kullandığı hedef belirleyicileri bir miktar teorisi eşitliğiyle, sayısal enflasyon amacını, beklenen hız trendlerini ve tahmin edilen potansiyel çıktı büyümesini kullanarak parasal büyüme hedefinden vazgeçmiştir. İkincisi, parasal hedefleme katı bir politika kuralı olmaktan uzaktır ve uygulamada oldukça esnektir. Paranın büyümesi için hedef aralığı Almanya da başarısız olmuş ve çok zaman almıştır. Çünkü Bundesbank daha çok çıktı ve döviz kurlarını içeren diğer amaçlarla ilgilenmiştir(Mishkin,2000a,s.4-5).

Bundesbank ilk olarak 1974'ün sonunda parasal hedefleri belirlediği zaman, orta vadeli enflasyon hedefini enflasyon için uzun dönemli uygun bir amaç olarak sayılan %4 olarak ilan etmiştir. Enflasyonun azaltılmasına aşamalı yaklaşım, fiyat istikrarı ile tutarlı olduğu varsayılan orta vadeli enflasyon hedefinden önce 9 yıllık bir periyoda neden olmuştur. 1984'ün sonunda bu durum meydana geldiği zaman orta vadeli enflasyon hedefi “fiyat artışlarının normatif oranı” olarak yeniden adlandırılmış ve %2 olarak belirlenmiştir. Bundesbank aynı zamanda negatif arz şoklarına, fiyat seviyesini yükselten hammadde ve enerji arzındaki kısıtlamalara orta vadeli enflasyon hedefini yükselterek tepki vermiştir. 1980'deki ikinci petrol fiyatı şoklarının kötü etkileri fiyatların kaçınılmaz bir şekilde yükselmesine neden olmuştur(Mishkin,2000a,s.5-6).

Sonuç olarak, Almanya'nın para politikasında hedef koyma deneyimi iki önemli dersi içermektedir. Birincisi, hedef koyma politikası, faiz, kur gibi değişkenlerdeki dalgalanma sonucu kısa dönemde hedeflenen değişkenlerde sapma olmasına rağmen, enflasyonun önlenmesi açısından başarılı olmuştur. İkincisi, hedef koyma politikası şeffaf olmayı gerektirmektedir. Bu çerçevede, merkez bankası ile ekonomik birimler arasındaki iletişim artırılarak, merkez bankasının davranışlarının kamuoyu tarafından anlaşılmasına ve izlenmesine imkan sağlanmaktadır. Açıklık ve esneklik ilkelerinin etkin olarak uygulanması yalnız başarılı Almanya deneyimi için değil, enflasyonu doğrudan hedefleyen başarılı ülkeler için de önemli olmuştur(Karasoy, Saygılı ve Cihan,1998,s.24).

Almanya ve İsviçre'deki parasal hedefleme rejimleri halk ile olan iletişimde kuvvetli bir yapının varlığını ortaya koymuştur. Paranın büyüme hedefleri sürekli olarak para politikası stratejisinin açıklanması ve hem Bundesbank hem de İsviçre Milli Bankası'nın harcadığı müthiş çaba için bir yapı olarak kullanılmıştır. İkisinin de yayınlarında merkez bankası çalışanlarının konuşmalarına ve merkez bankasının halkla iletişim kurma çabalarına sık sık rastlanır. Almanya'nın parasal hedefleme rejimi düşük enflasyon üretmede başarılı olmuştur ve onun başarısı diğer birçok ülke tarafından kıskanılmıştır ve Döviz Kuru Mekanizması için bir çapa ülke olarak kullanılmıştır. İki Almanya'nın birleşmesinin kötü etkileri sonucu enflasyonda geçici bir kabarma meydana gelmesine ve yüksek ücret talepleri ve mali genişlemeye rağmen Bundesbank bu geçici etkiye karşı koyabilmiş ve 1995'lerde enflasyon tekrar Bundesbank'ın normatif enflasyon hedefi olan %2'nin altına düşmüştür(Mishkin,2000a,s.6).

İsviçre de parasal hedefleme Almanya'dan daha problemli olmuştur ve para piyasasının kurumsal yapısındaki önemli değişikliklerle birlikte ticaret hacmindeki genişlemeler sonucu İsviçre Frank'ındaki %40'luk değer artışı 1977'den 1978'e geçilirken düşmüştür. İsviçre Milli Bankası ülkenin bu yüksek döviz kuru seviyesine katlanamayacağına karar vermiştir. Böylece 1978'deki düşmeyle parasal hedefleme rejimi döviz kuru hedefine doğru bir kaymanın gerçekleştiği ve sonra tekrar parasal hedeflemeye dönülene kadar geçici olarak terk edilmiştir(Mishkin,2000a,s.6).

1989–1992 döneminde İsviçre Milli Bankası'nın enflasyonu başarılı bir şekilde azalttıktan sonra fiyat istikrarını sürdürmede başarısız olması İsviçre parasal hedeflemesi için sevindirici olmamıştır. 1989'dan 1982'ye enflasyonda meydana gelen ani sıçramalar iki nedenden dolayı %5 seviyelerinin üstüne ulaşmıştır. Birincisi, 1985'den 1987'ye kadar İsviçre Frankı'nın güçlenmesi, 1987 de İsviçre Milli Bankası'nın parasal tabanı %2 hedefinden daha büyük bir oranda büyütmesine neden olmuş ve 1988 için %3 olarak belirlenmiştir. İkincisi, yeni bir interbank ödeme sistemiyle tanışılmasından dolayı meydana gelmiş ve 1988 de ticari bankaların likidite gereksinimlerinde geniş aralıklı bir revizyon yapılmıştır. Döviz kurlarıyla ilgili şoklar ve parasal taban için talepteki kayma hedeflenen büyüklük için ciddi bir problem yaratan kurumsal değişikliklerin üstünde olmasından dolayı ortaya çıkmıştır. İsviçre Milli Bankası'nın bu şokların etkilerini öngörmede yanlış tahminler yapmasının açık bir

hale gelmesi parasal hedef ateş altında olsa bile çok kolay olmuştur. Sonuçta da enflasyondaki artış %5 seviyesinin üstünde olmuştur(Mishkin,2000a,s.7).

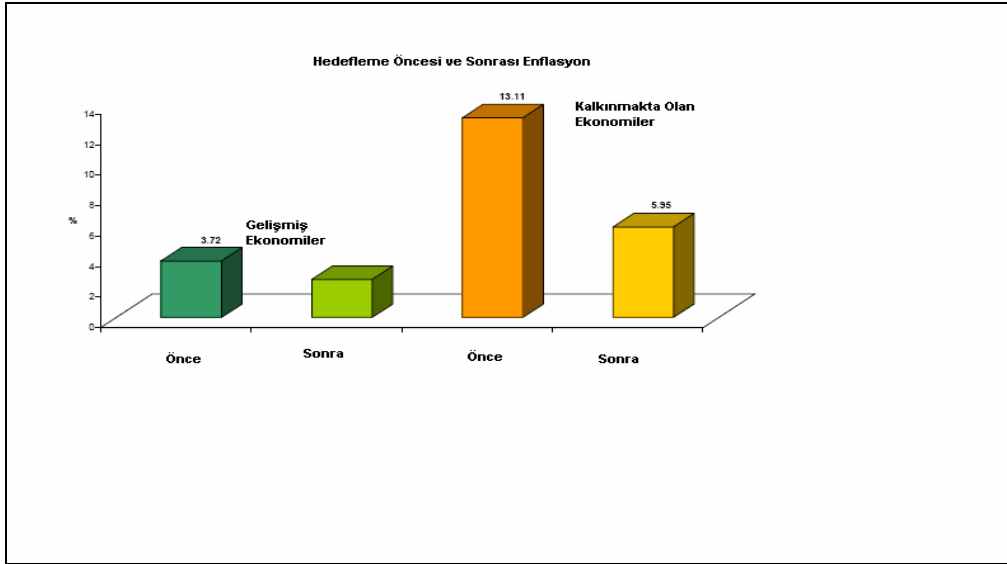
İsviçre parasal hedeflemesi ile ilgili bu problemlerin bir sonucu olarak parasal hedefleme rejimi önemli oranda güç kaybına uğramıştır. İsviçre Milli Bankası parasal büyüme hedefinin para politikasının yönetimine faydalı bir işaret verecek şekilde azaltılması gerektiğinin farkına varmıştır. Böylece 1990'nın sonunda orta vadeli büyüme politikasının ilan edilmesiyle büyüme patikasının başlangıç noktası veya hedefi için bir ufuk belirlememiştir. 1992'nin sonunda Banka, genişleme patikası için bir başlangıç noktası belirlemiştir ve 1994'ün sonunda, 1995–99 dönemi için parasal taban büyümesiyle ilgili yeni bir orta vadeli patika açıklamıştır. Bu patikanın belirlenmesiyle Banka geriye dönük olarak 5 yıllık(1990–95) birinci patika ufkunu açığa çıkarmıştır. Açık bir şekilde İsviçre Milli Bankası terk edilen parasal taban için bir yıllık hedefin tutturulduğu daha esnek bir yapıyla tanışmıştır. Bununla birlikte İsviçre para politikası enflasyonun kontrolünde başarılı olmaya devam etmiştir ve enflasyon oranları 1989–92 döneminde gerçekleşen geçici şişmelerden sonra tekrar %1 seviyelerinin altına düşmüştür. 1999 da İsviçre bir bilgi değişkeni olarak para için özel bir rol üstlenerek etkili bir şekilde bir enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş yapmıştır(Mishkin,2000a,s.7).

Gelişmekte olan ülkelerin 1990'ların başından itibaren gelişmiş ülkelerde başarıyla uygulanan enflasyon hedeflemesi politikası için gerekli teknik ve kurumsal altyapıyı kurmaları daha güç olmaktadır. Karmaşık bir yapıya sahip bu ülkelerin dolaylı para politikası araçlarını daha fazla kullanmaya başlamaları, uluslar arası sermaye piyasalarına açılmaları ve mali sektör reformlarını gerçekleştirmelerine rağmen, para politikalarının uygulanması açısından her birinin farklı deneyimleri bulunmakta ve her ülke farklı finansal gelişme süreçlerinden geçmektedir. Bu nedenle gelişmekte olan ülkeler için enflasyon hedeflemesi uygulamaları konusunda genel bir değerlendirme yapılması güçleşmektedir(Alparslan ve Erdönmez,2000,s.15).

3.2.2. Kalkınmakta Olan Ülkeler

Enflasyon hedeflemesi rejiminin dünya genelindeki performansı pozitifdir. Hem kalkınmakta olan ülkelerde hem de gelişmiş ülkelerde ortalama enflasyon esas itibarıyla, enflasyon hedeflemesi benimsendikten sonra önceki oranlara göre daha

düşüktür. Bu durum aşağıdaki şekilde gösterilmektedir. Ancak kalkınmakta olan ülkelerin performansı görece olarak daha kötüdür. Bu ülkelerde merkezi hedeflerden ve sınırlardan sapmalar daha büyük ve daha yaygındır(Fraga, Goldfajn ve Minella,2003,s.2).



Kaynak: Fraga, Goldfajn ve Minella(2003).

Şekil 4: Enflasyon Hedeflemesi Öncesi ve Sonrası Enflasyon Oranları

1990'ların ilk yarısında bir kısım kalkınmakta olan ülke enflasyon hedeflemesi rejimini benimsemeye başlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesiyle ilgili ilk literatür, bu ülkeler ve sanayileşmiş ülkeler arasındaki farklılıklara odaklanma ile başlamıştır ve 1990'ların son kısmında açık bir şekilde ortaya çıkmaya başlamıştır. Masson, Savastano ve Sharma(1997), Schaechter, Stone ve Zemler(2000), Carare, Schaechter, Stone ve Zilmer(2002) ve Stone(2003)'den oluşan bir kısım IMF yayınları, gelişmekte olan ülkelerde enflasyon hedeflemesinin karşılaşılabileceği zorlukların üzerinde durmuşlar ve bu çalışmalarda bir enflasyon hedeflemesi rejimine giriş için gerekli ön koşulların neler olduğu ile ilgili kavramlarla tanışmışlardır. Bu koşullar, enflasyon hedeflemesinin diğer hedeflere göre önceliği, mali baskınlığın olmaması, merkez bankası bağımsızlığı, tahminler için uygun bir metodoloji ve güçlü finansal kurumlar ve piyasaların varlığından ibarettir(Freedman,2006,s.10-11).

Son yıllarda çok sayıda kalkınmakta olan ülke para politikasına yol gösterici ana bir çıpa olarak enflasyon hedeflemesini benimsemiştir³⁸. 1990'ların ortaları ile sonu arasında finansal krizlerden dolayı döviz kuru sabitlemesinin çökmesi geniş bir alana yayılırken parasal büyüklüklerin para talebindeki istikrarsızlıktan dolayı değerlendirmesini ve ölçümünü yapmak zor bir hale gelmiştir. Sonuç olarak kalkınmakta olan birçok ülke uygulanabilir nominal çıpa olarak enflasyon hedeflemesine geçmiştir. Mason, Savastano ve Sharma(1997) ve Agenor(2000), sanayileşmiş ülkelerin deneyimlerine dayanarak kalkınmakta olan ülkelere başarılı bir enflasyon hedeflemesi benimsenmesi için önceden gereken şeylerin tanımlanmasında hangi eğilimlerin gösterilmesi gerektiği üzerinde durmuşlardır. Kalkınmakta olan ülkelerle ilgili sonradan ortaya çıkan Amato ve Gerlach(2002) ve Mishkin(2000b) gibi analizler ise döviz kurunun rolü ve mali baskınlığı içermektedir. Son olarak Latin Amerika ve Doğu Avrupa'daki kalkınmakta olan ülkelere için enflasyon hedeflemesinin ilk etkilerinin analiz edildiği çalışmalar yapılmıştır(Levin,Natalucci ve Piger,2004,s.23).

Meksika ve Brezilya enflasyon hedeflemesi rejimi ile tanışan ilk ve en büyük Latin Amerika ülkeleridir. Meksika da Aralık 1994 de peso dalgalanmasından sonra merkez bankası parasal hedefleme rejimini birkaç yıl daha sürdürmeye çalışmıştır. Ama parasal taban ve enflasyon arasındaki ilişkinin güvenilir olmamasından dolayı para politikasının durumunun değerlendirmesini yapmak zorlaşmıştır ve Meksika Bankası enflasyon beklentilerine yol gösterici olarak nominal bir çıpadan yoksun kalmıştır. Enflasyon hedeflemesi doğal aday olmuştur ve bu stratejiyle aşamalı olarak tanışılmış ve 1999 da benimsenmiştir(Levin,Natalucci ve Piger,2004,s.25).

Meksika ekonomisinde 1990'ların başında yaşanan kırılganlıklar ve 1994'deki negatif şoklar ülkede ödemeler dengesi probleminin ve mali krizin oluşmasına neden olmuştur. Krizden sonra istikrarı hemen sağlamasındaki en önemli etken uygun bir makroekonomik programı uygulamaya koymuş olmasıdır. Özellikle mali otorite bankacılık sektörünün yeniden yapılandırılmasındaki maliyetleri göz önünde bulundurarak ve mali kaynakları kullanarak sorunun çözümündeki kararlılığını

³⁸ İlk olarak 1990'ların başında Şili ve İsrail enflasyon hedeflemesiyle tanıştıktan sonra, Brezilya, Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Güney Kore, Meksika, Peru, Filipinler, Polonya, Güney Afrika ve Tayland'dan oluşan kalkınmakta olan ülkeler resmi enflasyon hedeflemelerini oluşturmuşlardır.

göstermesi, temel amacı fiyat istikrarını sağlamak olan para politikasının serbestleşmesine olanak tanımıştır(Alparslan ve Erdönmez,2000,s.23).

Brezilya da gerçek planla 1994 de tanışılmış ve enflasyon 1998 de başarılı bir şekilde %2000’lerin üzerinden %1.5’e düşürülmüştür. Ama Brezilya hükümeti gerekli mali reformların yerine getirilmesinde fazla başarılı olamamıştır. Mali denge hakkındaki endişeleri takiben gerçek 1998’in sonunda spekülasyon atak altında gelmiştir ve Ocak 1999’da çökmüştür. Merkez bankası nominal bir çıpa oluşturulmasına olan gereksinimi kabul etmişti ve faiz oranlarında ani artışlar ve paradaki düşüşün yavaşlaması için Haziran 1999 da enflasyon hedeflemesi rejimiyle tanışmıştır(Levin,Natalucci ve Piger,2004,s.25).

Brezilya’da enflasyon hedeflemesi ile ilgili yapılan uygulamalara ilişkin temel hususlar şöyle özetlenebilir(Alparslan ve Erdönmez,2000,s.21-22).

- Brezilya’da enflasyon hedeflemesine geçildiği ilk dönemde güvenilirlik açısından TÜFE’nin seçilmesi uygun olmuştur,
- Belirlenen hedeflerin gerçekleşmemesi durumunda merkez bankası başkanı, maliye bakanlığına hedeflerin gerçekleşmemesinin altında yatan sebepleri açıklaması zorunluluğu getirilmiştir,
- TÜFE’nin kullanılması v vazgeçme imkânının olmaması, hedefte +/- 2 puanlık değişimin kabul edilmesine yol açmıştır,
- Bu rejimin uygulanmaya başlanmasının ilk safhalarında kamuoyunun merkez bankasının kararlarını anlamaları, izlemeleri ve tahmin edilen ve gerçekleşen enflasyon arasındaki farklılıkları bilmeleri için etkin bir iletişim ağı kurulmuştur. Enflasyon hedeflemesi rejimi ile ilgili gelişmeleri ve performansı içeren üç aylık bir “enflasyon raporu” yayımlanmaktadır.

Kolombiya ve Peru da enflasyon hedeflemesi rejiminin bazı özellikleri 1990’ların ilk yarısında ortaya çıkmıştır³⁹. Ama enflasyon raporlarının yayınlanması, enflasyon için çok yıllık hedeflerin belirlenmesi ve şeffaflık gibi birçok özelliği eksik

³⁹ Bunlar, enflasyon oranı için bir yıllık açık sayısal hedeflerin ilan edilmesi ve belirli bir seviyedeki merkez bankası bağımsızlığı gibi konulardan oluşmaktadır.

kalmıştır. Bu yüzden enflasyon hedeflemesinin benimsenmesi Kolombiya da Eylül 1999 da, Peru da ise Ocak 2002 de gerçekleşmiştir⁴⁰(Levin,Natalucci ve Piger,2004,s.26).

Güney Afrika da 1990 da finansal serbestleşmeyi ve diğer yapısal gelişmeleri takiben fiyatlar, çıktı ve para arzındaki büyüme arasındaki ilişkinin değişmesi, paranın açık büyüme hedeflerini gittikçe daha az faydalı hale getirmiştir. 1998 de enflasyon için resmi olmayan hedeflerle birlikte M3 büyümesi de sürece eşlik etmeye başlamış ve 2000'in başlarında da resmi enflasyon hedeflemesiyle tanışılmıştır(Levin,Natalucci ve Piger,2004,s.26).

Özellikle sanayileşmiş ülkelerle karşılaştırılarak bu rejimlerin temel özelliklerine bakacak olursak dikkate değer birkaç önemli nokta vardır. İlk olarak, şimdiki enflasyon hedefleri nispeten küçük ve sanayileşmiş ülkelerinkinden çok fazla değildir⁴¹. Kalkınmakta olan ülkelerin enflasyonsuzlukla ilgili tecrübeleri, bazı ülkelerin aşamalı bir yaklaşım izlemesi ve diğerlerinin de daha fazla saldırganlıklar göstermesinden dolayı değişiklikler göstermektedir. Ülkelerin çoğu enflasyonu çift haneli rakamlardan tek haneli rakama düşürmede başarılı olmuştur⁴²(Levin,Natalucci ve Piger,2004,s.26).

İkincisi, kalkınmakta olan ülkeler bir hedef aralığı veya aralık etrafındaki bir hedef seviyesinin seçiminde ayrılığa düşmüş gibi görünmektedirler. Ülkeler bir hedef noktası seçtiği zaman aralık daima +/-%1 olur⁴³. Gerçekten ülkeler bir hedef aralığı seçtiğinde alt sınır %1 ve üst sınır %3,5 olabilir⁴⁴. Sadece bir ülke Tayland başlangıç olarak %1'den daha düşük bir aralık seçmiştir. Bir hedef noktasının mı yoksa bir hedef aralığının mı seçileceği açık bir soru olarak kalmıştır. Hedef noktasının lehindekilere göre enflasyon beklentilerinde bir nokta daha etkili olabilmektedir ve aralık hala beklenmeyen olaylar veya tahmin hatalarındaki bazı esnekliklere müsaade etmektedir.

⁴⁰ Kolombiya'nın deneyimleri Brezilya olayına benzemektedir. Eylül 1999 da döviz kurunun korunmasında başarısız olunmasından sonra otoriteler nominal çıpa olarak enflasyon hedeflemesinin benimsenmesine ve paranın dalgalanmasına müsaade etmişlerdir. Peru için ise açık bir enflasyon hedeflemesi sisteminin benimsendiği Ocak 2002 parasal programından bahsedilmelidir.

⁴¹ Brezilya istisna olmak üzere enflasyon hedefleri 0 ve %6 arasındaki bir aralıkta oluşmaktadır. Kolombiya, Filipinler ve Güney Afrika'yı istisna etsek de hedefler %2-3 arasında toplanmıştır.

⁴² Bakınız, Casteleijn(2001).

⁴³ Sadece bir ülke Brezilya +/-%2,5'luk bir aralığa sahiptir.

⁴⁴ Yine Brezilya bu durumun bir istisnasıdır.

Gerçekten bir hedef aralığının varlığında, başlangıç bazen onların kendi yaşamları olarak görünmektedir(Levin,Natalucci ve Piger,2004,s.27).

Üçüncüsü, sanayileşmiş ülkelerin ilk tecrübelerini takiben çoğu kalkınmakta olan ülke bir yıllık enflasyon hedeflerinden uzaklaşarak orta vadeli veya çok yıllık hedeflerin saptanmasını benimsemiştir⁴⁵. Dördüncüsü, kalkınmakta olan ülkelerin çoğunun hedefi kolay uygulanması ve halk tarafından anlaşımının kolay olmasından dolayı Tüketici Fiyat Endeksi olmuştur⁴⁶. Buna rağmen kalkınmakta olan ülkeler arasında Tüketici Fiyat Endeksi sepetinde en azından iki farklılık vardır. Birincisi, kalkınmakta olan ülkelerde gıda paylaşımı daha çoktur. Bu, gıda fiyatları hava koşullarına bağlı olduğundan ve tahmin edilebilme meyli düşük olduğundan Tüketici Fiyat Endeksi'nin daha hareketli olduğunu gösterir. İkincisi, denetim altına alınmış fiyatlar kalkınmakta olan ülkelerde özellikle enflasyonsuzluk sürecinin ilk yıllarında daha büyük bir etkiye sahiptir. Sonuç olarak merkez bankasının enflasyonu etkili bir şekilde kontrol etmesi daha zor olur ve merkez bankasının güvenilirliği potansiyel bir zarar görür⁴⁷. Ancak çekirdek enflasyon hedeflemesi daha uygun olabilirken yaşam maliyetini göstermeyebilen gıda fiyatlarını ve düzenleyici fiyatları ihmal eden enflasyonun bir ölçümü, halkı bağımsız bir merkez bankasına destek vermede risk altına sokabilir(Levin,Natalucci ve Piger,2004,s.27-28).

Son olarak, kalkınmakta olan ülkeler enflasyon ve döviz kurundan oluşan iki hedefi kontrol etmek için önceki teşebbüslerinden, bir araç ile uzaklaşmışlardır⁴⁸. Sadece Macaristan ve İsrail de nominal döviz kuru için bir bant hala vardır. Kalkınmakta olan ülkelerin döviz kurlarına sanayileşmiş ülkelere daha fazla önem vermelerinin birkaç nedeni vardır. Birincisi, büyük şoklar ve sermaye akımları ile

⁴⁵ Bu durum Brezilya, Polonya, Meksika, Şili, Çek Cumhuriyeti, Meksika, İsrail ve Güney Kore için uygundur.

⁴⁶ Brezilya, Güney Kore ve Tayland istisna olmak üzere Şili ve Filipinler gibi diğer ülkeler bazı çekirdek enflasyon ölçümlerini kontrol etmişlerdir.

⁴⁷ Kalkınmakta olan ülkelere merkez bankasının enflasyonu kontrol edebilme gücü ile ilgili iki önemli husus vardır. Birisi, daha yüksek enflasyon veya nominal döviz kurunda bir artış yoluyla reel döviz kurundaki bir artışı gösteren Balassa-Samuelson etkisidir. Diğeri ise enflasyon tahmininin zorluğudur.

⁴⁸ Çift hedefli bir strateji başlangıçta bazı kalkınmakta olan ülkelere enflasyonsuzluk sürecinin hızlandırılması için benimsenmiştir. esnek döviz kurunun başlangıcı, bir rekabet kaybına karşı, enflasyonsuzluğun önemi ve korunması arasında devam eden gerginliğin ortadan kaldırılmasını zorunlu kılmıştır. Enflasyonsuzluk süreci devam ederken belirgin bir şekilde genişleyen ve sonradan terk edilen ve politika uyumsuzluklarının kaynağı haline gelen bant, enflasyon hedeflemesinin güvenilirliğini sarsar. Şubat, Haziran ve Aralık 2003 de Macaristan'ın yaşadığı tecrübeler, piyasadaki büyük salınımlar ve spekülasyon atak dönemlerinde enflasyon hedeflemesi ve döviz kuru yönetiminin birleştirilmesinin risklerine dikkat çekmektedir.

birlikte döviz kurunun ihmal edilmesi istenmeyen değişiklikler ortaya çıkarabilir. İkincisi, tarihsel olarak yüksek enflasyon yaşayan ülkelerde döviz kuru enflasyon beklentileri için bir merkez noktası olarak çalışabilir. Üçüncüsü, kalkınmakta olan ülkelerde firmalar ve hükümetler genellikle yabancı para cinsinden borç aldıklarından büyük değer kayıpları, yabancı para cinsinden adlandırılan borç yükünü yükseltebilir, ödemeler dengesinde büyük salınımlar ortaya çıkarabilir ve finansal kriz riskini yükseltir. Ama kalkınmakta olan birçok ülke öncelikle enflasyonun kontrolüne odaklanmışlar ve döviz kurunu terk etmişlerdir(Levin,Natalucci ve Piger,2004,s.28-29).

Şimdiye kadar az sayıda gelişmekte olan ülke enflasyon hedeflemesini benimsemiştir ama potansiyel adayların sayısı geçmiş iki veya üç yıl içinde ortaya çıkmıştır. Son yıllarda paralarını dalgalanmaya bırakan tüm gelişmekte olan ülkeler açık veya kapalı bir enflasyon hedeflemesi yapısını benimsememiştir. Meksika'nın durumu bu konu ile ilgilidir. Ancak Meksika'da olduğu gibi açık bir enflasyon hedeflemesi yapısının benimsenmesi yerinde değildir. Peru'da merkez bankası 1994'den beri yıllık bir enflasyon hedefi ilan etmektedir ama resmi bir enflasyon hedeflemesi rejimi yoktur. Bunun yanında Mishkin ve Savastano(2000) gibi gözlemciler tarafından görüldüğü gibi iki ülke başka bir yapının benimsenmesine doğru taşınmıştır. Bunun aksine ilan edilen enflasyon hedefleri tarihi uzun olan Şili, enflasyon raporlarını sadece son yıllarda(Mayıs 2000) halk için kullanılabılır yapmaya başlamıştır⁴⁹. Daha sonraları Brezilya, Tayland ve Güney Afrika bu tür bir rejim benimsemiştir ve 1997-98 finansal krizlerini takiben dalgalı bir döviz kurunu benimseyen ve Doğu Asya'yı da içeren diğer birkaç ülke genellikle bu tür bir yaklaşımın uygunluğu üzerinde uzun uzun düşünmüştür⁵⁰ (Agenor,2000,s.44-45).

Reel krizler ve dalgalı bir döviz kuru rejimi benimsenmesinden sonra Brezilya Haziran 1999 da para politikası için bir enflasyon hedeflemesi yapısını benimsemiştir. Enflasyon hedefleri Maliye Bakanı'nın önerisiyle Milli Para Konseyi(National Monetary Council) tarafından belirlenen tolerans bantları kadardır. Bu hedefler esas itibariyle önceden iki yıllık belirlenmek zorundadır. Belirlenen enflasyon hedefleri için seçilen fiyat endeksi Tüketici Fiyat Endeksi'dir. Kasıtlı olarak yapılan

⁴⁹ Çünkü Şili Eylül 1999'a kadar döviz kuru farkının aylara paylaştırıldığı(crawling peg) bir döviz kuru rejimi izlemeyi sürdürmüştür.

⁵⁰ Mesela Kore gibi ülkelerde merkez bankasının bir yasa vasıtasıyla her yıl fiyat istikrarını belirlemek için hükümete başvurması gerekmektedir.

manipölasyonlardan dolayı potansiyel güvenilirlik problemlerinin hafifletilmesine olan gereksinimler yüzünden tam bir endeks zorla kabul ettirilmiştir(Agenor,2000,s.45).

3.2.3. Geçiş Ekonomileri

Diğer para politikası rejimlerinin problemlerini gözden geçirecek olursak bir alternatif olarak ara bir hedef ve nominal bir çıpa olarak parasal büyüklüklerin kullanılmasını gösterebiliriz. Ama parasal büyüklük hedeflemesi geçiş ekonomilerinde çok fazla cazip olmayabilir⁵¹. Geleneksel para talebi istikrarsızlık problemi ve bu nedenle enflasyon ve para arzının büyümesi arasındaki istikrarsız ilişki geçiş ekonomilerinde parasal büyüklük hedeflemesi için önemli bir engel teşkil edebilir. Ekonomik geçiş tavan fiyat ve vergi reformundaki düzeltmeleri içeren para arzı ve fiyat seviyesi arasındaki ilişkinin tahmin edilmesini zorlaştıran bir fiyat şokları zinciri ile nitelendirilebilir. Para talebi ve para-fiyat ilişkisinin istikrarsızlığı yoğun kurumsal değişiklikleri yeni finansal varlık tipleri ve oyucuların ortaya çıkmasından oluşan finansal sektörlerdeki değişikliklerden dolayı daha da kötüleşir. Bu nedenle sadece para arzı büyümesine güvenmek para politikası yönetimi için oldukça etkisiz bir yaklaşım olabilir(Jonas ve Mishkin,2003,s.3).

Geçiş ekonomileri Amerika da Federal Reserve'in yaptığı gibi belirgin bir nominal çıpa olmaksızın para politikasına ihtiyari bir "just-do-it" yaklaşımına da başvurmuşlardır⁵². Fiyat seviyesi ve bazı ara hedefler arasında daha istikrarlı bir ilişki oluşturmanın zorluğu para politikasına daha az resmi bir yaklaşımın makul olacağı düşüncesini ortaya çıkarmıştır. Ama bu yaklaşım anti-enflasyonist güvenilirliği oluşmuş merkez bankalarına sahip ve enflasyonun düşük olduğu ülkelerde çalışabilirken geçiş ekonomilerinde çalışabileceği şüphelidir. Özellikle enflasyonun görece olarak yüksek olduğu ve sabit döviz kuru rejiminin terk edilmesinden dolayı yükseldiği Çek Cumhuriyeti'nde para politikasına just-do-it yaklaşımı enflasyon beklentilerinin ve gerçek enflasyonun aşağıya çekilmesinde potansiyel olarak yeterli görülmemiştir. Anti-enflasyonist güvenilirliği olmaksızın just-do-it yaklaşımı enflasyon beklentileri için

⁵¹ Gerçekten sanayileşmiş ülkelerde uygulansa bile parasal büyüklükler ve enflasyon ve nominal harcama gibi amaç değişkenler arasındaki ilişkinin belirgin bir şekilde oldukça zayıf olmasından dolayı parasal hedeflemenin uygulanabilir bir strateji olduğu açık değildir. Bakınız Estrella ve Mishkin(1997).

⁵² Amerika'daki just-do-it yaklaşımının bir tanımlaması için Bernanke ve diğerleri(1999)'a bakılabilir. Resmi bir enflasyon hedeflemesi yapısı olmaksızın Romanya, Slovak Cumhuriyeti ve Slovenya gibi bazı geçiş ekonomileri yönetilen bir dalgalı rejim izlerlerken Albania serbest dalgalı bir rejim izlemiştir.

yeterli bir çıpa olmayabilir ve para politikasının gerçekten enflasyonun kontrolüyle yönetildiği konusunda ekonomik ajanları ikna edemeyebilir(Jonas ve Mishkin,2003,s.3-4).

Üçüncü bir seçim sabit bir döviz kuru rejimini bir para kurulu oluşturarak daha sert bir döviz kuru sabitleme varyantını yer değiştirmektir. Bu seçim enflasyonun kontrol altında tutulmasına yardım eden nominal bir çıpa sağlanması şeklinde bir avantaja sahiptir ve enflasyon beklentilerini çıpa ülkedekilerle bir noktada birleştirir. Ayrıca para politikasının zaman tutarsızlığı probleminin azaltılmasına yardım eden otomatik bir ayarlama mekanizması sağlıyor. Sıkı sabitleme aynı zamanda halk tarafından kolay bir şekilde anlaşılacak şekilde sadelik ve açıklık avantajına sahiptir. Ama sıkı sabitleme yurtiçi ve yabancı şoklara karşı koymada para politikası yönetiminde ülkenin sahip olduğu olanakların bir kısmının terk edilmesine neden olur(Jonas ve Mishkin,2003,s.4).

Geçiş ülkelerinin yurtiçi para politikası üzerinde bazı kontrollere sahip olma isteği ve bu yüzden esnek bir döviz kuru rejimine tercih ettiği ve parasal hedefleme ve just-do-it yaklaşımının da benimsenmesine önderlik ettiği dördüncü bir seçim enflasyon hedeflemesidir. Enflasyon hedeflemesinin sıkı bir sabitlemeye, parasal hedeflemeye ve just-do-it yaklaşımına karşı sahip olduğu birkaç avantajı vardır. Sıkı bir sabitlemenin tersine enflasyon hedeflemesi para politikasının yurtiçine odaklanmasına ve hem yurtiçi hem de yabancı kaynaklı şoklara karşı koymasına imkân verir. Enflasyon hedeflemesi aynı zamanda para ve enflasyon arasındaki ilişkide istikrar avantajına sahiptir. Enflasyon hedeflemesinin de sıkı bir sabitleme gibi temel avantajı halk tarafından kolay anlaşılması ve böylece yüksek bir derece de şeffaf olmasıdır. Tersine parasal hedefler halk tarafından iyi anlaşılır görünmesine rağmen özellikle parasal büyüklükler ve enflasyon arasındaki ilişki gibi daha az istikrarlı ve daha az güvenilirdir. Çünkü enflasyon için açık bir sayısal hedef ihtiyari bir rejime göre merkez bankasının hesap verebilirliğini artırır. Enflasyon hedeflemesi aynı zamanda merkez bankasının zaman tutarsızlığı tuzağı içine düşme ihtimalini azaltacak bir potansiyele de sahiptir. Bundan başka zaman tutarsızlığının kaynağı olarak genişleyici para politikası sözü vermesi için merkez bankası üzerindeki açık veya gizli politik baskılar görüldüğünden enflasyon hedeflemesinin para politikası vasıtasıyla çıktı büyümesini artırma, işsizliği düşürme veya dış rekabeti arttırmadan ziyade sürdürülebilir bir tabanda enflasyonun kontrolünde

merkez bankasının ne yapabileceği ile ilgili politik tartışmalar üzerine odaklanma avantajı vardır(Jonas ve Mishkin,2003,s.4-5).

Geçiş ekonomilerinin enflasyon hedeflemesi ile tanışmak ve başarılı bir yönetim göstermek için yapacağı hazırlıklarla ilgili literatürde uzun bir gereksinimler listesi vardır. Bunlar(Jonas ve Mishkin,2003,s.5):

- Kuvvetli bir finansal pozisyon,
- Enflasyon ve para politikası araçları arasında iyi anlaşılacak bir aktarım mekanizması,
- İyi geliştirilmiş bir finansal sistem,
- Merkez bankasının bağımsızlığı ve fiyat istikrarı için açık bir emir,
- Makul ve iyi geliştirilmiş bir enflasyon tahmin sistemi,
- Enflasyondan ziyade diğer nominal çıpaların yokluğu,
- Şeffaf ve hesap verebilir bir para politikasıdır.

Ülkelerin bu gereksinimlerle karşılaşp karşılaşamayacaklarını söylemek mümkün değildir, önemli olan bu ön şartlarla karşılaşma derecesidir. Enflasyon hedeflemesini benimseyen Çek Cumhuriyeti, Macaristan ve Polonya bu gereksinimlerle enflasyon hedeflemesini uygun ve yararlı yapacak bir seviyede karşılaşmışlardır⁵³. Bu üç ülke de açıkça fiyat istikrarı izlenmesi konusunda bir merkez bankası bağımsızlığına sahiptir. Bazı durumlarda bu bağımsızlık ve fiyat istikrarı kararlılığı enflasyon hedeflemesinin başlangıcından önce güçlendirilmiştir. Aynı zamanda para politikası kararlarını daha şeffaf ve merkez bankalarını daha hesap verebilir yapan önemli ilerlemeler olmuştur. Bu üç ülkedeki finansal piyasalar enflasyon ve para politikası araçları arasında etkin bir aktarım mekanizmasına müsaade edecek şekilde nispeten olarak daha iyi gelişmiştir(Jonas ve Mishkin,2003,s.5).

3.3. Para Politikası Rejimlerinin Ayrıntılı bir Karşılaştırması

Birçok ülke nominal döviz kurlarını yurtiçi fiyat istikrarına ulaşmak için bir kontrol mekanizması vasıtasıyla iki boyutta istikrarlı ve düşük enflasyona sahip bir ülke

⁵³ Macaristan'ın enflasyon hedeflemesi için hazır olup olmadığı tartışmaları için Siklos ve Abel(2001)'e bakılabilir.

parasına sabitlemiştir. Birincisi, yabancı enflasyona göre yurtiçinin daha yüksek olması reel döviz kurunda bir değerlenmeyle sonuçlanır, yurtiçi mallara olan talep düşer ve yurtiçi fiyatlar üzerinde aşağı doğru bir baskı ortaya çıkaran dalgalanmalara neden olur. İkincisi, ücret ve fiyat belirleme kararları ücret ve fiyat artışlarının çok yüksek olacağı sonucunun beklenmesine neden olur ve yurtiçi enflasyonun ilk baştakinden daha yüksek olma ihtimali azalır. Döviz kurlarını bir çıpa paraya karşı hedefleyen ülkeler yabancı ülkenin para politikasının güvenilirliği için borç almaya teşebbüs ederler(Agenor,2000,s.20-21).

Döviz kuru hedeflemesinin enflasyonu ve enflasyon beklentilerini direkt olarak düşürme gücü ve zaman tutarsızlığı probleminden kaçınabilecek nominal bir çıpa ve otomatik kural ortaya koyması ve sadelik ve açıklık avantajlarına rağmen bu strateji oldukça problemli olabilmektedir. Döviz kuru hedeflemesiyle ilgili olağan eleştiri, maliyetli bir spekülâtif atak ihtimalinin artmasını yabancı ülkeden yurtiçi ekonomiye çıpa şoklarının aktarımının artmasını ve ülke içindeki düşüncelere tepki olarak bağımsız para politikasının kayba uğramasını kapsamaktadır. Ama gelişmekte olan ülkeler için döviz kuru hedeflemesini potansiyel olarak tehlikeli yapan iki önemli dezavantajı daha vardır; döviz kuru hedeflemesi ekonomiye tahribat verebilecek başarılı bir spekülâtif ataktan dolayı finansal krizlerin ortaya çıkma ihtimalini yükseltir ve yabancı döviz piyasasının yeterli büyüklükte olmamasının verdiği işaretten dolayı politika yapıcılarının hesap verilebilirliğini zayıflatabilir(Mishkin,1999,s.30).

Ama, son yıllarda yaşanan tecrübeler yüksek sermaye akışkanlığı ve istikrarsız sermaye hareketleri geleneksel olarak sabitlenen döviz kurlarının kırılğan olduğunu kanıtlamıştır. Daha önemlisi sadece döviz kuru sabitlemesi ülke içerisindeki güvenilirlik ve parasal istikrarın sürdürülmesi için bir ikame görevi görmez. Gerçekten son tecrübeler döviz kuru sabitlemesinin sadece güvenilir olduğu zaman sürdürülebilir olabileceği ve güvenilirliğin ülke içindeki makro ekonomik politikalar tarafından belirleneceğini ortaya koymuştur. Bu açıdan bakıldığında bir enflasyon hedeflemesi rejimi döviz kuru hedeflemesi yapısından daha iyi çalışabilir. Çoğu gelişmiş ülkede ülke parası merkez bankasının açık veya kapalı bir şekilde güvenilir olduğu anlaşılamayan döviz kuru amacına sahip olmasından dolayı saldırıya maruz kalmıştır. Enflasyon hedeflemesinin benimsenmesi serbest bir şekilde dalgalanan döviz kuru ve

makroekonomik istikrar için işaretler mevcut olursa daha istikrarlı bir paraya neden olabilir(Agenor,2000,s.21).

Bu dezavantajlarından dolayı sanayileşmiş ülkelerde döviz kuru hedeflemesi ile ilgili en büyük maliyet bağımsız bir para politikasının zararının yurtiçindeki düşünceler ile paylaşılmasıdır. Eğer bağımsızlık olursa ülke içindeki para politikası güvenilir bir şekilde yürütülebilir. Ama kendi para politikalarının başarılı ve yeterli bir şekilde yürütülmesi tüm sanayileşmiş ülkelerde görülmez, ya bağımsız bir merkez bankasının olmaması ya da para politikasında bir enflasyon önyargısına neden olan merkez bankası üzerindeki politik baskılardan dolayı. Bu durumlarda döviz oranı hedeflendiği zaman ülke içindeki para politikasının bağımsız bir şekilde kontrol edilmesiyle büyük bir kayıp olmayabilir ve çıpa ülkede önemli olabilen merkez bankasının iyi bir performans göstermesi sonucu belirlenen para politikasının döviz kuru hedefinden kazanç elde edilmemiş olabilir. Bu durum hemen hemen İtalya da olanı akla getirmektedir. İtalya halkının Avrupa da tüm bunlara Avrupa Parasal Birliği için en uygun olması rastlantı değildir(Mishkin,1999,s.30-31).

Sanayileşmiş ülkelerin döviz kuru hedefini niçin yararlı bulduğunun ikinci bir nedeni, yurtiçi ekonominin komşular ile entegrasyona teşvik edilmesi gibi başka bir amacı ortaya koymasıdır. Sanayileşmiş ülkeler için döviz kuru hedeflemesinin temel noktası, iyi bir parasal politika yapımına veya bir döviz kuru hedefinin diğer önemli faydalarını ortaya çıkarmaya yurtiçindeki parasal ve politik kurumlar olmaksızın istikrar amaçları için en iyi para politikası olmayabileceğidir(Mishkin,1999,s.31).

Gelişmekte olan ülkeler için olay ise, döviz kuru hedeflemesinin finansal katılığı ilerletebilmesinden dolayı oldukça problemlidir. Son zamanlarda Meksika ve Doğu Asya da gördüğümüz gibi döviz kuru hedeflemesi ekonomilerini harap eden finansal kriz felaketlerince takip edilmiştir. Ama özellikle politik ve sosyal kurumları zayıf olan ve bu nedenle hiperenflasyon dönemini yaşayan ülkelerde, döviz kuru hedeflemesi enflasyon psikolojisinin kırılması ve ekonominin istikrara kavuşması için tek yol olabilir. Bu durumda döviz kuru hedeflemesi son çare olarak görülen bir istikrar politikasıdır(Mishkin,1999,s.31).

Ancak zayıf ver şeffaf olmayan bir sorumluluk mekanizması ile döviz kuru hedeflemesi en iyi gelişmekte olan ülkelerde yapıldığı gibi felaket getirme ihtimali yüksektir. Eğer döviz kuru hedeflemesinin ekonominin istikrarı için uygun yol olduğuna inanılırsa kalkınmakta olan bir ülkenin en iyi yol olarak döviz kurunu sabitlemeyi taahhüt eden bir para kurulunu benimseme ihtimali yüksektir ve merkez bankasının otomatik hareketlerinden dolayı para politikası ile ilgili tam bir şeffaflık oluşur. Ama Mishkin(1998a) da tartışıldığı gibi bir para kurulu hala uygulanabilirlik için önemli kurumsal reformları gerektiren potansiyel olarak tehlikeli bir para politikası rejimidir(Mishkin,1999,s.31).

Burada tartışılan ikinci para politikası rejimi olan parasal hedeflemenin birkaç çekici özelliği vardır. Döviz kuru hedeflemesinin tersine parasal hedefleme, para politikasının yurtiçi düşünceler üzerine odaklanmasına izin veriyor, zaman tutarsızlığı probleminden kaçınmaya yardım edebilecek nominal bir çıpa sağlıyor ve hesapverilebilirliği arttırabilecek para politikasının duruşu hakkında anında işaretler gönderebilmektedir(Mishkin,1999,s.32).

Enflasyon hedeflemesi ara hedef değişkenlerini ve hedef seviyesinin nasıl saptandığını belirleyen bir hedef kuralı olarak tanımlanabilir. Bu hedef kuralının uygulanması örtülü içsel bir araç kuralı ortaya çıkarır. Enflasyon hedeflemesi hedef kurala ulaşmak için parasal otoritelerin uygun araç kuralını seçme yetkisine sahip olduğu ifade eden hedef kuralı için bir sorumluluk olarak yorumlanabilir(Svensson,1997a,s.24).

Parasal hedefleme fiyatlar genel seviyesi ve bir veya daha fazla parasal büyüklük arasında istikrarlı bir ilişkinin varlığını kabul etmektedir. Böyle olduğu zaman para politikası düşük enflasyonla uyum içinde ara amaç olarak parasal büyüklükte düzenli bir büyüme oranı ile doğrudan yönetilebilir. Spesifik olarak parasal hedefleme para talebini belirleyecek olan yeterli parametre bilgilerini gerektirir. Ama hızlı finansal serbestleşme altındaki bir ekonomide özellikle para talebinin faiz elastikiyeti gibi bu parametreler yüksek bir derecede istikrarsızlık gösterebilir. Bu gibi durumlarda parasal kesilmeler gelecekteki enflasyonun iyi bir tahmincisi olabilir; nihai amaç ve ara hedef arasındaki ilişki istikrarsız hale gelebilir. Benzer şekilde, bir enflasyonsuzluk durumunda para talebi öngörülemeyen ve geniş kaymalara maruz kalabilir; bir sonuç olarak, gelecekteki

enflasyon için parasal bilgiler çok düşük olacaktır. Argümanların ikisi de parasal büyüklüklerin potansiyel olarak riskli olabileceğini belirtmektedir. Ayrıca parasal hedeflemenin paranın büyüme hedefi çevresindeki değişkenlikleri minimize edeceği şeklinde bir görüş de mevcuttur. Sevenssor(1997b) de gösterildiği gibi bu politika hedefi enflasyon değişkenliklerinin minimize edilme amacı ile uyumsuzluk içerisinde olabilir; enflasyon istikrarı ve enflasyon hedefi çevresinde ve paranın büyüme istikrarı ve parasal hedef çevresinde sık sık uyumsuzluk görülmektedir. Gerçekten parasal hedefleme enflasyon hedeflemesinden ziyade enflasyon değişkenliklerinin daha büyük olacağını belirtmektedir. Faiz oranlarındaki daha yüksek değişiklik aynı zamanda çıktıdaki değişikliklerin de artmasına neden olur(Agenor,2000,s.19-20).

Enflasyon hedeflemesi buradaki en yeni para politikası rejimidir, son yıllarda popülerlik kazanmıştır ve birçok önemli güce sahiptir. Enflasyon hedeflemesi parasal hedeflemede olduğu gibi para politikasının yurtiçi düşünceler üzerine odaklanmasına imkan verir ama hızlı şok problemlerle karşılaşılmasına imkan vermez. Yüksek şeffaflık derecesi kolayca anlaşılır, para politikasının yürütülmesinde esnekliğe ve takdir yetkisine müsaade eder ama enflasyon hedeflemesi merkez bankasının hesapverilebilirliğini artırır ve zaman tutarsızlığı problemi iyileşir ve halkın tartışmalarının uzun dönemde para politikasının ne olacağı konusuna kaymasına yardım eder ve politik baskıların azalmasına yardımcı olur(Mishkin,1999,s.33).

Estrella ve Mishkin(1996) de gösterildiği gibi para arzı ve fiyatlar arasındaki bağın çarpıklıklarından dolayı birkaç sanayileşmiş ülke parasal hedeflerini terk ettikten sonra enflasyon hedeflemesini benimsemişlerdir⁵⁴. Ama bazı araştırmacılar fiyatlar ve parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin gelişmiş ülkelerde zayıf olduğunu tartışmasına rağmen bu konuyla ilgili sistematik resmi kanıtlar özellikle 1990'ların sonunda son derece sınırlı kalmıştır ve farklı açıklamalara dayanmıştır(Agenor,2000,s.20).

Ama enflasyon hedeflemesi problemsiz değildir. Döviz kuru hedeflemesi ve parasal hedeflemedekinin tersine enflasyon para otoritelerince kolay bir şekilde kontrol edilemez. Bu durumun enflasyonu öncelikle yüksek seviyeden aşağı düşürmeye çalışan

⁵⁴ Uygulamada enflasyon ve hedef büyüklük arasındaki ve parasal büyüklük hedefi ve faiz oranları arasındaki ilişkideki öngörülmezlik ve istikrarsızlık bu ülkelerin parasal hedeflemeye yönelmelerine neden olmuştur.

ve bu yüzden enflasyon tahmininde büyük hatalarla karşılaşma ihtimali yüksek olan özellikle gelişmekte olan ülkeler için birkaç önemli problemi olabilir. Enflasyondan dolayı sıkı hedeflerin önerilmesi sadece enflasyonsuzlukta bazı başarılar olduktan sonra önemli bir aşama olabilir. Bu strateji Eylül 1990 da enflasyon hedeflemesinin zayıf bir şeklini benimseyen Şili tarafından tam olarak tahrip edilmiştir. Başlangıçta sıkı hedeflerden ziyade enflasyon hedefleri ilan edilmiş ve resmi enflasyon projeleri olarak açıklaması yapılmıştır. Ama zaman içerisinde enflasyon düşmüştür, bu yöntem değişmiştir ve enflasyon hedefleri sıkı hedefler olarak merkez bankası ve piyasalar tarafından görülmeye başlanmıştır. Enflasyon hareketleri üzerinde bazı başarılarla ulaşılmış ve sonraya kadar hedeflerin setleşmesini beklemek aynı zamanda sanayileşmiş ülkelerde yapılan enflasyon hedeflemesi ile de tutarlıdır. Her durumda, enflasyon hedeflemesi önceden ulaşılan enflasyonsuzluk sonrasına kadar yerine getirilememiştir(Mishkin,1999,s.34).

Enflasyon hedeflemesinin genel avantajlarına rağmen hem parasal otoritelerce yerine getirilmesi ve hem de halk tarafından kontrol edilmesine dair karşılaştığı bazı ciddi problemler de vardır. Enflasyonun eksik kontrol edilmesinden dolayı yerine getirilmesi zorluklar içermektedir. Enflasyon uzun ve değişken gecikmelerle para politikası araçlarındaki değişikliklere tepki gösterdiğinden ve para politikasının yanı sıra diğer faktörlerden de etkilendiğinden kontrolü zordur. Bu problemlerden kaçınmak için enflasyon hedeflemesi bir enflasyon tahmini hedeflemesi gibi yerine getirilebilir. Bu durumda parasal otoritelerin enflasyon tahminleri örtülü bir ara hedef olarak düşünülebilir(Svensson,1996,s.26).

Enflasyon hedeflemesi ile ilgili bir başka potansiyel problem para politikasındaki uzun gecikmelerden kaynaklanır ve enflasyon sonuçları sadece önemli bir gecikmeden sonra ortaya çıkar. Böylece enflasyon hedeflemesi para politikasının durumu hakkında hem halka hem de piyasalara anında işaret vermez. Ama para ve enflasyon arasındaki ilişkinin istikrarsız olmasından dolayı parasal büyüklükler tarafından sağlanan işaretlerin çok kuvvetli olma ihtimali yokken, döviz kuru hedeflerinin genişleyici para politikasının yerli yerinde olabileceği ile ilgili yabancı döviz piyasasının işaret verebilme gücünü ortadan kaldırdığını gördük. Parasal büyüklükler için “referans değerlere” ilaveten merkez bankasının ilan edilen stratejisi

aynı zamanda sayısal olarak açık bir enflasyon hedefini de(bir yıldan diğerine %2'nin altında artacağını) içermektedir(Mishkin,1999,s.34).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin enflasyonun kontrolü ile ilgili diğer yaklaşımlara göre temel özelliklerinden birisi geçmiş veya şimdiki enflasyondan ziyade gelecekteki enflasyonun sistematik bir değerlendirmesine dayanan politika araçlarını ayarlamasıdır. Bu rejim altında merkez bankası açık bir şekilde bir enflasyon hedefi belirlemeli ve bu hedefe ulaşmak için bir mekanizma oluşturmalıdır. Bu durum parasal hedefleme, döviz kuru hedeflemesi veya diğerleriyle bir enflasyon hedeflemesi arasındaki önemli bir operasyonel farklılığı ortaya koymaktadır⁵⁵. Para politikası araçlarındaki değişiklikler genellikle para arzını ve döviz kurunu enflasyonun kendisinden daha hızlı etkiler. Bir enflasyon hedeflemesi rejiminin güvenilirliği parasal veya döviz kuru hedeflemesinde olduğu gibi gelecekteki enflasyon hedefi için verilen sözlerin güvenilirliğinden ziyade gelecekteki enflasyonun bir göstergesi olarak açıkça fark edilebilir bir ara hedefe bağlı değildir. Bu durum halkın merkez bankasının fiyat istikrarı amacından kararlı bir şekilde ayrılmayacağına inanıp inanmamasına bağlıdır. Parasal otoritelerin güvenilirliği ve şöhreti enflasyon hedeflemesi altında enflasyon beklentilerinin bastırılmasında bile çok önemli bir rol oynayabilir. Aynı zamanda performans sadece geçmişte gözlemlenebildiği için, şeffaflık ve hesap verilebilirliğe olan gereksinim enflasyon hedeflemesi altında daha kuvvetli hale gelir ve halkın para politikasının duruşunu değerlendirmesine ve hedeften sapmaların politik hatalardan mı öngörülemeyen şoklardan mı olduğunu belirlemelerine yardım eder(Agenor,2000,s.21-22).

Enflasyon hedeflemesi uygulayan ülkelerin performansı oldukça iyidir ve düşük enflasyon oranlarının sürdürülmesine ve enflasyonsuzluktan sonra ekonomik büyüme ikliminin gelişmesine imkân verir. Ama enflasyon hedeflemesi genel çare değildir. Enflasyon hedeflemesi, ülkelerin maliyet olmaksızın kendi sistemlerinden enflasyonu elimine etmelerine imkân verecek gibi görünmektedir ve anti-enflasyon kredibilitesine bir enflasyon hedefi benimsenmesinin üzerine hemen ulaşamaz. Kanıtlar, enflasyon

⁵⁵ Temel ilişkiler değişirse, parasal hedeflerden geçici sapmalar mevcutken parasal hedefleme ve döviz kuru hedeflemesi arasında önemli bir farklılık vardır, genellikle bir döviz kuru sabitlemesi veya bir hedef bandından muhtemel bir döviz krizi ve bir güvenilirlik kaybı olmaksızın geçici olarak ayrılmak mümkün değildir.

hedeflemesi uygulayan merkez bankalarının kredibilite kazanması için tek yol olarak katı bir yol öneriyorlar; onu kazanmak zorundadırlar(Mishkin,1999,s.35).

Parasal otorite enflasyon hedeflemesini sadece kontrol gecikmesi enflasyon hedefine eşit olacak şekilde uygun bir ufuk için enflasyon tahmini oluşturulması gibi bir aracı belirleyerek yerine getirebilir. En iyi parasal otorite enflasyon tahminini enflasyon hedefinden sapmaları minimize edecek enflasyon hedefine eşit yapabilir. Dengesizlik probleminin kaçınmanın bir başka yolu Woodford(1994) de vurgulandığı gibi ara hedef parasal otoritenin enflasyonun temel belirleyicileri, ekonominin mevcut durumu ve araçlardan oluşan kendi tahmini olmalıdır ve dışarıdaki gözlemcilerin tahminlerinde bir konsensus olmamalıdır. Özellikle merkez bankası şimdiki araçlardan tahminlerin nasıl etkilendiğiyle ilgili bir görüşe sahip olmalıdır(Svensson,1996,s.26).

Parasal otorite enflasyon tahminlerinin detaylarını açıkladığı zaman oluşan uygun ortamda halk parasal otoritenin enflasyon tahminlerini inceleyerek ve gözlemleyerek enflasyon hedeflemesini kontrol edebilir ve değerlendirmesini yapabilir. Halk özellikle parasal otorite tahmin sırlarını belirli bir boyutta korursa bu amaç için diğer tahmincilerin enflasyon tahminlerini de kullanabilir. Tahminlerin ve analizlerin kalitesi hakkında dışarıdaki profesyonel veya akademik tahminciler ve parasal otorite arasında sağlıklı bir rekabetin ortaya çıkması muhtemeldir. Enflasyon tahminlerinin oluşturulması zor olmasına ve çaba gerektirmesine rağmen tahmin ve para politikası kararlarıyla ilgili birkaç önemli nokta vardır. Eğer tahmin hedefin yakınlarında olursa para politikası uygundur. Eğer tahmin hedefin üstünde(altında) olursa para politikası sıkılaştırılmalı(gevşetilmeli)dir. Bu durum parasal otoritenin halk ile olan iletişimini, halkın para politikasını anlamasını ve para politikasının tahmin edilebilirliğini ilerletebilir(Svensson,1996,s.26-27).

Enflasyon hedeflemesi ile ilgili bir diğer potansiyel eleştiri enflasyonun aşırı çıktı dalgalanmalarına neden olabileceği üzerinde çok fazla durmasıdır. Bu nedenle birkaç ekonomist merkez bankasının enflasyon yerine nominal gelirin büyüme oranını hedeflemesini önermişlerdir.⁵⁶ Enflasyona göre nominal gelirin büyümesinin politika yapımı sürecinde çıktı ve fiyat ağırlıklı bazı avantajlara sahiptir. Hall ve Mankiw(1993)

⁵⁶ Taylor(1985); Hall ve Mankiw(1994).

de ortaya konmasına rağmen nominal gelirin hedefinin toplumsal olarak optimal olmasında çıktı büyümesi ve zımni enflasyonun birebir ağırlıklı olduğu ile ilgili bir neden yoktur. Bir nominal gelirin hedefi ile otomatik olarak merkez bankasının enflasyon hedefindeki bir artışı ima edecek reel çıktının büyüme projesindeki bir düşme, otomatik olarak daha kolay bir para politikası ortaya çıkaracağından stabilizasyon eğilimli olacaktır. Cecchetti(1995), enflasyonun kontrolünde ve tahminindeki zorluklardan dolayı enflasyon hedeflemesinden ziyade daha iyi bir ekonomik performans ortaya koyabilecek olan istikrarlı nominal gelir büyümesiyle yönetilen politikaları ortaya koymuştur(Mishkin,1999,s.36).

Nominal gelir hedeflemesi enflasyon hedeflemesindeki hayallere kapalıdır ve uygun bir alternatif ortaya koyabilir. Ama enflasyon hedeflemesinin nominal gelir hedeflemesinden daha çok avantaja sahip olduğuna inanmamız için dört neden vardır. Birincisi, bir nominal gelir hedefi merkez bankasının veya hükümeti potansiyel gelir büyümesi için bir rakam ilan etmeye zorlar. Bu şekilde bir ilanın potansiyel gelir büyümesinin tahminlerinin açık olmaktan uzak olması ve zaman içinde değişmesinden dolayı büyük problemleri olabilmektedir. Potansiyel gelir büyümesi için spesifik bir rakamın ilan edilmesi politika yapıcılarının yapamayabilecekleri ile ilgili bir kesinliği gösterir ve aynı zamanda halk potansiyel gelir büyümesi için sabit bir hedefin tahminine hatalı bir şekilde inanırlar. Potansiyel gelir büyümesi için bir rakamın ilan edilmesinin politik dinamit olma ihtimali yüksektir çünkü halkın, büyüme oranını çok düşük olarak hesaba katmasını isteyen politika yapıcılarını eleştirilere açık hale getirir. Gerçekten bir nominal gelir hedefi düşük bir enflasyon oranının yüksek bir büyüme ile birlikte sağlıklı bir ekonomiyi ortaya çıkarmasından dolayı tersi doğru olduğu zaman hedefleme rejiminin veya merkez bankasının anti büyümeci olduğu şeklinde suçlanmasına neden olabilir. Ayrıca potansiyel gelir büyümesi için tahmin çok yüksek olur ve halkın kafasında bir hedef olarak yerleşirse, Baro ve Gorden(1983) modelinde açıklandığı gibi pozitif bir enflasyon önyargısına neden olabilir(Mishkin,1999,s.36).

İkincisi, fiyatlar hakkındaki bilgiler nominal gelir verilerinden daha sık ve zamanında rapor edilir(bir hedef olarak nominal gelirin teorik çekiciliğini dengeleyen pratik bir düşünce). Nominal gelir ile ilgili bilgilerin toplanması aynı zamanda geliştirilebilmesine rağmen nominal gelirin ölçülmesi şimdiki fiyatlar kadar şimdiki miktarlarla ilgili verileri de gerektirir ve böylece belki de başarıya tam zamanında

ulaşmak daha zor olabilecektir. Üçüncüsü, tüketici fiyatlarındaki enflasyonla ilgili genel düşünce halk tarafından reel gelir ile kolayca birbirine karıştırılabilen nominal gelir kavramından daha iyi anlaşılabilir olmasıdır. Sonuç olarak halk ile iletişim ve hesap verebilirlik bir enflasyon kullanılarak nominal gelir büyüme hedefinden ziyade daha iyi bir şekilde ortaya konabilmesi daha muhtemel gözükmeaktadır. Önemli bir sayıda merkez bankası enflasyon hedeflemesini benimserken bir nominal gelir hedefini ciddi bir şekilde benimsemeyi hesaba katacak hiçbir bilğimiz yoktur(Mishkin,1999,s.36).

Sonuç olarak yukarıda tartıştığımız gibi enflasyon hedeflemesi kısa dönemde politika için pratik uygun esnekliğe müsaade etmektedir. Böylece pratikte enflasyon hedeflemesi şüpheli olmaktadır, nominal gelir hedeflemesi kısa dönemli istikrara ulaşmada enflasyon hedeflemesinden daha etkili olabilmektedir ve nominal gelir hedeflemesi temeline dayalı para politikası taktiklerinin unsurları bir enflasyon hedeflemesi rejimi içine kolay bir şekilde inşa edilebilmektedir. Bu yüzden enflasyon hedeflemesi hemen hemen nominal gelir hedeflemesinin tüm faydalarına sahiptir ama nominal gelir potansiyel bir gelir büyüme politikasının ilan edilmesini gerektirdiğinden politik karışıklıklar veya nominal gelirin ne olduğu hakkındaki potansiyel karışıklıklar sonucu ortaya çıkan nominal gelirin ile ilgili problemler kötüye gitmez(Mishkin,1999,s.37).

Küçük ölçekli yapısal bir ekonomik modeli ve kısa vadeli tek değişkenli tahmin modellerini içeren ve para politikasının karar sürecini destekleyen modellerin belirlenmesinde oluşan enflasyon hedeflemesinin operasyonel yapısı, enflasyon ve büyümeyi içeren birçok makro ekonomik değişkenin piyasa beklentilerinin gözlemlenmesiyle tamamlanmıştır. Ekonometrik model, nominal faiz oranlarındaki değişikliklerin doğrudan bir etkisi ve döviz kuru üzerindeki nominal faiz oranlarındaki değişikliklerin etkilerinin neden olduğu nispi fiyatlardaki dolaylı bir etki ile para politikasının toplam talep kanalı üzerine odaklanır(Agenor,2000,s.45).

Enflasyon hedeflemesi yapısı özellikle sadece tek bir hedefi içerecek şekilde açıklandığı zaman kolay bir şekilde kontrol edilir ve yerine getirilir. Çıktı ve istihdam dengesi gibi ilave hedeflerle enflasyon hedeflemesi biraz daha karmaşık bir hal almaktadır. Enflasyon hedeflemesi sabit bir uzun dönem enflasyon hedefinin ilan edilen sabit enflasyon hedefine eşit olması şeklinde ve önceden saptanan bir yıllık enflasyon

tahmini ve uzun dönem enflasyon hedefinin ortalamasından oluşan esnek bir kısa dönem enflasyon hedefi olarak açıklanabilir. Farklı olarak, çıktı değişkenliklerinin azalmasını istemek enflasyon hedefinin uzun dönem hedefe doğru yavaş yavaş ayarlanmasını gerektirir. Böylece enflasyon hedeflemesinin tamamlanması ve kontrol edilmesi bir parça daha karmaşık bir hale gelir(Svensson,1996,s.27).

Enflasyon tahminini enflasyon hedefine eşit yapacak araçların belirlenmesi araç için reaksiyon fonksiyonunu doğrudan belirleyen bir araç kuralından farklı olarak hedef kuralının bir örneğidir. Hedef kuralı hedefe ulaşmak gibi doğası gereği daha az karmaşık ve daha fazla istikrarlı olan ve bu nedenle tanımlanması, kontrolü ve doğrulanması daha kolay olan gerekli şeylere odaklandığından daha etkili bir düzenleme olabilir. Ancak uygun makroekonomik modellerle ilgili bilgi eksikliği ve uyumsuzluklar sonucu araç kurallarını sadece hedef kurallarının altında bırakmakla kalmaz aynı zamanda burada önerilen hedef kuralının hem yerine getirilmesini ve hem de kontrolünü daha da zorlaştırabilir. Model hakkındaki eksik bilgi kesinlikle para politikası için genel bir problem ortaya çıkarmaktadır. Ama enflasyon hedeflemesi özellikle parasal otorite model ve analizlerinin detayını halka açıklamaya karar verir veya açıklamak zorunda kalırsa enflasyonun kontrolü ve ekonominin anlaşılmasında parasal otoriteler için oldukça kuvvetli güdüler sağlamaktadır (Svensson,1996,s.27).

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE DE PARASAL HEDEFLEME VE FİYAT İSTİKRARI

4.1. Türkiye’de Para Politikaları ve Enflasyonun Önlenemeyen Yükselişi

1973 petrol krizi sonrasında, para politikalarının önemi artmış ve parasal istikrar politikalarının etkinliğini savunan Monetarist görüşler kabul görmeye başlamıştır. 1980’lerin başına kadar olan dönemde, gelişmiş ülkelerde enflasyonla mücadele ve fiyat istikrarının ön plana çıkması ve bu konu ile ilgili çalışmaların ve uygulamaların yoğunlaşmasının aksine, Türkiye ekonomisinde kamu açıklarının merkez bankası kaynaklarından karşılanmasından dolayı enflasyondaki artışların hızlandığı göze çarpmaktadır. Türkiye, 1970’lerden beri süregelen bir yüksek enflasyon süreci yaşamıştır. Uygulanan çeşitli istikrar politikaları sadece geçici çareler olmuş ve enflasyon ekonomi için öncelikli sorun olmaya devam etmiştir.

Türkiye’de 1970’lerin sonundan yakın dönemlere kadar devam eden yüksek enflasyon oranlarının nedenlerini şöyle sıralayabiliriz(Kibritçioğlu,2001,s.43-44);

- Kamu sektörünün yüksek seviyedeki bütçe açıkları,
- Kamu sektörünün bütçe açıklarının monetizasyonu,
- Güneydoğu Anadolu Projesi gibi çeşitli hükümet yatırımları için gerekli altyapını yüksek seviyelerde olması,
- Jeopolitik nedenlerle birlikte askeri harcamaların yüksek olması,
- Her genel seçim öncesi uygulanan populist politikalardan dolayı enflasyonist baskıya neden olan politik istikrarsızlık,
- Ekonomik ajanların sürekli enflasyonist beklentilerin içerisinde olması,
- İthalat girdilerinin fiyatlarındaki artış yoluyla döviz kurlarındaki değişikliklerin enflasyonist etkileri,
- Özellikle ham petrol gibi önemli ithalat girdilerinin dünya fiyatlarındaki artışlar,
- Ülkedeki özel sektör tarafından girdi olarak kullanılan kamu sektörü üretimlerinin düzenlenmiş fiyatlarındaki artışlar,

- Faiz oranlarındaki artış sonucu ortaya çıkan dışlama etkisi ve kamu sektörünün yurtiçi sermaye piyasalarından borçlanmaya başlaması.

4.1.1. 1980–1985 Dönemi

1979-1983 yıllarını kapsayan dördüncü plan döneminin ilk iki yılında enflasyon kontrolden çıkmış, 24 Ocak 1980’de yürürlüğe konan istikrar tedbirlerine rağmen ekonomi tarihimizde ilk kez 1946’da %104 olan üç rakamlı enflasyon 1980’de %107 olmuştur. 1980-1983 yılları arasında yürürlüğe konan ve IMF ile imzalanan stand-by anlaşması çerçevesinde belirlenen önlemlerin başlıca şöyledir(Tokgöz,1999,s.171-175);

- Para arzının kısılması ve serbest faize geçilmesi,
- Türk Lirasının yüksek oranda devalüe edilmesi,
- Kamu harcamalarının kısılması, bütçe açığının küçültülmesi,
- KİT ürünlerine açıklarını kapatmaları için zam yapma yetkisinin verilmesi,
- Sübvansiyonların asgariye indirilmesi ve fiyat kontrollerinin azaltılması,
- Esnek kur, günlük döviz kuru uygulamasına geçilmesi,
- Yabancı sermaye girişini hızlandıracak önlemlerin alınması.

Temmuz 1980’de mevduat faiz oranları serbest bırakılmıştır. Konjonktürü izleyen bir kur politikasıyla birlikte uygulanacak olan pozitif reel faiz politikasının, bir yandan para talebini yükselterek fiyat istikrarının sağlanmasına yardımcı olması, diğer yandan da kaynak dağılımındaki düzensizlikleri gidererek ekonomik büyümeye katkıda bulunması düşünülmüştür. Reel faiz oranları 1981’de pozitif düzeye çıkarken, büyük bankaların faiz oranlarını reel pozitif alanda tutma konusundaki isteksiz davranışlarından dolayı mevduat faiz oranlarını belirleme yetkisi TCMB’ye verilmiştir(Kesriyeli,1997,s.4-5).

24 Ocak 1980 kararlarında kadar, kontrollü ve katlı kur politikası uygulayan Türkiye, bu tarihte aldığı kararlar çerçevesinde, “daha gerçekçi ve esnek” bir kur rejimine geçmeye karar vermiştir. Bu kapsamda, TL, yabancı paralar karşısında yaklaşık olarak yüzde 50 civarında devalüe edilmiş ve kimyasal gübre ithalatı dışında

katlı kur uygulamaları kaldırılmıştır. Ayrıca, ihracatçılara tanınan döviz tahsis uygulaması hammadde ve ara malı ithalatçılarına da tanınmıştır. 1984 yılında kur rejiminde çok önemli bir değişiklik yapılarak yerleşiklere, ticari faaliyetler karşılığında edinilmiş dövizlerin bankalarda mevduat olarak tutulması imkânı getirilmiştir(İnan,2002,s.3).

1980–1982 yıllarında, kamu kesimi finansman ihtiyacının istikrar programında öngörüldüğü şekilde azaltılmasına bağlı olarak, rezerv para artışı hedeflenen düzeylerde tutulabilmiştir. Bu yıllarda parasal genişlemenin kontrol edilmesi ve para talebinin artırılması şeklinde uygulanan para politikası fiyat artışlarının yavaşlamasına katkıda bulunmuştur. 1983 de ise, para ve maliye politikalarının gevşetilmesine bağlı olarak enflasyon hızının gerileme eğilimi tersine dönmüştür. 1984’te, ödemeler dengesini iyileştirmek ve enflasyon hızını yavaşlatmak amacıyla yürürlüğe konulan ekonomik program uyarınca sıkı para politikası uygulamaya çalışılmış ve nominal faiz oranları önemli ölçüde yükselmiştir. Yine 1984 yılında para arzının hızını yavaşlatmak üzere, Merkez Bankası’nın verdiği reeskont kredileri durdurulmuş, disponibilite oranı %10’dan %15’e yükseltilmiş, zorunlu karşılıkların yatırılmayan kısmına uygulanan cezai faiz oranları artırılmıştır. 1985’te Merkez bankasının para arzını kontrolü, doğrudan rezerv paranın, dolaylı olarak da rezerv para çarpanının etkilenmesine dayanmaktadır(Kesriyeli,1997,s.7-8).

4.1.2. 1986–1990 Dönemi

Para politikalarının uygulanması açısından 1986 yılı önemli bir dönemin başlangıcı olmuştur. 1986 yılı öncesinde para politikası; özel kesim ve kamu kesiminin portföy yapılarına doğrudan müdahale yapılarak, özel sektörün kredi taleplerini ve devletin borçlanma taleplerini kontrol etmeye yönelik olarak uygulanmaktaydı. Bunun yanında kamu finansman gereğinin merkez bankası kaynaklarından karşılanması, para politikasını bütçe politikasına bağımlı kılmaktaydı. Özel kesimin kredi talepleri ticari bankalarca karşılanmaktaydı, faizler esnek değildi ve öncelikli kredi talepleri de otomatik reeskont sistemiyle karşılanmaktaydı ve bu yapıda para arzının artışı büyük ölçüde toplam kredi talebine bağlı kalmaktaydı.

1986'dan sonra merkez bankası hem para arzının kontrolüne hem de faiz politikasının etkinliğini arttırmak amacıyla bankaların toplam rezervlerinin kontrolüne yönelmiştir. Merkez bankası bünyesinde bankalar arası piyasaların kurulmasıyla beraber birçok kurumsal düzenleme yapılmıştır. Merkez bankası bilançosu büyüklüğünün parasal gelişmeler üzerindeki etkisi dikkate alınarak para politikası uygulaması, bu büyüklüğün kontrol altına alınmasına yönelik olarak şekillenmiştir. Kamu finansman açıklarının otomatik olarak merkez bankasına yansımaması için ilk adım olarak Mayıs 1985'te Hazine'nin ihaleli bono ve tahvil satışı sistemine geçilmiştir.

- Nisan 1985'ten itibaren aylık yerine haftalık karşılık uygulamasına geçilmiş ve tesis etme süreci dört haftadan iki haftaya indirilmiştir,
- 1 Ocak 1986 da yürürlüğe giren tebliğ ile mevduat bankalarının Merkez Bankası'nda bulundurdıkları munzam karşılıklara faiz verilmesi durdurulmuştur,
- 1 Mart 1986 tarihli tebliğ ile munzam karşılık oranı % 15'e düşürülmüş ve böylece Merkez Bankası bilançosundaki hareketler yoluyla para arzının kontrolü daha da kolaylaşmıştır(Kesriyeli,1997,s.10).

Bu önlemlerle mevduat bankaları rezervlerinin yakından izlenmeleri sağlanmış, böylelikle bu rezervlerin açık piyasa işlemleri ile yönetilmesi için ilk adım atılmıştır. Öte yandan Merkez Bankası reeskont politikasını orta vadeli reeskont kredileri ile sınırlandırarak otomatik rezerv sağlama olanağını ortadan kaldırmıştır. Ve Nisan 1986'dan itibaren İnterbank-Bankalararası para piyasası uygulamaya konulmuştur(Kesriyeli,1997,s.10).

Yıllık programdaki hedefler ve yeni para politikası çerçevesinde para arzı ve diğer parasal büyüklüklerin 1986 yılı içerisindeki gelişimini tahmin etmek amacıyla bir parasal program hazırlanmıştır. Bu parasal program altında, yıllık programın öngördüğü enflasyon ve büyüme hedefleri ile tutarlı olan M2 para arzı artışı belirlenmiş ve bu artış ile reel faiz, reel kur gibi bir dizi makroekonomik değişkenle ilişkilendirilmiştir. Programlanan M2 ve diğer parasal büyüklüklerdeki gelişmelere uyumlu rezerv para artışı Merkez Bankası bilançosunun aktif kalemleri olan kamu kesimine krediler, bankacılık kesimine krediler ve net dış varlıklardaki artışlar arasında paylaştırılmıştır. Bu paylaşım sırasında bankacılık kesimine verilecek krediler ve net dış varlıklardaki

olası gelişmeler planlanmış ve geriye kalan bölüm kamu kesimine verilecek kredilerin üst sınırı olarak belirlenmiştir. Kısaca, 1986 yılı parasal programı belli bir M2 artışı hedef olarak alındığında bunu gerçekleştirecek rezerv para artışının ve dolayısıyla da Merkez Bankası iç ve dış varlıklarının programlanmasına dayanmıştır(Kesriyeli,1997,s.11).

1986'da mali piyasalarda görülen önemli gelişmeler ise şöyledir;

- 2 Nisan 1986'da bankalararası para piyasası kurulması,
- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) açılması,
- Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)'nın izniyle piyasaya kazandırılan kısa vadeli araçlarla mali araçların çeşitlendirilmesi.

Bankalararası para piyasasının kurulması Merkez Bankası'na parasal gelişmeleri yakından izleme olanağı sağlamıştır. İMKB'nin açılmasının da etkisiyle ikincil piyasalarda işlem hacmi belirgin bir artış göstermiştir. Bütün bunlar ve mali araçların çeşitlenmesi, Merkez Bankası'nın açık piyasa işlemlerine geçebilmesine ve para politikasının daha etkin yürütülmesine yardımcı olacak gelişmelerdir. 1987 yılı, Merkez Bankası'nın klasik anlamda merkez bankacılığı işlemini yerine getirebilmesini sağlamak ve banka sistemlerinin toplam rezervlerinin kontrolüne dayalı para politikası uygulamasına geçişi hızlandırmak amacıyla kurumsal düzenlemelere hız verildiği yıl olmuştur(Kesriyeli,1997,s.2-13).

1987 yılına girilirken mevduat faizleri azaltılmıştır. Aynı yılın seçim yılı olması, kamu açıklarının 1985-1986 yılında ulaşılan makul düzeylerinin çok üstüne çıkması ve nihayet kamu borçlanma senetlerinin faiz oranlarının düşürülmesinin de etkisiyle yılsonunda finansal piyasalar spekülatif bir dalganın altında kalmış ve Şubat 1988 kararlarına gelinmiştir. Şubat 1988 kararlarının iki ana ögesi vardır. Birincisi mevduat faizleri, munzam karşılık ve disponibilite oranlarının yükseltilmesidir. Paralel bir gelişme de kamu borçlanma senetlerinin faizlerinin yükseltilmesidir. Diğerisi ise, özellikle vergi iadesinden yararlanan ihracatçıların kazandırdıkları dövizleri bankalara satma sürelerini kısaltmaya yönelik tedbirlerdir. Kısaca Şubat kararları para ikamesini tersine çevirerek merkez bankasına döviz akışını hızlandırmaya yöneliktir. Bu kararların

sonucu olarak merkez bankasının likit döviz varlıkları artmaya başlamıştır(Önder, Türel ve Ekinci,1993,s.103-194).

1988 yılına gelindiğinde gerekli seçici yatırımları sağlayamayan ve iç talebi kısımaya yönelik olan uygulamalar ülkeyi resesyona sürüklemiş ancak enflasyonu düşürememiştir(Usta,2003,s.44). Eylül 1988'den itibaren finansal piyasalarda yeni bir spekülâtif dalga başlamıştır. Merkez Bankası'nın müdahalesiyle Türkiye'de sekiz yıllık reel devalüasyon trendi iki yıllık bir süre için tersine çevrilmiştir. Bu gelişmeler iki açıdan farklıdır. Birincisi merkez bankası nezdinde kurulan bankalar arası döviz piyasası çalışır durumdadır. Dolayısıyla merkez bankasının piyasaya doğrudan müdahale yapabilmesi kurumsal olarak olanaklıdır ve biriken likit döviz varlıkları nedeniyle de müdahale edebilecek durumdadır. İkinci olarak ise, müdahale gününden birkaç gün önce mevduat faizleri serbest bırakılmış bir hafta içinde bütün vadelerde ortalama 20 puan artmıştır(Önder, Türel ve Ekinci,1993,s.194).

1989 yılındaki en önemli gelişme TL'nin konvertibl hale gelmesi ve sermaye hareketlerinin serbestleştirilmesidir. Bu yolla Türkiye'ye büyük oranlarda sermaye girişi olmuş ve TCMB rezervlerinde artışlar yaratmıştır. Ancak sermaye girişleri TCMB'nin faizler ve kur üzerindeki kontrolünü zayıflatmış ve TL değerlenmeye başlamıştır.(Usta,2003,s.45). 1989 yılı sonlarına kadar merkez bankası kredileri bir para politikası aracı olarak değil, kalkınmanın finansmanı amacıyla selektif kredi politikasının bir aracı olarak kullanılmıştır. 1989 Ekim de alınan bir kararla merkez bankasının orta ve uzun vadeli kredi açma uygulamasına son verilmiştir. Buna göre merkez bankası reeskont olanaklar, bankacılık kesiminin likiditesini ayarlamak amacıyla açılan kısa vadeli kredilerle sınırlandırılmıştır. Bu nedenle reeskont kredileri selektif kredi politikası aracı olmaktan çıkartılarak sadece para politikasının yürütülmesi amacıyla kullanılacak bir araç haline gelmiştir.

11 Ağustos 1989'da "Türk Parası Kıymetini Koruma hakkındaki 32 Sayılı Karar" resmi gazetede yayımlanarak yürürlüğe girmiştir. Bu karar 1980'li yılların başından itibaren yürütülen kambiyo rejimini liberalleştirme çalışmalarının önemli bir adımını oluşturmaktadır. Türk lirasının konvertibl bir para durumuna getirmeyi amaçlayan 32 sayılı karar kambiyo düzenlemelerinin içerdiği kısıtlamaları büyük ölçüde yumuşatmıştır(Kesriyeli,1997,s.20).

4.1.3. 1990–1995 Dönemi

TCMB 1990 yılında bilanço büyüklüklerinin hedeflemesine yönelik bir para programı hazırlamış, hükümetin etkin maliye politikalarının etkisiyle enflasyon oranı %63,6'ya kadar gerilemiştir. 1991 yılında Körfez Savaşı'nın etkisi ile bir para programı uygulamaya konulamamış, fiyat istikrarından ziyade finansal piyasalarda istikrar sağlanılmasına çalışılmıştır. 1992 yılında bir para programı açıklanmasına rağmen, bütçe açıklarının kontrol edilememesi ve bu açıkların önemli bir kısmının TCMB'den kısa vadeli avans imkânı ile finansmanı sonucunda kamu sektörü kredilerindeki artışlardan ötürü program uygulanamamıştır. 1993 yılında Körfez Savaşı'nın etkileri ve kamu borçlanma gereğinin sürmesi nedeni ile yine bir para politikası ilan edilememiştir. Özellikle 1989-1993 döneminde bütçe açıklarının kontrol altına alınamaması ve bu açıkların yoğun iç borçlanma ile finansmanı sonucunda faizler yüksek seyretmiş bu da ülkeye yoğun sıcak para girişlerine neden olmuş bu da TL'nin aşırı değerlenmesine yol açmıştır. Bir anlamda spekülâtif nitelikli kazançların önceliğine dayalı büyüme süreci 1993'ün sonunda başlayan güven bunalımı ile ülkeyi bir krize taşımıştır(Usta,2003,s.46).

Merkez bankası 16 Ocak 1990'da parasal programını açıklamış ve kontrol edeceği büyüklüklerle ilgili olarak orta vadeli hedefler belirlemiştir. 1990 yılı programında merkez bankası para politikası M1, M2 ve daha geniş tabanlı parasal büyüklüklerini değil, merkez bankası bilânço büyüklüğünün toplam iç yükümlülükler, toplam iç varlık ve merkez bankası parası üzerine hedefler koyarak bunları denetim altına almak istemiştir. Merkez bankası 1990 yılı içinde yurtiçine olan döviz yükümlülüklerinin bir kısmını TL yükümlülüklerine dönüştürmek istemiştir.

1990 yılı parasal programı gerçekleşmelerine bakıldığında merkez bankasının toplam iç varlıkları ve toplam iç yükümlülüklerinin hedefler içinde kaldığı, bilânço büyüklüğünün üst sınırı aştığı ve Merkez Bankası Parasının ise hedef koridorunun alt sınırında kaldığı görülmektedir. Sonuçta parasal program hedeflerinin büyük ölçüde tutturulduğu buna bağlı olarak para piyasalarında istikrarın sağlandığı söylenebilir.

1991'de ortaya çıkan körfez krizi ve erken seçim kararının yarattığı belirsizlikler nedeniyle para politikasını uygulama açısından zor bir yıl olmuştur. Durum böyle

olunca merkez bankası, parasal program ilan etmek yerine TL ve döviz piyasalarındaki istikrarı korumayı ve rezerv paradaki büyümeyi kontrol altına almayı amaç edinmiştir. TL ve döviz mevduatlarından büyük çekilişler olmuştur. Bu çekilişler kurları ve faizleri yükseltmiş, rezervleri azaltmıştır. Savaşın dolayı ortaya çıkan politik belirsizlik piyasaları olumsuz etkilemiş ve döviz kurları enflasyondan daha hızlı artmış ve TL değer kaybetmiştir. İlaveten kamu finansman açığının denetim altına alınamamış olması da parasal büyüklüklerin kontrolünü güçleştirmiş ve parasal programın açıklanmasını olanaksız kılmıştır(Kesriyeli,1997,s.23).

1992’de Merkez Bankası orta vadeli hedefleri çerçevesinde yeni bir parasal program ilan etmiştir. Ancak, kamu açıklarının kontrol edilememesi, Hazine’nin yılın ilk aylarında kısa vadeli avans limitinin sınıra gelmesi ve bu gelişmelere paralel olarak kamu sektörüne verilen kredilerin hızla artması sonucunda Merkez Bankası’nın para programı hedeflerine uyması olanaksız hale gelmiş, bunun yerine döviz kurlarındaki aşırı dalgalanmaların giderilmesine çalışılmıştır(Kesriyeli,1997,s.23-24).

Artan likiditenin döviz piyasasına baskı yaratmasını engellemek için Merkez Bankası bir yandan açık piyasa işlemleri yoluyla aşırı likiditeyi çekerken diğer taraftan da döviz satarak döviz piyasasına müdahalede bulunmuştur. Bu nedenle açık piyasa işlemlerinden dolayı yükümlülükleri artmış ve para programı hedef değişkenleri arasında yer alan Merkez Bankası parası program hedefinin çok üzerinde olmuştur. Merkez Bankası 1993’te parasal program açıklamamıştır. Bunun nedeni kamu açıklarının denetim altına alınmamasının parasal büyüklüklerin kontrolünü zorlaştırmasıdır. Bunu yerine Merkez Bankası finansal piyasalarda istikrarın sağlanmasını ön planda tutmuş, kur ve faizlerin istikrarlı hareketini amaçlamıştır. Böylece artan likiditenin kurlar üzerindeki baskısı rezerv kaybına yol açmadan kontrol edilmeye çalışılmıştır(Kesriyeli,1997,s.24).

Bütçe açıklarının ve dış ticaret açığının büyümesi ve bütçe açıkları ile yüksek reel faizler dolayısıyla kamu borçlarının, özellikle iç borcun katlanarak artması, 1994 yılında Türkiye’yi krize sürüklemiştir. Ülkede bulunan sıcak paranın kısa sürede çıkması ile gecelik borçlanma oranları %1000’in üzerine çıkmıştır. TL’nin 27 Ocak 1994 tarihinde %13,6 oranında devalüe edilmesinden sonra bile TCMB rezervleri 4

milyar dolar azalmıştır. TL'nin aşırı değer kaybı, TÜFE enflasyonunu 1994 yılı sonunda %110,7'ye fırlatmıştır(Usta,2003,s.47).

Bu krizin hemen ardından kamu borçlanmasını azaltmayı ve ihracatı arttırmayı hedefleyen daraltıcı bir ekonomik program yürürlüğe konulmuştur. 1994'te hazırlanan 5 Nisan İstikrar Paketi kısa vadede enflasyonu düşürüp mali piyasalarda ve döviz kurlarında dengeyi sağlamayı, orta vade de ise mali piyasalardaki istikrarsızlığın temel nedeni olan yüksek kamu açıklarına ve dış açığa kalıcı ve köklü çözümler getirerek uzun vadede sürdürülebilir bir büyüme sağlamayı amaçlamıştır. Parasal büyüklüklere bakıldığı zaman merkez bankasının sıkı para politikası izlediği söylenebilir.

Bu programın finansmanını sağlamak için hükümet 1995 yılı içerisinde IMF ile yeni bir stand-by anlaşması yapmıştır. Ancak, Eylül 1995'de gerçekleşen erken genel seçimler nedeniyle anlaşma bozulmuştur. Genel olarak bakıldığında 1994 sonrası kalıcı bir istikrar programı uygulanamamıştır. Özellikle finans piyasalarında oluşan güvensizlik ortamında, büyüme kaynağı olarak yüksek faizli kısa vadeli yabancı para girişleri kalmıştır. Fakat 1995 yılından sonra sıcak para girişleri bile çok yüksek reel faiz oranları ile sağlanabilmiştir(Usta,2003,s.47-48).

1994 yılının ikinci döneminden itibaren merkez bankası enflasyon ile mücadelede döviz kurları nominal bir çapa olarak kullanmaya başlamış ve kur politikasının güvenilirliğini arttırmak için dış varlık artışına önem vermeye başlamıştır. Bunun yanı sıra dış varlık artışının parasal büyüklüklerde ortaya çıkardığı baskıyı azaltmak için iç varlık artışına sınırlama getirilmiş ve 1995 yılının son çeyreğinde seçim atmosferine girilmesi ve yürürlüğe giren Ek Bütçe ile birlikte hükümet harcamalarındaki artışlar para politikası hedeflerinde değişiklikler yapılmasını gerektirmiştir. Merkez Bankası döviz satarak piyasaya müdahalede bulunmuş ve bunun sonucu dış varlıklar azalırken iç varlıklarda artış ortaya çıkmıştır.

4.1.4. 1996–2001 Dönemi

1995'te erken genel seçimin olması, gümrük birliğine girilmesi, yıl içinde yaşanan hükümet değişiklikleri ve IMF ile yapılan stand-by anlaşmasının sona erdirilmesi gibi nedenler ekonomideki belirsizlikleri arttırmıştır. Bu yüzden 1996'da

izlenen para politikasının temelini finansal piyasalarda istikrarın sağlanması ve korunmasına yönelik uygulamalar oluşturmuştur. Merkez bankası para programı, rezerv paranın kontrol edilmesi ve döviz kurlarındaki hareketlerin gözetimini amaçlamıştır(Kesriyeli,1997,s28).

Merkez Bankası 1996 ve 1997 yıllarında ayrıntıları kamuoyuna açıklanmayan yeni bir program uygulamaya sokmuştur. Temelde mali piyasalardaki istikrar hedef alınmıştır. Merkez Bankası'nın istikrar hedefinin unsurları(Erçel,1998,s.3);

- Piyasalarda ortaya çıkabilecek kısa süreli ve hızlı fiyat değişikliklerinin önlenmesi,
- Piyasalardaki belirsizliklerin azaltılmasıdır.

Merkez bankası, gerek döviz gerek TL piyasalarındaki fiyatların, ekonominin genel dengeleri ile uyum içinde gerçekleşmesini gözeterek, kısa dönemde oluşabilecek hızlı fiyat hareketlerinin önüne geçmeye çalışmıştır. Dönem boyunca döviz kurlarının enflasyon beklentileri paralelinde hareketi ve bankalararası para piyasasındaki faiz oranlarının hareketlerinin azaltılarak, bu faizlerin referans faiz olarak piyasalarca kabulünün sağlanması, istikrar hedefinin uygulamadaki yansımaları olmuştur(Erçel,1998,s.3).

1998 yılına girildiğinde, yüksek enflasyonun ortaya çıkardığı maliyetlerin giderek toplumun bütün kesimleri tarafından hissedilmeye başlanması, para politikasının belirlenmesinde istikrar hedefi ile birlikte enflasyonun kontrol altına alınarak bir program halinde düşürülmesini de önemli bir amaç haline getirmiştir. 1998 yılını diğer yıllardan ayıran temel özellik, para politikası uygulamalarının farklılaşmasından ziyade maliye politikası uygulamalarında değişikliğe gidilmesidir. 1998 yılı para politikası uygulaması finansal program mantığına dayandırılmaktadır. Ödemeler dengesi ve bütçe büyüklükleri merkez bankasının temel parasal değişkenleri olmuştur.

1997 ve 1998 yıllarında ortaya çıkan Asya ve Rusya krizleri ekonomik durumu daha da kötüleştirmiştir. 1998 sonrası yurtiçi talebin daralmaya devam etmesi, Rusya kaynaklı ihracat talebinin azalması, artan güvensizlik ortamı nedeni ile sıcak para giriş

miktarlarının yüksek reel faiz oranlarına rağmen düşmesi ve siyasal ortamdaki belirsizlikler ülkeyi yeni bir finansal krize sürüklemiştir(Usta,2003,s.48).

Merkez Bankası 1999 yılında uyguladığı para politikasını, 1998 yılında olduğu gibi enflasyonun kontrol altında tutulmasına katkıda bulunma ve mali piyasalarda istikrarı sağlama hedefleri doğrultusunda belirlemiştir. Para politikasının belirlenmesinde 1999 yılını 1998 yılından ayıran temel özellik, ekonomik ve siyasi belirsizliklerin ortaya çıkmasıdır. Gözlenen ekonomik belirsizliklerin temelinde 1998 yılı Ağustos ayında Rusya’da yaşanan ekonomik krizin Türkiye’ye yansması vardır. Bu krizle beraber yaşanan sermaye çıkışı ve daha sonrasında sermaye girişinin yeterli olmaması, Hazine’nin borçlanma imkânlarının yurtiçi kaynaklarla sınırlı kalmasına neden olmuştur. Hazine’nin yurtiçi kaynaklara yönelmesi zaten yüksek olan nominal ve reel faizlerin artmasına yol açarak, bütçe finansmanı üzerinde yarattığı ek baskı sonucu ekonomideki belirsizlikleri daha da artırmıştır.

1998 yılında olduğu gibi 1999 yılında da hükümetin ekonomi politikasının maliye, gelir, para ve kur politikalarının istikrarlı bir şekilde uygulanması ve enflasyonda 1998 yılında sağlanan düşüşün kalıcı hale getirilmesi oluşturmuştur. 1999 yılında Toptan Eşya Fiyatları Endeksi’nin 12 aylık artış hızının %35, yıllık ortalama artış hızının ise %44,4 seviyesinde olması hedeflenmiştir. 17 Ağustos 1999 ve 12 Kasım 1999 tarihlerinde yaşanan deprem felaketinin olumsuz etkileri, kamu açıklarındaki genişleme ve özellikle Aralık ayında kamu malları fiyatlarında meydana gelen artışa bağlı olarak enflasyondaki artış hızlanmıştır. 1988 yılında %54,3 olan TEFE fiyatları artış hızı 1999 yılında belirlenen hedeflerin üzerine çıkarak %62,9 olarak gerçekleşmiştir. 12 aylık ortalamalara göre ise 1998 yılında %71,8 olan TEFE artış hızı 1999 yılında %53.1’e gerilemiştir. Tüketici fiyatlarında 1998 yılında %69,7 olan artış hızı 1999 yılında 0,9 puan düşerek %68,8 olmuştur. 12 aylık ortalamalara göre ise 1998 yılında %84.6 olan tüketici fiyatları artış hızı 1999 yılında 19.7 puan düşerek %64.9’a gerilemiştir(TOBB,2000,s.59–62).

Merkez Bankası’nın 2000 yılında uyguladığı para politikası enflasyonla mücadeleye yönelik bir biçimde belirlenmiştir. Para programı ile 2000 yılı sonuna kadar 1 ABD doları ve 0.77 eurodan oluşan kur sepetinin TL karşısındaki değerini yüzde

20'lik Toptan Eşya Fiyat Endeksi yılsonu hedefi doğrultusunda ileriye dönük bir biçimde önceden açıklamıştır(TCMB,2000,s.71).

Sürmekte olan kronik ve yüksek enflasyonu üç yıllık bir sürenin sonunda tek haneli rakamlara indirmek, 2000 yılı başında uygulamaya konulan makroekonomik istikrar programının temel amacı olarak açıklanmıştır. 2000 yılı sonunda programda öngörülen hedefler TÜFE'de 14 puan, TEFİ'de ise 12,7 puan aşımakla birlikte, enflasyonla mücadelede önemli bir aşama kaydedilmiş ve enflasyon oranları son 14 yılın en düşük seviyesine inmiştir. Toptan eşya fiyatları artış hızı %32,7 ve tüketici fiyatları artış hızı %39 düzeyinde gerçekleşmiştir(TOBB,2001,s.66).

2000 yılı Kasım ayında yaşanan kriz sonrasında, IMF'den sağlanan ek destekle birlikte, faiz oranlarında gerileme ve sermaye girişlerinde nispi bir canlanma gözlenmesine karşın, başta kamu bankaları olmak üzere bankacılık sisteminin mali yapısında kırılganlık artmış, iç ve dış piyasalardan sağlanan fonların vadeleri de gittikçe kısalmıştır. Şubat ayı sonlarında, Hazine ihalesi öncesi meydana gelen olaylar, sürekli tedirginlik içinde olan piyasalarda panik ortamı yaratmış ve 19 Şubat tarihinde TL ciddi bir atakla karşı karşıya kalmıştır. 22 Şubat ta mevcut döviz kuru sisteminin sürdürülebilirliğine ilişkin güvenin azalmasının ekonomiye getireceği zararlar göz önüne alınarak TL yabancı para birimleri karşısında dalgalanmaya bırakılmıştır.

IMF'ye 18 Aralık 2000 tarihinde verilen ek niyet mektubunda 2001 yılı politikalarının iki ana hedefinden birisinin, enflasyon hedefine ulaşılmasını temin etmek olduğu belirtilmiştir 31 Temmuz 2001 tarihli niyet mektubunda ise, 2001 yılının son çeyreğinden itibaren resmi olarak enflasyon hedeflemesine geçileceği belirtilmiştir. Ancak 11 Eylül olaylarına bağlı olarak ortaya çıkan döviz kuru zayıflığının iç fiyatlara yansımalarının enflasyon hedeflemesinin uygulanması yönünden ciddi sıkıntılara neden olabileceği düşüncesiyle, enflasyon hedeflemesinin uygulamaya konulması 20 Kasım 2001 tarihli niyet mektubu ile 2002 yılına ertelenmiştir(TOBB,2001,s.66).

Krizi takip eden dönemde, Merkez Bankası, para politikasını, ödemeler sistemindeki aksaklıkları gidermek ve finansal piyasalarda istikrarı sağlamak amacıyla yönelik olarak oluşturmuştur. Bu çerçevede, Merkez Bankası gerekli likiditeyi kotasyon ve doğrudan alım şeklindeki Açık Piyasa İşlemleri ve bankalar arası para piyasasında

TL sağlamak yoluyla karşılamıştır. Bankacılık sistemine işlerlik kazandırmak ve ödemeler sistemindeki tıkanıklıkları gidermek için, Merkez Bankası piyasalara aktif olarak müdahale etmiş, kısa vadeli faizlerin aşağı çekilmesini sağlamış ve sistem içindeki likiditenin etkin bir şekilde dağılımını sağlayıcı uygulamalar yapmıştır. Ayrıca bankalara, döviz yükümlülüklerini yerine getirmelerini sağlamak amacıyla döviz depoları verilmiştir(TCMB,2002b,s.20).

Merkez Bankası 15 Mayıs ta açıkladığı 2001 yılı para programında, enflasyon ile mücadelede para tabanı büyüklüğünün nominal çıpa olarak kullanılacağını açıklamıştır. Bu programın ana hatlarını(TCMB,2002b,s.21):

- Kamu ve fon bankalarının mali yapılarını iyileştirme operasyonlarının Merkez Bankası bilânço kalemlerinden Net İç Varlıklar üzerine getirdiği sınırlandırmalar,
- IMF ve Dünya Bankası’ndan sağlanan dış finansmanın miktarı, zamanlaması ve Merkez Bankası rezervleri ile bütçe finansmanı arasındaki dağılımı belirlemiştir.

Dalgalı döviz kuru rejimine geçişi takip eden dönemde, Merkez Bankası döviz piyasasında kısa dönemdeki aşırı dalgalanmaları engellemek amacıyla düzenli döviz satış ihaleleri gerçekleştirmiştir. Şubat 2001 krizi sonrasında para politikası araçlarından birisi olarak kısa vadeli faiz oranı Merkez Bankası tarafından fiyat istikrarını sağlama amacına yönelik olarak, iç ve dış gelişmeler ışığında belirlenmiştir(TCMB,2001a,s.25-26).

Türkiye ekonomisinde 2000 yılındaki gelişmelerin temel belirleyicisi, yılbaşında uygulamaya konulan “Enflasyonu Düşürme Programı” olmuştur. Programın orta vadeli amaçları, üç yıllık bir sürenin sonunda enflasyonu tek haneli rakamlara indirmek, reel faiz oranlarını makul bir seviyeye düşürmek, ekonominin büyüme potansiyelini arttırmak, ekonomideki kaynakların daha etkin kullanımını sağlamak olarak belirlenmiştir. Programın temel olarak üç unsuru bulunmaktadır. Bunlar; sıkı maliye politikası uygulamalarıyla faiz dışı fazlanın arttırılması, yapısal reformların gerçekleştirilmesi ve özelleştirmenin hızlandırılması, enflasyon hedefiyle uyumlu gelirler politikası, düşük enflasyon hedefine odaklanmış para ve kur politikalarıdır.

Program çerçevesinde, 2000 yılında kur sepetinin alacağı günlük değerler 12 aylık bir dönem için önceden kamuoyuna açıklanmıştır(TCMB,2000,s.13).

2000 yılında uygulamaya konulan program enflasyonla mücadele için döviz kurunun nominal çapa olarak kullanılmasını benimsemiştir. Böylece, ticarete konu olan mal fiyatlarının ve bekleyişlerin etkilenecek enflasyonun düşürülmesi, dolayısıyla faiz oranlarının makul seviyelere indirilmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede, döviz kuru sepetinin değeri, yüzde 20’lik TEFE yılsonu hedefi doğrultusunda ileriye yönelik olarak önceden açıklanmıştır. Ayrıca, kamu mal ve hizmet fiyatları ile gelirler politikasının da öngörülen enflasyona göre belirlenmesi benimsenmiştir(TCMB,2000,s.59).

Para ve kur politikası sıkı maliye politikası ve yapısal düzenlemelerin yanı sıra Enflasyonu Düşürme Programı’nın temel unsurunu oluşturmuştur. Para programı ile 2000 yılı sonuna kadar 1 ABD Doları ve 0,77 eurodan oluşan kur sepetinin Türk Lirası karşısındaki değerini yüzde 20’lik TEFE yılsonu hedefi doğrultusunda ileriye dönük bir biçimde önceden açıklanmıştır. 31 Ağustos 2000 yılında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu göreve başlamıştır(TCMB,2000,s.71-93).

2000 yılı “Enflasyonu Düşürme Programı” çerçevesinde belirlenen para politikası, 2000 yılı Kasım ayına kadar olan dönemde kur sepetinin önceden açıklanan hedef değeriyle uyumlu olarak merkez bankası bilanço kalemleri üzerine sınırlar getiren kurallara dayalı şekilde yürütülmüştür. Dalgalı kur rejimine geçiş sonrası dönemde kurlarda hızlı artışlar ve yüksek derecede dalgalanma gözlenmiş, Türk Lirası 2001 yılı boyunca ABD doları ve euroya karşı sırasıyla yüzde 115,3 ve yüzde 107,1 oranında değer kaybetmiştir(TCMB,2001b,s.13-16).

2001 Mayıs ayı içerisinde IMF ile imzalanan niyet mektubuna paralel olarak 2001 yılının kalan döneminde uygulanacak para politikası kamuoyuna açıklanmıştır. Açıklanan para programı ile, enflasyon hedeflemesi uygulamasının ön koşulları sağlanıncaya kadar, nominal çapa olarak merkez bankası bilanço büyüklüklerinden para tabanının hedeflenmesi öngörülmüştür. Yine enflasyon hedeflemesinin altyapısını oluşturmaya yönelik olarak, Nisan ayında TBMM’de kabul edilen Yeni Merkez Bankası Yasası ile merkez bankasının temel amacı fiyat istikrarının sağlanması olarak belirlenmiştir. Enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş süreci olarak değerlendirilmesi

gereken 2001 yılının Haziran-Aralık döneminde merkez bankası, bilânço büyüklüklerinin kontrol altında tutulması politikasının yanı sıra enflasyonun mevcut gelişmelerini yakın gelecekte izlenmesi olası eğilimlerini göz önünde tutarak büyük ölçüde belirleyici olduğu kısa dönemli faiz oranlarında gerekli değişiklikleri yapmıştır(TCMB,2001b,s.16).

2000 yılında uygulanmaya başlanan Enflasyonu Düşürme Programı enflasyon oranının 2001 yılının Ocak ve Şubat aylarında da düşmesini sağlamıştır. Ancak, Şubat ayında dalgalı kur rejimine geçilmesi ile birlikte, Türk Lirası'nın nominal olarak yüksek oranda değer kaybetmesi sonucunda toptan eşya ve tüketici fiyatları hızla yükselmeye başlamıştır. Yurtiçi talepteki daralmanın etkisiyle, tüketici fiyatlarındaki artış toptan eşya fiyatlarının gerisinde kalmıştır. Yıl genelinde TEFE yüzde 88,6, TÜFE ise yüzde 68,5 artmıştır(TCMB,2001b,s.17).

1999 yılı sonuna kadar etkileri itibariyle esnek çıpa, uygulamada da kontrollü serbest bir kur rejimi uygulanmıştır. Kur, piyasada serbestçe belirleniyor, fakat Merkez Bankası yoğun bir şekilde müdahale ediyordu. Bu dönemde, kur artışları genelde enflasyon düzeyinde veya bu düzeyin biraz altında tutulmuştur. 2000 yılbaşından 2001 Şubat'ına kadar bir kur temelli stabilizasyon programı uygulanmıştır. Bu kapsamda kur rejimi de esnek bir çıpa olarak belirlenmiştir. 2001 Şubat'ından sonra, program başarısız olmuş ve Türkiye tamamen serbest bir kur rejimine geçmiştir. Halen de bu kur rejimi uygulanmaktadır. Son yirmi yılda kur rejimlerindeki önemli değişiklikleri bir cümle ile ele aldığımız zaman iki özellik dikkat çekicidir. Birincisi, genel gelişim kontrollü bir çizgiden serbest bir çizgiye doğrudur. İkincisi, son yirmi yılda hemen hemen her tür kur rejimi uygulanmıştır(İnan,2002,s.3).

2001 yılı Şubat ayında finansal piyasalarda yaşanan gelişmeler 2000 yılı başından beri uygulanmakta olan döviz kuruna dayalı istikrar programının devam ettirilmesini olanaksız kılmış, döviz kuru nominal çapa olma özelliğini yitirmiştir. 22 Şubat tarihinde Türk Lirası'nın dalgalanmaya bırakılmasından sonra merkez bankasının kısa vadedeki önceliği, ödemeler sistemindeki tıkanıkları gidermek, sisteme yeniden işlerlik kazandırmak ve finansal piyasalarda istikrarı sağlamak olmuştur. Kriz sonrası uygulanan programın temel amaçlarından birisini, orta vadede sağlıklı bir bankacılık sistemine ulaşılmasını sağlamak için kamu kesiminin bankacılık sektörü içindeki

fonksiyonun yeniden belirlenmesi ve bu bankaların kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılması oluşturmuştur. Kamu bankalarının yeniden yapılandırılmaları ile kamu ve fon bankalarının kısa vadeli yükümlülüklerinin azaltılmasına yönelik bankacılık operasyonunda, merkez bankası kilit bir rol oynamış ve operasyonun merkez bankası bilançosu üzerinde önemli etkileri olmuştur. Söz konusu operasyonun ekonomide enflasyonist bir sürece yol açmaması için merkez bankası bilanço büyüklüklerine sınırlar getiren parasal hedefleme uygulaması ile para tabanını kontrol etmiş ve enflasyonist etkilerin sınırlandırılmasını sağlamıştır. 5 Mayıs 2001’de merkez bankasının temel amacını fiyat istikrarı olarak belirleyen, araç bağımsızlığını sağlayan ve Para Politikası Kurulu’nu oluşturan yeni Merkez Bankası Kanunu resmi gazetede yayımlanmıştır⁵⁷(TCMB,2001b,s.75-89).

4.1.5. 2001–2005 Dönemi (Örtülü Enflasyon Hedeflemesi Dönemi)

2001 yılında para politikası, enflasyon hedeflemesine geçilmesinin önkoşulları sağlanıncaya kadar, para tabanının nominal çapa olarak belirlendiği bir parasal hedefleme çerçevesinde yürütülmüştür. Kriz yönetiminin zorluklarına rağmen, öngörülen hedefler tutturulmuştur. Para programında nominal çapa olarak belirlenen para tabanının, 2002 yılında enflasyon hedefi ve büyüme tahmini ile tutarlı olarak yüzde 40 oranında artması öngörülmüştür. Böylece ekonomik birimlerin enflasyon beklentilerinin etkilenmesi amaçlanmıştır. Bilindiği gibi, para ikamesinin güçlü ve finansal yeniliklerin yaygın olduğu bir ortamda paranın dolaşım hızı istikrarlı olamamakta, dolayısıyla para tabanı tahmini güçleşmektedir(TCMB,2002b,s.18-19).

2001 Ekim ayının ortalarından itibaren olumluya dönüşen bekleyişler, 2002 ile birlikte ivme kazanmıştır. 2001 programında belirlenen para ve maliye politikası hedeflerinin tutturulması ve 2002 yılı bütçesinde GSMH’nin % 6.5 oranında faiz dışı fazlanın hedeflenmesi, IMF’den ek dış finansman sağlanması ve Türkiye’nin kredi notunun durağandan olumluya çevrilmesi bu ivmeyi daha da hızlandırmıştır. 2002 yılı Ocak-Mart dönemindeki enflasyondaki düşüşle birlikte olumlu bekleyişler iyice güçlenmiştir TCMB,2002b,s.19).

⁵⁷ 5 Mayıs 2001 tarihli ve 24393 sayılı Resmi Gazete, Kanun No: 4651

2001 Şubat ayında yaşanan krizi takip eden dönemde, kurlarda yüksek hareketlilik gözlenmiş; Ağustos ayından itibaren ise söz konusu hareketlilik azalmıştır. 11 Eylül olayları sonrasında kurlarda geçici nitelikte bir hareketlilik yaşanmış; 2001 yılının son çeyreğinde ve 2002 yılının ilk aylarında ise hareketlilik büyük ölçüde azalmıştır. 2001 yılı Ekim ayının ortalarından itibaren olumluya dönen beklentiler, kur üzerindeki baskıyı büyük ölçüde hafifleterek, kurda belirgin bir azalışa yol açmıştır. Ancak, 2002 yılı Şubat ayı başında açıklanan Ocak ayı enflasyon rakamlarının beklenden yüksek çıkmış olması ve Irak’a yönelik olası bir operasyonun yarattığı tedirginlik sonucu kurlar üzerinde yukarıya doğru bir baskı oluşmuştur. 2002 Şubat ayı ortalarından ise söz konusu olumsuz gelişmelerin etkisi hafiflemiştir. Ayrıca, bu dönemde IMF’den sağlanan dış finansman kaynağı döviz piyasalarında rahatlatma sağlamıştır. 2002 yılı başından itibaren döviz piyasalarını etkileyen bir diğer gelişme ise Avrupa Birliği para birimi Euro’nun fiziksel olarak tedavüle çıkmasıdır (TCMB,2002b,s.23).

2000 yılı Kasım ve 2001 yılı Şubat aylarında yaşanan mali krizlerin ardından “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” uygulamaya konulmuştur. Programın temel amaçları, bankacılık sektörüne ilişkin tedbirlerin süratle alınarak mali piyasalardaki belirsizliğin azaltılması, buna bağlı olarak faiz oranları ile döviz kurlarında istikrarın sağlanması, iktisadi etkinliği sağlayacak yapısal reformların gerçekleştirilmesi, makroekonomik politikaların enflasyonla mücadelede etkin bir şekilde kullanılması, sürdürülebilir büyüme ortamının temin edilmesi olarak belirtilmiştir. Bu çerçevede, kamu kesiminin artan borç yükünün sürdürülebilir bir yapıya kavuşturulması amacıyla maliye politikası daha da sıkılaştırılmış, para politikasında merkez bankasının kısa vadeli faiz oranları üzerindeki etkisi artırılmış ve dalgalı kur sistemine geçilmiştir (TCMB,2002c,s.13).

2002 yılında makroekonomik hedeflerle uyumlu bir parasal genişlemenin ötesine geçmemek ve geçilmeyeceğine ekonomik birimleri ikna etmek amacıyla parasal hedefleme politikası uygulanmıştır. Diğer bir deyişle, ileriye yönelik belirsizlikleri azaltmak ve beklentileri şekillendirmek amacıyla merkez bankası bilanço kalemi olan para tabanının artışı hedef değişken olarak belirlenmiş ve programın nominal çapası olmuştur. 2002 yılı sonunda bu büyüklüğün yılsonu enflasyon hedefi ve büyüme hızı öngörüsü paralelinde artacağı taahhüt edilmiş ve performans kriteri olarak kabul

edilmiştir. Parasal hedeflemeye ek olarak, merkez bankası nihai hedefi olan fiyat istikrarı ile tutarlı bir enflasyon hedeflemesine resmi olarak geçmeden örtük enflasyon hedeflemesi politikası izleyeceğini, gelecekte enflasyonun alabileceği değerleri dikkate alarak kısa vadeli faiz oranlarında değişikliğe gidebileceğini belirtmiştir(TCMB,2002c,s.14-15).

2002 yılı sonunda tüketici fiyatları enflasyonu yüzde 29,7, toptan eşya fiyatları enflasyonu ise yüzde 30,8 oranında gerçekleşmiştir. Bu gerçekleştirmeler, tüketici fiyatları enflasyonu için son 20 yılın, toptan eşya fiyatları enflasyonu için ise son 16 yılın en düşük rakamlarıdır. Uygulanan makroekonomik politikalar ve gerçekleştirilen yapısal reformlar programın inandırıcılığını artırmış, enflasyon bekleyişlerini düşürerek enflasyonla mücadeledeki kazanımda belirleyici olmuştur. Bunun yanı sıra, iç talep enflasyonu etkileyemeyecek bir düzeyde kalmıştır. Diğer taraftan dalgalı kur rejimi uygulanmasının ve iç talep yetersizliğinin kur hareketlerinin fiyatlara yansımalarının boyut ve hızını azalttığı gözlenmiştir(TCMB,2002c,s.17-18).

2001 yılındaki ekonomik daralmanın ardından Türkiye ekonomisi, 2002 yılında yeniden büyüme sürecine girmiştir. 2002 yılının ikinci yarısında yaşanan siyasi belirsizlikler ve Kasım ayında gerçekleşen erken seçime rağmen, büyüme hızı beklentilerin oldukça üstüne çıkarak yüzde 7,8'e ulaşmış, tüketici fiyatları artış hızı ise yılsonu hedefinin altında gerçekleşerek yüzde 29,7'ye gerilemiştir. 2003 yılı ekonomik programının temel amaçları enflasyonla mücadele, borç yükünün azaltılması ve sürdürülebilir hızlı büyüme olarak belirlenmiştir(TCMB,2003,s.15).

2002 yılı başında uygulamaya konulan istikrar programı ile TEFE ve TÜFE enflasyonunun üç yıllık bir sürede % 12 düzeyine ve daha sonrada tek haneli düzeylere indirilmesi hedeflenmiştir. Uygulanan para politikası, maliye politikası ve yapısal reformların etkisiyle 2002 ve 2003 yıllarında enflasyonla mücadelede istenilenden daha yüksek başarılar elde edilmiş, enflasyon oranları hedeflenen düzeylerin de altında gerçekleşmiştir. İstikrar programı çerçevesinde 2004 yılında TEFE ve TÜFE enflasyonunun % 12 olması öngörülmüştür. Yıl içinde para ve maliye politikalarının kararlılıkla uygulanmaya devam edilmesi, gerçekleştirilen yasal düzenlemeler, fiyat istikrarının gerçekleştirileceğine ilişkin artan güven ortamı, iç talepte fiyatları zorlayacak bir baskı oluşmaması, verimlilik ve yatırımlarda meydana gelen artışların

ekonominin üretim düzeyini yükseltmesi, izlenmekte olan dalgalı döviz kuruna bağlı olarak kur geçişkenliğinin azalması, Türk Lirası'nın istikrar kazanması, enerji fiyatları ve birim ücretler gibi maliyet koşullarındaki olumlu gelişme, fiyatlama politikasının hedeflenen enflasyona göre belirlenmesi ve bazı sektör ve tüketim grubu fiyat artışlarının önemli miktarda gerilemesi enflasyonun düşürülmesine olumlu katkı sağlamıştır. 2002 yılında enflasyonda başlayan düşme, 2003 yılının ardından 2004 yılında da devam etmiştir. Yıllık bazda fiyat artışları TEFİ'de Şubat ayında % 9,1 ile 1970 yılından bu yana, TÜFE'de ise Mayıs ayında % 8,9 ile 1983 yılından bu yana ilk kez tek haneli seviyeye inmiştir(TOBB,2005,s.60).

2001 yılı Şubat ayında yaşanan krizin ardından yürürlüğe konulan ve 2002 yılı başında 2002–2004 dönemini kapsayacak şekilde revize edilen “Güçlü Ekonomiye Geçiş Programı” ile para ve kur politikasına yeni bir çerçeve çizilmiştir. Buna göre, gelecek dönem enflasyonuna odaklanan ve “örtük enflasyon hedeflemesi” olarak nitelendirilen bir politika izlenmeye başlanmıştır. Bu politika uyarınca, merkez bankası dalgalı kur rejimi altında bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını enflasyonla mücadelede temel politika aracı olarak kullanmakta, diğer yandan IMF ile yürütülmekte olan program çerçevesinde, parasal performans kriterleri ile gösterge niteliğindeki hedefleri gözetmektedir. Bu çerçeve 2003 yılında da korunmuş, 2003 yılı için belirlenen tüm kriter ve hedeflere ulaşılmıştır(TCMB,2003,s.75).

2004 yılında örtük enflasyon hedeflemesi olarak adlandırılan gelecek dönem enflasyonuna odaklanan para stratejisi başarıyla yürütülürken, resmi enflasyon hedeflemesinin nihai olarak yürürlüğe konulması yönündeki hazırlıklarda önemli mesafe kaydedilmiştir. Para politikası stratejisi enflasyon hedeflemesine iyice yakınsamıştır. 20 Aralık 2004 tarihinde açıklanan 2005 yılı para ve kur politikasında, 2006 yılı başından itibaren açık enflasyon hedeflemesi sistemine geçileceği bildirilmiştir. Kısa vadeli faiz oranları 2004 yılında da enflasyonla mücadelede Merkez Bankası'nın para politikası uygulamalarında temel araç olmaya devam etmiştir. Uygulanan ekonomik program çerçevesinde Merkez Bankası kısa vadeli faiz oranlarını, 2004 yılı içinde 5 Şubat, 17 Mart, 8 Eylül ve 20 Aralık tarihlerinde olmak üzere 4 defa indirmiştir. Bu indirimler sonucu 2003 yılı sonunda % 26 olan gecelik borçlanma faiz oranı ile % 31 olan borç verme faiz oranı, sırasıyla % 18 ve % 22'ye düşürülmüştür. Faiz kararları alınırken toplam arz-talep dengesi, maliye politikasına ilişkin göstergeler,

ücret-istihdam-birim maliyet ve verimlilik gelişmeleri, kamu ve özel sektör fiyatlama davranışları, enflasyon bekleyişleri, döviz kurları ve onu etkileyebilecek faktörlerdeki gelişmeler, olası dış şoklar ve enflasyon tahminleri göz önüne alınmıştır(TOBB,2005,s.66-67).

2004 yılında da tüketici fiyatları enflasyonu yüzde 10'un altına gerilemiştir. TCMB, dalgalı kur rejimi çerçevesinde, 2004 yılında gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası izlemiştir. Bu hedefe ulaşmak için, kısa vadeli faiz oranları temel politika aracı olarak kullanılmıştır. Ayrıca, TCMB temel hedefi olan fiyat istikrarını sağlamaya yönelik olarak mali piyasalardaki istikrarın devam etmesi yönünde de gerekli önlemleri almıştır. Bu çerçevede, IMF ile yapılan stand-by anlaşması çerçevesinde, uygulanmakta olan ekonomik programla uyumlu olarak, daraltıcı nitelikteki parasal performans ile parasal gösterge hedeflerine ulaşmak için gerekli politikalar TCMB tarafından yürütülmüştür. TCMB, 2002 ve 2003 yıllarında olduğu gibi hükümet ile ortak belirlenen enflasyon hedefine ulaşmak üzere, 2004 yılında da "örtük enflasyon hedeflemesi" politikası çerçevesinde para politikasını oluşturmuştur(TCMB,2003,s.15-16).

2002 yılında başlayan enflasyondaki düşüş eğilimi, 2004 yılında hızlanarak devam etmiş böylelikle üst üste üçüncü kez yılsonu enflasyon hedefine ulaşılmıştır. 2004 yılı Aralık ayında, TÜFE enflasyonu yüzde 9,32'ye gerileyerek, yılsonu için belirlenen yüzde 12'lik enflasyon hedefinin altında kalmıştır. TEFE yıllık fiyat artış hızı ise yüzde 13,84 oranında gerçekleşmiştir. Dalgalı kur rejimi sonucunda, kurlarda görülen yukarı-aşağı yönlü hareketler, kur hareketlerinin kısa sürede fiyatlara endekslendiği mekanizmayı zayıflatmıştır. Sonuç olarak 2004 yılında ekonomik programın kararlılıkla uygulanmasına karşın, uluslararası emtia piyasalarında gözlenen dalgalanmaların etkisiyle enflasyonda artış gözlenmiş ve toptan eşya enflasyonunun dalgalı bir seyir izlemesine neden olmuştur(TCMB,2003,s.63-73).

TCMB, 2 Ocak 2004 tarihli "2004 Yılı Para ve Kur Politikası Genel Çerçevesi" duyurusunda belirtildiği gibi, 2004 yılında da dalgalı kur rejimi altında örtük enflasyon hedeflemesine devam etmiştir. Bu çerçevede, TCMB, bir yandan kısa vadeli faiz oranlarını, enflasyonla mücadelede temel politika aracı olarak kullanmaya devam etmiş,

diğer taraftan IMF ile yürütölmekte olan program çerçevesinde, parasal performans kriterleriyle gösterge niteliğindeki hedefleri yakından takip etmiştir(TCMB,2003,s.75).

Enflasyondaki düşüş, 2005 yılında geçtiğimiz dört yıla kıyasla yavaşlamakla birlikte devam etmiştir. Söz konusu yavaşlamaya rağmen; para politikasının ihtiyatlı duruşu, bütçe disiplininin sürmesi ve gerçekleşen enflasyonun hedefle uyumlu olması sonucu enflasyon bekleyişleri olumlu seyrini korumuştur. Bunun yanında yapısal reformlardaki ilerlemeler, bütçede üç yıllık planlamaya geçilmesi, orta vadeli programın kararlılıkla sürdürölmesi, Avrupa Birliğine tam üyelğe yönelik müzakerelerinin başlaması, gerçekleştirilen para reformu ve finansal istikrarın güçlenmesi gibi gelişmeler risk primini düşürerek Yeni Türk lirası yatırım araçlarına olan talebi artırmıştır. Bu gelişmeler sonrasında ekonomi genelinde vadeler uzamaya başlamış, orta ve uzun vadeli reel faizlerdeki kademeli düşüş devam etmiş ve Yeni Türk lirasının güçlü konumu sürmüştür. Diğer yandan mali disiplinin sürmesi ve faizlerin düşmesi Hazine'nin borçlanma ihtiyacını azaltmış, bu da kredi arzını destekleyen bir unsur olmuştur(TCMB,2006,s.1).

Bütün bu gelişmeler, Merkez Bankasının politika aracı olan kısa vadeli faiz oranlarını 2005 yılının ilk yarısında kademeli olarak indirebilmesine olanak tanımıştır. Bununla birlikte, 2005 yılının ikinci yarısından itibaren 2006 yıl sonu enflasyonuna odaklanmaya başlayan Merkez Bankası, enflasyondaki düşüş sürecini yavaşlatan faktörlere dikkat çekerek temkin düzeyini artırmıştır. 2005 yıl sonu itibarıyla TÜFE enflasyonu yüzde 7,72'ye ulaşarak, 2005 yılı için belirlenen yüzde 8 oranındaki hedefin altında kalmıştır(TCMB,2006,s.2-5).

Sonuç olarak son otuz yıllık uzun dönem boyunca, fiyat istikrarının temel amaç olarak benimsenmeyerek gündelik politikalara bırakıldığı ve fiyat istikrarının sağlanabilmesi için gerekli yapısal düzenlemelerin de göz ardı edildiği bir gerçektir. Yaşanan bu kronik enflasyon döneminde, gerek Merkez Bankası'nın bağımsızlığı gerekse yapısal düzenlemelerin gerçekleştirilememiş olması birçok sorunu da beraberinde getirmiştir. Söz konusu dönemlerde, kısa vadede getirisi olan ancak fiyat istikrarı ile çelişen ve dolayısıyla uzun vadede nihai amaç olan ekonomik istikrara zarar veren uygulamalar, Merkez Bankası'ndan farklı öncelikleri gözetmesinin istenmesi, enflasyondaki tırmanışın ve sürekliliğın yolunu açmıştır.

4.2. Türkiye’de Fiyat İstikrarı ve Merkez Bankasının Bağımsızlığı

Özellikle 1970’lerden sonra, fiyat istikrarını ve dolayısıyla ekonomik istikrarı sağlama konusunda daha etkin bir rol üstlenen merkez bankalarının sahip olması gereken yapısal özellikler ile ilgili olarak iktisat literatüründe üzerinde büyük oranda görüş birliği sağlanmış bazı kavramlar mevcuttur. Bu çerçevede, merkez bankalarının kurumsal tasarımlarında ön plana çıkan birinci konu, fiyat istikrarını temel amaç edinen bir merkez bankasının bağımsız olması gerektiğidir. Eğer fiyat istikrarı toplumun her kesiminin yararına ise, ve eğer uzun dönemde refahın ve sosyal adaletin ön şartı ise, gündelik yıpranmanın uzağında kalacak ve dikkati dağılmadan bu hedefi izleyecek bağımsız bir kurum yaratmak toplum açısından bir ihtiyaçtır. Bu ihtiyacın karşılığı ise tam anlamıyla bağımsız bir merkez bankasıdır(TCMB,2002a,s.16).

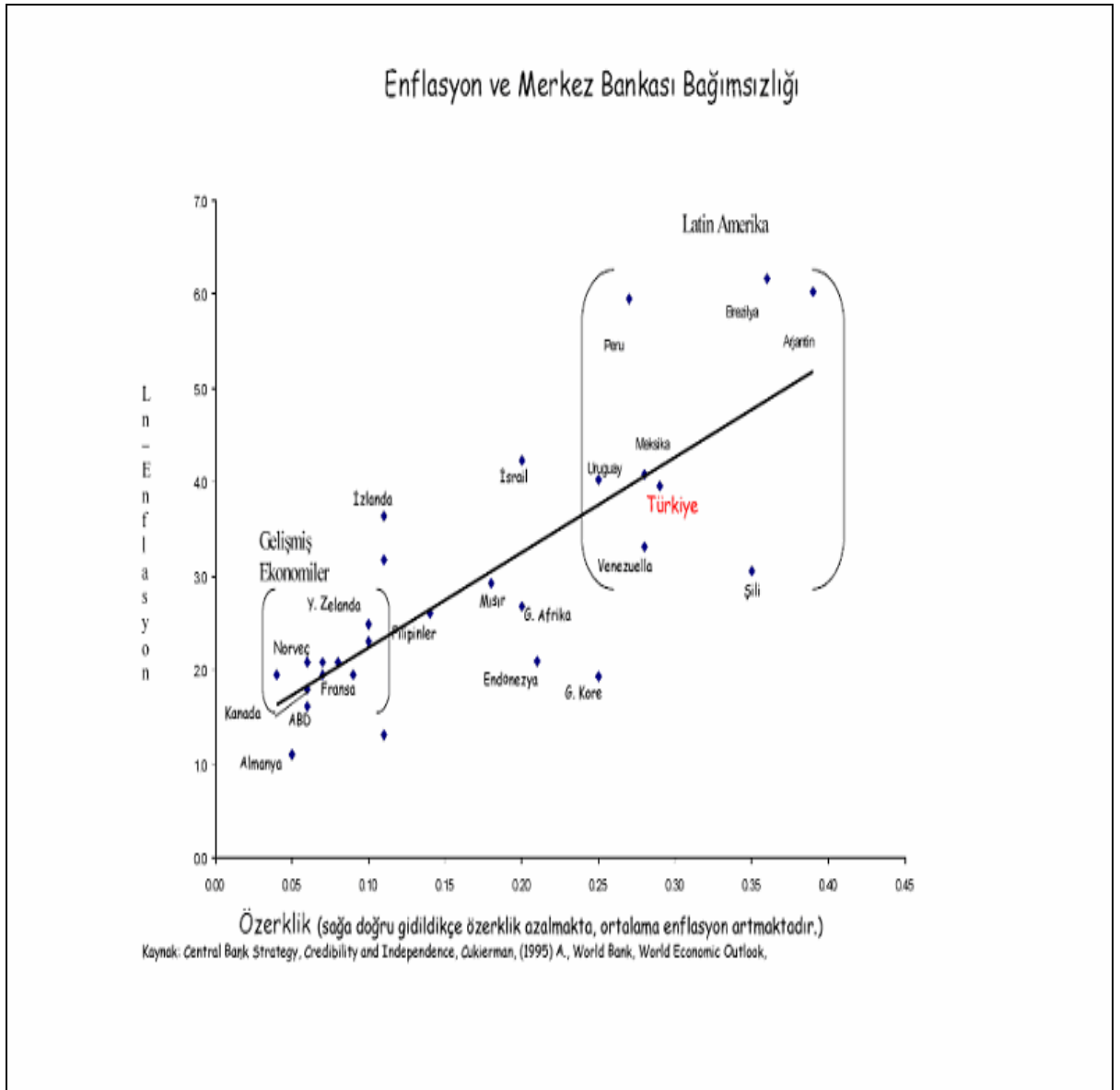
Bu çerçevede, ekonominin bütünüünün istikrarı için önkoşul olan fiyat istikrarını sağlamak ve korumak amacıyla olan merkez bankası, bu amacı takip edebilmek için öncelikli olarak yasal bir bağımsızlığa sahip olmalıdır. Amacı açık ve zımni olarak yasalarla belirlenmiş ki bu öncelikli olarak fiyat istikrarıdır, bağımsız bir merkez bankası, siyasi iktidarların kısa vadeli amaçları uğruna ellerindeki güçleri gelişigüzel kullanmalarının önünde en büyük engeldir. Merkez bankası bağımsızlığının bir diğer getirisi ise, amacı belirli ve net olan bir merkez bankasının toplumda yaratacağı güven duygusudur. Bu açıdan, fiyat istikrarını nihai amaç olarak belirlemiş ve gündelik politik kaygılardan uzak bağımsız bir kurum, bu amaca ulaşmada en büyük güvencedir(TCMB,2002a,s.16).

Para politikasının etkinliğini sağlayacak önemli bir unsur olan “bağımsızlık” konusu, genelde merkez bankasının hedef bağımsızlığı ve araç bağımsızlığı olarak incelenmektedir. Bağımsızlık ölçümü için yasal ve benzeri göstergelerin de dikkate alınması gerekmektedir. Bağımsızlık arttıkça enflasyon düzeyinin ve varyansının düştüğü ve bağımsızlık ve sorumluluk arasında paralellik beklenirken ters bir ilişki olduğu gözlenmiştir. Diğer bir deyişle, merkez bankasının hedef bağımsızlığı azaldıkça, hükümetler merkez bankası ile yaptıkları kontratlarla, hedefi ve ilgili koşulları belirlemekte ve daha fazla hesap verme veya sorumlu duruma gelmektedirler.

Merkez bankasının bağımsız bir para politikası uygulayıcısı olması enflasyon hedeflemesi çatısının en temel koşuludur. Gerçekte tam anlamıyla bağımsız bir merkez bankası bulunmamasına rağmen burada sözü edilen operasyonel bağımsızlıktır. Operasyonel bağımsızlık, merkez bankasının enflasyon hedefine ulaşmak amacı ile elindeki tüm enstrümanları serbestçe kullanabilmesi anlamına gelmektedir(Usta,2003,s.16-17).

Merkez Bankası bağımsızlığı, para politikası uygulamalarında hesap verilebilirliğin ve şeffaflığın artırılmasını gerektirmektedir. Hesap verilebilirlik, hükümetin ve kamuoyunun atanmış para politikası otoritesinin performansını denetleme ve kontrol etmesini içermektedir. Merkez Bankası bağımsızlığı, kurumun para politikasının amaçları konusunda kamuoyunu kesin ve anlaşılır şekilde bilgilendirmesini gerektirdiğinden, politika uygulamaları şeffaf olmalıdır. Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ile merkez bankası bağımsızlığı, para politikasının amacına yardımcı olacak ve kamuoyunun geleceğe yönelik enflasyon beklentilerini azaltacak şekilde etkin kredibiliteye sahip olacaktır(Altıntaş ve Taban,2002,s.30).

Uzun vadeli çıkarları açısından merkez bankasının toplumca güven duyulan bir kurum olması aynı zamanda enflasyon bekleyişlerinin de daha hızlı düşmesini sağlayacaktır. Enflasyon bekleyişlerinin hedeflerle hızlı bir şekilde uyum sağlaması sonucunda enflasyonun kendisi de hedeflere o kadar hızlı ulaşacaktır. Bu sürecin sonucu, enflasyonu yüksek seviyelerden düşürmenin ve uzun vadede fiyat istikrarına ulaşmanın kısa vadedeki maliyetinin daha az olmasıdır. Aşağıdaki grafikte görüleceği gibi merkez bankalarının bağımsız olmaları ölçüsünde ortalama enflasyon seviyeleri düşük, enflasyon oranlarındaki hareketlilik de o derece az olmaktadır(TCMB,2002a,s.17).



Kaynak: TCMB(2002a).

Şekil 5: Enflasyon ve Merkez Bankasının Bağımsızlığı

4.2.1. Kurumsal ve Yapısal Düzenlemeler

Türkiye’de merkez bankasının bağımsızlığına yönelik ileri adımlar 2001 yılından itibaren atılmıştır. 5 Mayıs 2001 tarihinde yürürlüğe giren 4651 sayılı kanunla 1970 tarih ve 1211 sayılı Merkez Bankası Kanunu’nun 14 maddesinde değişiklik yapılmış, 7 maddesi yürürlükten kaldırılmış ve yeni bir madde eklenmiştir. Yasal değişikliğin temel amacı, merkez bankasının para politikası uygulaması konusundaki bağımsızlığının güçlendirilmesidir. Yapılan ampirik çalışmalarda, merkez bankalarının bağımsızlığı ile enflasyon arasında doğrudan bir ilişki olduğu daha önce belirtilmişti.

Bu çerçevede yeni Merkez Bankası Kanunu ile getirilen temel değişiklikler şu şekilde özetlenebilir(TCMB,2001b,s.111-114);

- Bir bağımsızlık ölçütü olarak, bankanın temel amacının fiyat istikrarını sağlamak olduğu ve bankanın para politikasının belirlenmesinde ve uygulanmasında tek yetkili ve sorumlu olduğu hükme bağlanmıştır. Banka araç bağımsızlığını kazanırken, enflasyon hedefini hükümetle birlikte belirleme görev ve yetkisiyle donatılmıştır.
- Araç bağımsızlığının bir sonucu olarak, kamuoyuna karşı hesap verebilirlik ve şeffaflık ilkelerinin de en üst düzeyde gerçekleştirilmesi benimsenmiştir.
- Fiyat istikrarının gerçekleştirilmesinde etkinlik sağlanması amacıyla, dünyadaki uygulamalar da göz önüne alınarak Para Politikası Kurulu oluşturulmuştur.
- Bağımsızlığın sağlanması kapsamında hazine ile kamu kurum ve kuruluşlarına avans verilmesi ve kredi açılması yasaklanmıştır.
- Son borç verme mercii sıfatıyla ödeme sisteminde aksamalara sebep olabilecek geçici likidite sıkışıklıklarını ve finansal piyasaların etkin bir şekilde çalışmasını engelleyebilecek teknik kaynaklı ödeme sorunlarını gidermek amacıyla, merkez bankasına sisteme, teminat karşılığında gün içi veya gün sonu kredi sağlama imkânı getirilmiştir.
- Finansal sistemde istikrarı sağlama görev ve yetkisi kapsamında bankaya, mali sistemin alt yapısının güçlendirilmesi ve mali sistemin taşıdığı risklerin belirlenmesi amacıyla, sistemi izleme ve değerlendirmeler yapma, mali sistemdeki risklerin sektörün geneline yayılmasını önlemek için gerekli tedbirleri alma yetkileri verilmiştir.
- Başkanın görev süresine paralel olarak, başkan yardımcılarının da görev süreleri 3 yıldan 5 yıla çıkarılmıştır. Ayrıca, başkanda olduğu gibi başkan yardımcılarının sürelerinin bitiminden evvel değiştirilmelerinin mümkün olmadığı hükmü getirilerek, görev güvencesi sağlanmıştır.
- Bankanın, istatistikî bilgilerin toplanmasında, kamu kurum ve kuruluşları, Hazine Müsteşarlığı, Devlet İstatistik Enstitüsü, diğer

Ülkelerin istatistikî bilgi toplamaya yetkili makamları ve uluslar arası kuruluşlarla işbirliği yapması benimsenmiştir.

4.3. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesi

Enflasyon hedeflemesi, gerek gelişmiş ülkelerde gerekse gelişmekte olan ülkelerde başarısı kanıtlanmış ve giderek artan sayıda ülke tarafından uygulanan bir para politikası rejimidir. Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2002 yılı başında para politikasının genel çerçevesine ilişkin yaptığı duyuruda, para politikasında nihai hedefin enflasyon hedeflemesine geçmek olduğunu, ancak gerekli ön koşullar tamamlanmadan enflasyon hedeflemesine geçilmesinin rejimin güvenilirliğini daha başlamadan sarsacağını ve bu nedenle enflasyon hedeflemesine geçiş için, para politikasının etkinliğini kısıtlayan unsurların zayıflamasının bekleneceğini vurgulamıştı. Aynı duyuruda, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilene kadar “örtük enflasyon hedeflemesi” uygulanacağı belirtilmişti. Bu doğrultuda, Hükümet’le birlikte enflasyon hedefleri saptanmıştır. Kısa vadeli faiz oranları enflasyonla mücadelede etkin olarak kullanılırken, para tabanı da ek bir çapa olarak enflasyon hedefinin güvenilirliğinin artırılması amaçlanmıştır. Bu şekilde merkez bankasının bağımsızlığı yolunda atılan adımlar, mali disiplin ve süregelen yapısal düzenlemelerin de katkısıyla, fiyat istikrarı yolunda önemi yadsınamaz kazanımları beraberinde getirmiştir(TCMB,2005,s.1).

Geçen süre zarfında, dalgalı kur rejimine uyum artmış ve enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için elverişli bir ortam oluşmasına yönelik önemli mesafeler alınmıştır: Enflasyon hedeflerinin tümüne ulaşılmış, güvenilirlik artmış, enflasyon bekleyişleri hedeflere yakınsamıştır. Bugün enflasyon son otuz yılın en düşük seviyelerinde bulunmaktadır. Kamu borç stokunun çevrilebilirliğine ilişkin tartışmalar geçmişte ekonomideki gündem maddeleri arasında ilk sıralarda yer alırken bugün artık bu yerini kaybetmiştir. Mali disiplinin sürekliliği konusundaki kaygılar büyük ölçüde hafiflemiştir. Finansal piyasaların derinliği artmaya başlamış, finansal kesimin kırılğanlığı azalmıştır. Ekonomik istikrarda alınan mesafeler ters dolarizasyon sürecinin başlamasını sağlamış, zaman zaman kesintiye uğrasa ve alınması gereken daha mesafe olsa da, portföy tercihlerinde Türk parası cinsinden yatırımların ağırlığı artmaya başlamıştır(TCMB,2005,s.1).

Merkez bankalarının birincil ve öncelikli amacı fiyat istikrarını sağlamak ve sürdürmektir. Enflasyon hedeflemesi ise, fiyat istikrarına ulaşılabilmesi amacıyla uygulanan ve gidererek yaygınlaşan bir para politikası stratejisidir. Akademik yazında birçok farklı tanım bulunsa da, uygulamalara bakıldığında enflasyon hedeflemesi rejimini diğer rejimlerden ayıran iki ana unsurun bulunduğu görülmektedir(TCMB,2005,s.3):

- Enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan merkez bankaları, enflasyon hedeflerini rakamsal olarak açıklamakta, bu hedeflere ulaşmayı taahhüt etmekte ve açıklanan hedeflere ulaşamaması durumunda kamuoyuna hesap vermekle yükümlü olmaktadır.
- Para politikası kararlarının ekonomiyi etkilemesi belli bir süre gerektirdiğinden, merkez bankaları bugünkü enflasyonu değil gelecekteki enflasyonu kontrol edebilmekte, bu amaçla belirli zaman aralıklarıyla enflasyon tahminleri oluşturmakta ve bu tahminleri kamuoyu ile paylaşmaktadırlar. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejimi çoğu zaman “enflasyon tahmini hedeflemesi” olarak da adlandırılabilir. Bu doğrultuda, öngörülerin enflasyon hedefi ile tutarlılığı ve hedeften sapma konusundaki riskler kamuoyuna anlatılmaktadır.

Türkiye’de uygulanan para politikası kademeli olarak enflasyon hedeflemesi rejimine yaklaşmıştır. 2006 yılında ise şeffaflık ve hesap verebilirlik alanında atılacak yeni adımlar ile uygulanacak olan para politikası artık enflasyon hedeflemesi rejimi olarak tanımlanacaktır. Diğer ülke örnekleri ve Türkiye’nin geçmiş deneyimleri incelendiğinde, enflasyon hedeflemesi rejiminin para politikasında bir son olmadığı; aksine, kesintisiz bir “gelişme” sürecinin bir parçası olduğu görülmektedir. Kuşkusuz, bu gelişme süreci sadece politika uygulayıcıları için değil, tüm ekonomik birimler için de geçerlidir. Bu süreçte kamuoyu ile karşılıklı etkileşimin ve bilgi paylaşımının artması rejimi daha işlevsel ve etkin kılacaktır. Bu doğrultuda, Merkez Bankası açısından önümüzdeki dönemin başlıca gündem maddeleri, şeffaflığın, hesap verebilirliğin ve öngörülebilirliğin artırılması olacaktır(TCMB,2005,s.3-4).

4.3.1. Enflasyon Hedeflemesinde Operasyonel ve Stratejik Gereklilikler

Merkez Bankası, enflasyon hedeflemesi rejimi konusunda 2000 yılından bu yana çalışmalarını sürdürmektedir. Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin ana çerçevesi oluşturulurken, bu rejimi uygulayan 20’yi aşkın gelişmiş ve gelişmekte olan ülkenin deneyimlerinden faydalanılmıştır. İncelenen ülke örnekleri, tarihsel, kültürel, ekonomik ve siyasal farklılıklar nedeniyle, “her ülkeye uygun tek ve en iyi uygulama” olmadığını göstermiştir. Dolayısıyla, enflasyon hedeflemesi rejimi çerçevesinde genel yapı oluşturulurken Türkiye’ye özgü bir modelin oluşturulması gerektiği göz önüne alınmıştır(TCMB,2005,s.4).

Yine bu süreçte, Türk lirasından altı sıfır atılarak Yeni Türk Lirası’na geçilmiştir. Orta vadeli programın açıklanması, Avrupa Birliği ile tam üyelik amaçlı müzakere sürecinin başlaması ve Uluslar arası Para Fonu (IMF) ile yapılan anlaşmayla birlikte temel makroekonomik değişkenlerin öngörülebilirliği daha da artmaya başlamıştır. 2001–2005 döneminde, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi açısından ön koşullardan bir diğeri olan para politikasında kurumsal alt yapının iyileştirilmesi konusunda da çok önemli adımlar atılmıştır. Bu süreç içinde Merkez Bankası, kurumsal çerçevesini etkinleştirmiş, iletişim politikasını daha net ortaya koymuş, bilgi setini genişletmiş ve enflasyon öngörü yöntemlerini geliştirmiştir. Ayrıca geçen zaman içinde, Merkez Bankası bağımsızlığı konusunda uygulama anlamında önemli mesafe alınmış; bu gelişme, kronik enflasyonist sürece tekrar dönülmeyeceği konusundaki bekleyişleri de güçlendirmiştir(TCMB,2005,s.2).

Bütün bu gelişmeler, enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesi için ön koşulların büyük oranda oluştuğuna ve doğru zamanın yaklaşmakta olduğuna işaret etmiştir. Gerek Türkiye İstatistik Kurumu’nun yayımladığı fiyat endekslerinde yapmış olduğu değişiklikler, gerekse gerçekleştirilen para reformu nedeniyle, Merkez Bankası, 2005 yılında da enflasyon hedeflemesi rejimine geçmemiş, ancak bu dönemi enflasyon hedeflemesi rejimine geçiş için son hazırlık dönemi olarak ilan etmiştir. Bu hazırlık döneminde para politikasının daha da kurumsallaşması yönünde atılan adımlar, para politikası stratejisi uygulamasını enflasyon hedeflemesi rejimine bir kademe daha yaklaştırmıştır. Söz konusu dönemde, Para Politikası Kurulu toplantıları önceden belirlenen ve kamuoyuna ilan edilen tarih ve saatte yapılmaya ve faiz kararları bu

toplantılardan sonra ve toplantıdaki görüşler de dikkate alınarak takip eden işgünü saat 9.00’da açıklanmaya başlanmıştır. Kararların ardından ise, Para Politikası Kurulu üyelerinin de görüşlerini içeren ve kararın gerekçesi niteliğinde bir metin gecikmeksizin yayımlanmaya başlanmıştır. Bu metinler sadece mevcut kararı gerekçelendirmekle sınırlı kalmamış, faiz oranlarına ilişkin kararların gelecekte izleyeceği seyre ilişkin sinyaller de vermiştir. Yine bu dönemde kurum içinde organizasyon yapısı yenilenmiş ve para politikasına ilişkin görev tanımları netleştirilmiştir. Sonuç olarak, son dört yıllık dönemde özellikle de son bir yıl içinde para politikasının öngörülebilirliği belirgin bir ölçüde artmış, kurumsal altyapı ve şeffaflık konusunda önemli gelişmeler yaşanmıştır(TCMB,2005,s.2-3).

Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası, 2006 yılında para politikası kurumsallaşma süreci çerçevesinde enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulamasına geçecektir. Bu rejim ile birlikte, son yıllardaki “düşen enflasyon” sürecinden “fiyat istikrarı” sürecine doğru ilerlenmesi planlanmaktadır. Bu kapsamda, önümüzdeki dönemde para politikasının genel çerçevesinde, enflasyon hedefleri ve bu hedeflere ulaşmak için izlenilecek politikalar konusunda giderek artan bir açıklık ve hesap verme söz konusu olacaktır(TCMB,2005,s.3).

4.3.1.1. Etkinlik

Uygulanan para politikasının etkinliğini sağlayacak en önemli konu etkileşim mekanizmasının çok iyi belirlenmiş olmasıdır. Diğer taraftan ara hedef olarak parasal bir büyüklük hedefleniyorsa, enflasyon ve parasal büyüklük arasında tahmin edilebilir ve istikrarlı bir ilişki olması ve para talebinin faiz elastikiyetinin yüksek olması gerekmektedir. Doğrudan enflasyon hedeflenmesi ise, ileriye yönelik (2 yıldan daha fazla), modele dayanan ve “politika gecikmeleri” ile tutarlı enflasyon öngörüsü yapabilmeyi gerektirmektedir. Enflasyon öngörüsünün de piyasalara düzenli aralıklarla açıklanması, Merkez Bankası’nın kredibilitesini artırmaktadır(Bürümcekci,2002,s.11).

4.3.1.2. Hesapverebilirlik

Bağımsızlık niteliğine bağlı olarak, demokrasilerde merkez bankasının karar alabilen bir kurum olarak ortaya çıkması, bu konumu kullanmasından kaynaklanan bir

sorumluluğu da beraberinde getirmektedir. Dolayısıyla, bağımsızlık aynı zamanda topluma karşı son derece ciddi bir sorumluluk üstlenmesi anlamına gelir. Bu anlamıyla bakıldığında madalyonun öteki yüzü hesap verebilirliktir. Yapısal bir bütün olarak ele alındığında, merkez bankasının yasalarla desteklenmiş net ve belirli bir hedefi ve hedefe ulaşmada bağımsız olarak kullanabileceği politika araçları varsa, bağımsızlık ve hesap verebilirlik birbirlerini tamamlarlar. Diğer bir deyişle, merkez bankalarının fiyat istikrarına ulaşmada kendi kararlarını alabilen (tek başına ya da hükümetler ile birlikte) bağımsız bir otorite olmaları hesap verebilir olmalarını gerektirmektedir(TCMB,2002a,s.17-18).

Uygulamada görüldüğü üzere, ara hedef olarak para arzını hedefleyen merkez bankaları yalnızca bu hedeften sorumlu olmaktadır. Doğrudan enflasyon hedeflenmesi durumunda ise, iktisat yazınında genel olarak iki farklı uygulama göze çarpmaktadır. Hükümet yetki veren, merkez bankası ise hükümetin ajanı olarak nitelendirilmektedir. Bu ilişki çerçevesinde değişik şekillerde sorumluluk kavramı incelenmektedir. İlki, hükümet ve merkez bankası arasında “resmi kontrat” olması durumudur. Kontratla, merkez bankasının görevi ve sorumluluk alanının altı çizilip, neleri açıklamakla yükümlü olduğu belirlenir ve başarısızlık durumundaki cezai yaptırım belirlenir (Yeni Zelanda gibi). Diğer bir uygulama ise, hükümet ile merkez bankası arasında resmi bir kontrat olmaz, ancak merkez bankası nihai hedefi olan fiyat istikrarını, bu hedefe ulaşırken uygulayacağı para politikasını kamuoyuna açıklayarak, bilgilendirmeye ve beklentileri etkilemeye çalışır (İngiltere, Kanada, İsveç gibi). Her iki durumda da, doğrudan enflasyonu hedefleyen merkez bankaları hedeflenen fiyat endeksini kamuoyuna açıklamaktadır. Ülkeden ülkeye değişmekle birlikte, bazı merkez bankaları çekirdek enflasyon diye tanımlanan büyüklükten sorumlu olmaktadır. Enflasyonun kendi kontrollerinin dışındaki faktörlerden etkilendiği konusunu önceden kamuoyuna bildirerek sorumluluk alanlarını belirlemeye çalışmaktadırlar. Kanada, İsveç gibi örneklerde ise çekirdek enflasyon oranları yalnız gösterge niteliğini taşımaktadır. Göstergelerdeki gelişmelerin uzun dönemde hedeflenen enflasyon oranı ile tutarlı olması ve uygulanan para politikasının enflasyonist bekleyişleri etkileyecek şekilde yönlendirilmesine çalışılmaktadır(Bürümcekci,2002,s.11).

4.3.1.3. Şeffaflık

Merkez bankaları hesap verebilir sıfatını taşıyabilmek için politikalarını oluştururken ve uygularken şeffaf olmak zorundadırlar. Ekonomideki birimlere hedeflerini ve uygulamalarını en açık bir şekilde anlatmak, kısaca şeffaf olmak hesap verebilir olmanın gerektirdiği bir nitelik olmanın yanı sıra merkez bankasının hedefine ulaşmada, yani ekonomideki bekleyişlerin kendi hedefleri ile örtüşmesini sağlamada önemli bir araçtır(TCMB,2002a,s.18).

Teoride ve uygulamada merkez bankasının şeffaflığı ve sorumluluğu birbiri ile örtüşmüş kavramlar olarak görülmektedir. Para arzının ara hedef olduğu durumlarda aylık yayınlanan para arzı rakamı politikanın şeffaflığı için yeterliyken, doğrudan enflasyon hedeflendiğinde, konjonktürdeki ve buna bağlı olarak enflasyondaki gelişmeleri inceleyen raporların belirli aralıklarla yayınlanması gerekmektedir. Bazı merkez bankaları ise para politikası komitesinin toplantı kayıtlarını yayınlayarak kamuoyuna daha açık olmayı seçebilmektedir(Bürümcekci,2002,s.11).

4.3.1.4. Orta Vadeli Yönelme

Belirsizlik ortamında merkez bankalarının orta vadede uygulamak istedikleri politikaları önceden açıklaması, kamuoyunun karar verme sürecini olumlu yönde etkileyecek bir temel parasal çerçeve oluşturacaktır. Böyle bir çerçeve, gerek merkez bankalarının orta vadeli amaçlarını göstermesi bakımından, gerekse enflasyonla mücadelede orta vadeli beklentilerin doğru oluşmasını sağlamak açısından önemlidir(Bürümcekci,2002,s.11).

4.3.1.5. Kredibilite

Merkez bankaları şeffaf, tutarlı ve süreklilik arz eden para politikaları, doğru enflasyon öngörüsü ve bunların yayınlanmasıyla, sorumluluk alanlarını kamuoyuna iyi anlatabilmekte ve kredibilitelerini yükseltmektedirler. Diğer taraftan politikanın kredibilitesi, teoride dört farklı yaklaşımla anlatılmaktadır. Başlangıç noktasını, merkez bankasının arz yönlü şoklara paralel tepki verdiği (büyüme ve yatırımlarda istikrarsızlığa neden olmamak için), talep yönlü şoklara ise dengeleyici tepkiler vermesi

gerektiği yönünde alırsak, merkez bankasının nihai hedef olarak fiyat istikrarını sağlarken, diğer taraftan da ekonomide istikrarlı bir büyümeyi de gözettiğini söyleyebiliriz. Bu yaklaşımlardan ilki olan “enflasyonun doğrudan hedeflenmesi” ile merkez bankası, fiyat istikrarını sağlayarak kredibilitiyi de beraberinde getirmektedir. Başlangıç noktası bağlamında, uygulamanın en önemli dezavantajı arz yönlü şoklar karşısında reel ekonomi olumsuz etkilenebilmektedir. Parasal hedeflemede ise, Bundesbank örneği gibi, istikrarlı bir parasal genişleme ile, fiyat istikrarı sağlanarak, kredibilite kazanılmaktadır. İkincisi, “kurala benzer yaklaşım” olarak nitelenmektedir. Bu yaklaşımda arz yönlü şokların etkisi en aza indirgenmeye çalışılırken, “zaman tutarlı” ve “kurala bağlı” bir para politikası uygulanmaya çalışılmaktadır. Bu yaklaşımda önemli olan şokların arz yönlü veya talep yönlü olduğunun doğru olarak belirlenmesidir. Örneğin kurlardaki değişimin talep yönlü (iç talep artışından kaynaklanan) veya arz yönlü olduğunun belirlenmesi pratikte çok kolay olmayan bir durumdur. Dolayısıyla bu yaklaşımda politikanın kredibilitesinin nasıl sağlanacağını cevabı açık kalmaktadır. Üçüncü yaklaşım olan “tutucu merkez bankası yaklaşımı” pratikte merkez bankasının her bir dışsal şoka karşı planlarını içeren bir plan setinin olmasının imkânsızlığına dayanarak öne sürülen, “kurala bağlı” veya “duruma bağlı” para politikası uygulamalarını içermektedir. Son yaklaşım ise, “geçici müdahale yaklaşımı” olarak belirtilmektedir. Burada, para politikasının nihai hedefini hükümet belirlemekte, ancak para politikası araçları merkez bankasının kontrolünde olmakta, hükümet yalnızca çok acil durumda merkez bankasının politikasına geçici olarak müdahale etmektedir. Diğer bir deyişle, acil bir durumda hedeflenen enflasyon oranından geçici sapmaların sorumluluğunu hükümet üstlenmekte, böylelikle fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik para politikasının kredibilitesi garanti altına alınmaya çalışılmaktadır(Bürümcekci,2002,s.11-12).

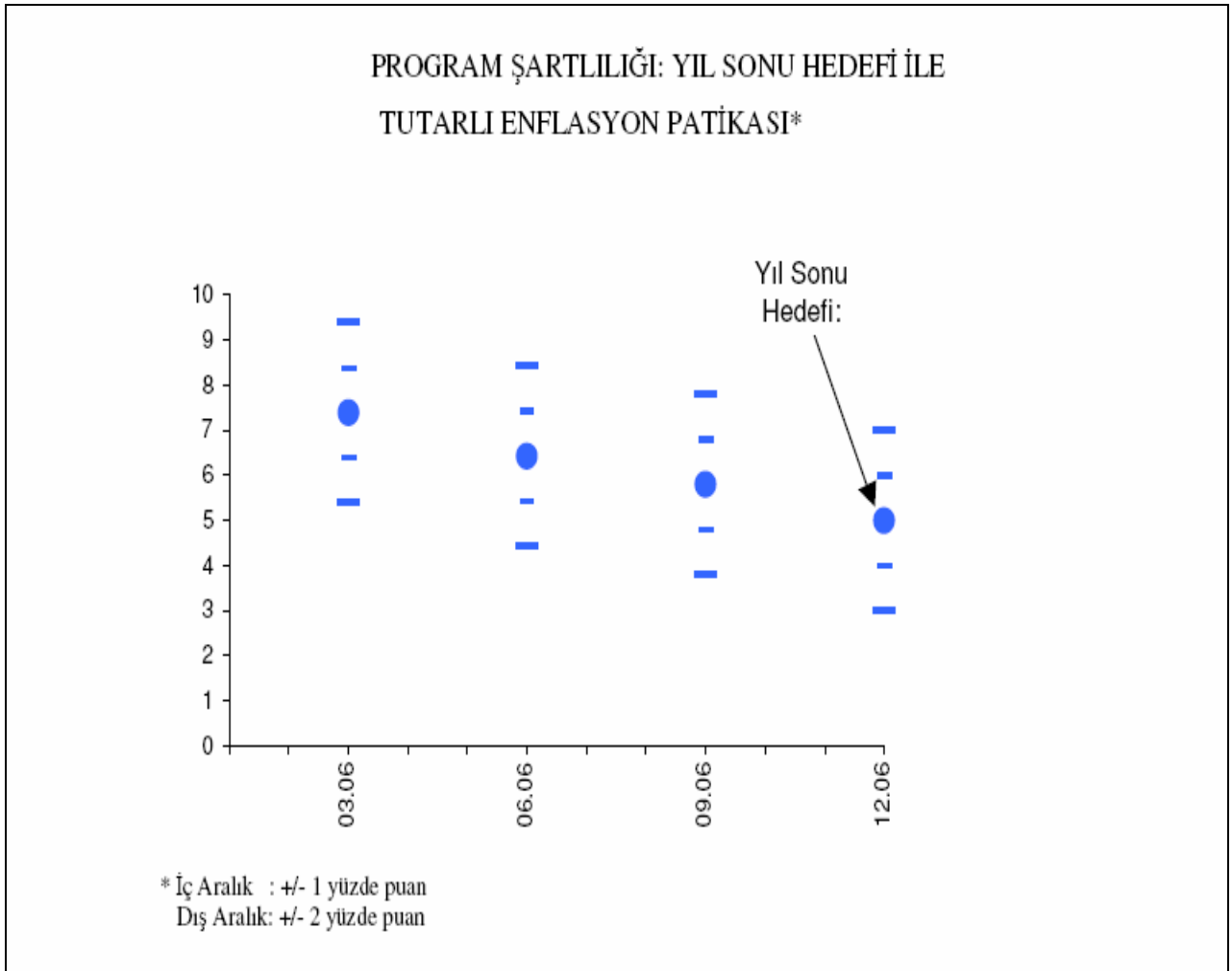
4.3.2. Türkiye’de Enflasyon Hedeflemesine Geçiş Süreci

Kamuoyu tarafından kolay anlaşılabilirliği ve iletişim açısından avantajları göz önüne alınırken, enflasyon hedefi “nokta hedef” olarak belirlenmiştir. Toplumun her kesimi tarafından kolaylıkla takip edilebildiği ve günlük yaşam maliyetini iyi ölçen bir gösterge olduğu için, enflasyon hedefinin Tüketici Fiyat Endeksi üzerinden tanımlanması tercih edilmiştir. Bu doğrultuda, hedeflenen değişken 2003 temel yıllık Tüketici Fiyat Endeksi’nin yıllık yüzde değişimi ile hesaplanan yılsonu enflasyon

oranıdır. 2006 yılından itibaren üç yıllık bütçe uygulamasına geçildiği göz önüne alındığında, üç yıllık bir hedef patikasının açıklanmasının, enflasyon hedeflerinin içsel tutarlılığını ve diğer makroekonomik projeksiyonlarla uyumunu artıracakı düşünülmektedir. Bu nedenle, enflasyon hedeflemesi rejiminin bu ilk aşamasında hedefler üç yıllık olarak ilan edilmektedir. Katılım Öncesi Ekonomik Program ve üç yıllık bütçe planlarıyla uyumlu olarak, 2006, 2007 ve 2008 için yılsonu hedefleri sırasıyla yüzde 5, yüzde 4 ve yüzde 4 olarak belirlenmiştir. 2009 yıl sonu hedefi ise 2006 yılı içinde açıklanacaktır(TCMB,2005,s.4-5).

2006 yılı başında enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle birlikte, “IMF programı şartlılığı” kapsamında; Net Uluslararası Rezervler performans kriteri olmayı sürdürecektir, ancak Para Tabanı performans kriterinin ve Net İç Varlıklar gösterge hedefinin yerlerini “enflasyon gözden geçirme kriterleri” alacaktır. Bu doğrultuda, 2006 yılından itibaren, program çerçevesinde IMF ile gözden geçirmelerde kullanılmak üzere her yılın başında yılsonu hedefi ile tutarlı bir patika oluşturulacaktır. 2005 yılının sonu itibariyle 2006 yılı Mart, Haziran, Eylül ve Aralık ayı sonları için yılsonu hedefi ile tutarlı enflasyon rakamları hesaplanmış ve bu rakamlar Niyet Mektubunda yer almıştır. IMF ile yapılan program çerçevesinde, gözden geçirmelerde kullanılmak üzere hazırlanan üç aylar itibariyle 2006 yılsonu hedefi ile tutarlı enflasyon patikası aşağıdaki şekilde gösterilmektedir. Söz konusu patika oluşturulurken baz etkisi ve mevsimsellik gibi unsurlar göz önüne alınmıştır. 2007 yılına ilişkin patika, 2006 yılının sonunda oluşturulacaktır(TCMB,2005,s.11).

Grafik’ten de görüleceği gibi, hedefle tutarlı patikanın etrafında gözden geçirme kriterleri oluşturulmuştur. Her üç aylık dönemler itibariyle, hedefle tutarlı patikanın bir puan ya da daha fazla altında kalınması veya üzerine çıkılması durumunda gözden geçirmelerde IMF teknik elemanları ile görüşmelerde bulunulması söz konusu olacaktır. Böyle bir durumun ortaya çıkması halinde, Merkez Bankası sapmanın nedenlerini yayımladığı dönemsel raporlar aracılığıyla kamuoyuna açıklayacaktır(TCMB,2005,s.12).



Kaynak: TCMB(2005).

Şekil 6: Enflasyon Patikasının Görünümü

Hedefle tutarlı patikanın 2 puan ya da daha fazla altında kalınması veya üzerine çıkılması durumunda ise, söz konusu program şartlılığının ihlal edilmesi anlamına geleceğinden, program esasları dahilinde alınması gereken önlemler açıklanacaktır. Bu uygulama aynı zamanda “Merkez Bankası’nın hedefle uyumlu patikanın iki puan altında veya üzerinde olması durumunda ayrı bir metin hazırlayarak bu durumun nedenleri ve alınması gereken önlemleri kamuoyuna açıklaması ve Hükümete yazılı olarak bildirmesi” ilkesi ile uyumludur. Böylece program şartlılığının olası bir ihlalinde kamuoyuna yapılacak olan açıklama IMF’ye de sunulacak ve bu konudaki şeffaflık tesis edilmiş olacaktır(TCMB,2005,s.12).

Burada vurgulanması gereken ve son derece kritik bir husus bulunmaktadır. Yukarıda çerçevesi açıklanan program şartlılığı, para politikasının üç aylık dönemlere

odaklanması anlamına gelmemektedir. Program dahilinde oluşturulan patika, enflasyonun yıl içinde izleyeceği seyrin hedeflerle tutarlılığının değerlendirilmesi bakımından görece bir önem taşıyacaktır. Merkez Bankası, para politikası kararlarında orta vadeli yaklaşımını devam ettirecektir. Örneğin, 2006 yılı Ocak ayı itibarıyla, hedefle tutarlı patikadan Mart ayında önemli bir sapma olacağının öngörülmesi halinde, enflasyon görünümü orta vadeli hedeflerle tutarlı ise, bu durum kamuoyuna açıklanacak ve para politikası tepki vermeyecektir(TCMB,2005,s.13).

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçilmesiyle beraber, para politikasının temel iletişim aracı üç ayda bir yayımlanacak olan Enflasyon Raporu olacaktır. Rapor'un 2006 yılı yayım tarihleri Ocak, Nisan, Temmuz ve Ekim aylarının son haftası olarak belirlenmiştir. Enflasyon Raporu'nda enflasyon ve genel makroekonomik gelişmeler kapsamlı olarak ele alınacaktır. Rapor'daki en büyük yenilik, Merkez Bankası'nın enflasyon öngörülerinin yayımlanması olacaktır. Geçmiş Rapor'da yer alan öngörülerde bir değişiklik durumunda ise güncel öngörülerin bir önceki döneme oranla neden farklılaştığına ilişkin bilgi verilecektir. Ayrıca Rapor'da enflasyonu etkileyen unsurların genel değerlendirmesi eşliğinde gelecekte uygulanabilecek politikalar ilişkin sinyaller de yer alacaktır. Böylelikle, enflasyon hedeflemesi rejiminin gerektirdiği şeffaflık ve hesap verebilirlik alanlarında önemli bir adım daha atılmış olacaktır(TCMB,2005,s.13).

Enflasyon hedeflemesi rejiminin uygulanmasında Enflasyon Raporu'nun yanı sıra Para Politikası Kurulu toplantı özetleri de iletişim politikasının önemli araçlarından biri olacaktır. Bugüne kadar benzer bir işlevi üstlenen aylık Enflasyon ve Görünüm Raporu yerini ikili bir raporlama sistemine bırakacaktır. Para politikası kararının hemen ardından, karar ile birlikte kararın gerekçesini özetleyen kısa bir metin yayımlanacaktır. Para Politikası Kurulu'nun değerlendirmelerini ve enflasyon görünümüne yönelik duruşunu özetleyen metin ise toplantı tarihinden sonra 5 iş günü içinde yayımlanacaktır. Enflasyon hedeflemesi rejiminde iletişim politikası kapsamında kullanılacak bir diğer önemli araç ise, basın toplantıları ve sunumları olacaktır. Merkez Bankası, zaman zaman enflasyon hedeflemesi rejiminin genel çerçevesini, üniversiteler ve sivil toplum örgütlerindeki sunumlar aracılığıyla kamuoyuyla paylaşacaktır. İletişim politikasının bir diğer ayağı, Merkez Bankası'nın yayımladığı teknik raporlar, aktarım mekanizmasının daha iyi anlaşılmasına yönelik notlar ve enflasyon tahminlerinde kullanılan yöntemlere ilişkin sunuşlar olacaktır(TCMB,2005,s.13).

Enflasyon hedeflemesi rejimine geçildiğinde, Para Politikası Kurulu para politikası kararlarında “tavsiye veren” konumdan “karar alıcı” konuma geçecektir. Olağanüstü koşullar hariç, Para Politikası Kurulu, 2001’den bu yana olduğu gibi, 2006 yılında da Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası Kanunu gereği aylık olarak toplanmaya devam edecektir. Önümüzdeki dönemde enflasyon projeksiyonlarının yenilenmesi ve Enflasyon Raporu’nun yayımlanması ise milli gelir rakamlarının açıklanmasını takiben yılda dört defa gerçekleştirilecektir. Dolayısı ile, yıl içindeki on iki Para Politikası Kurulu toplantısından dördü Enflasyon Raporu’nun yayımlanması ile aynı döneme gelecektir(TCMB,2005,s.14).

4.4. Türkiye’de Parasal Büyüklükler ve Enflasyon Arasındaki İlişkinin Ampirik Bir Analizi

4.4.1. Metodoloji

Uygulanacak olan parasal hedefleme stratejilerinin başarılı sonuçlar verebilmesi ve nihai hedef olan fiyat istikrarına ulaşılabilmesi için parasal büyüklükler ve enflasyon arasında istikrarlı ve tahmin edilebilir bir ilişki olması lazımdır. Çalışmanın bu bölümünde, Türkiye’deki parasal büyüklükler ve enflasyon arasındaki ilişkinin seyri ile ilgili ekonometrik değerlendirmeler yapılacaktır.

VAR modeli, seçilen bütün değişkenleri birlikte ele alır ve bir sistem bütünlüğü içinde inceler. Kesin bir biçimde içsel ve dışsal değişken ayrımı söz konusu değildir. Ekonometrik modelin şekillendirilmesi aşamasında, belirli ve modelin oluşumuna etki eden katı bir iktisadi teorinin varlığı kabul edilmez. İktisadi teorinin öne sürdüğü kısıtlamaların, varsayımların model tanımını bozmasına izin verilmez. Değişkenler arası ilişkiler hakkında bir ön kısıt konulmaz. Böylelikle ekonometristlerin model kurma aşamasında yapmak zorunda oldukları ön varsayımların olumsuz etkileri büyük ölçüde ortadan kalkmaktadır(Özgen ve Güloğlu,2004,s.95).

VAR modelleri, değişkenlerin geçmiş döneme ait verilerini kullanarak bu değişkenlerin gelecekte alacağı değerleri tahmin etmeye çalışmaktadır. İktisadi teoriye dayanan ekonometrik modellerden farklı olarak VAR modellerinde içsel dışsal değişken ayrımı olmadığı gibi bazı katsayıların baştan sıfır olduğu kabulü de yapılmaz. Genel

olarak VAR modellerinde her değişken hem kendi geçmiş değerlerinin hem de diğer değişkenlerin bir fonksiyonu olarak yazılır. VAR modellerinde önemli olan karar aşamaları modele girecek değişkenlerin saptanması ile gecikme uzunluğunun belirlenmesidir. Tahmin edilen değişkenleri etkileyen önemli bir değişkenin unutulması durumunda VAR modelinin tahmin gücü düşecektir(Günçavdı, Levent ve Ülengin,2000,s.154-155).

Bir VAR modeli, ekonominin dinamik hareketlerinin basit bir tanımlamasını ortaya koyan, yapısal bir modelin indirgenmiş bir şeklidir. VAR şokları da genelde, tüm yapısal şokların(mal piyasası ile ilgili şoklar, dışsal şoklar, dolanım şokları, teknolojik şoklar) doğrusal kombinasyonları olabilmektedir(Woglom,2000,s.6).

Uygulamaya esas teşkil eden çalışma, Gottschalk ve Moore'nin 2001 yılında yaptığı ve Polonya'daki enflasyon hedeflemesini rejimini incelediği "Implementing Inflation Targeting Regimes: The Case of Poland" ve Eser Tutar'ın 2002 yılında yapmış olduğu "Inflation Targeting in Developing Countries and Its Applicability to the Turkish Economy" adlı çalışmalarıdır. Bu kapsamda Türkiye için VAR modelinin indirgenmiş bir şeklinin tahmini yapılacaktır. Para arzı(M1), tüketici fiyat endeksi(TÜFE), nominal döviz kuru(USD), gayri safi yurtiçi hasıla(GSYİH) ve faiz oranları(i) kullanılarak, M1-TÜFE, M1-TÜFE-i, M1-TÜFE-USD ve M1-TÜFE-i-GSYİH'dan oluşan dört farklı VAR modeli tahmini yapılacaktır.

Birim kök ve eşbütünleşme testleri yapılarak çok değişkenli VAR yapısı kullanılacaktır. Aynı zamanda sistemin dinamik yapısının anlaşılabilmesi için etki-tepki fonksiyonları kullanılacaktır. Etki-tepki fonksiyonları, sistemdeki bir değişkenin, sistem değişkenlerinin birindeki standart bir sapma şokuna karşı beklenen tepkisini göstermektedir. Kullanılacak veriler 1987 yılının birinci çeyreği ve 2003 yılının dördüncü çeyreğini kapsayacaktır.

Zaman serilerinin entegrasyonu için gerekli olan hesaplamaların yapısında sistemdeki belirsizliklerden kaçınılacaktır. Çeşitli birim kök testlerinin sonuçları, buradaki entegrasyonun tamamlanması için tüm değişkenlerin göz önüne alındığını göstermektedir. Konuyla ilgili diğer bir husus da değişkenler arasında eşbütünleşme ilişkisinin var olup olmadığıdır. Johansen(1988), sistemdeki bağımsız durağan

vektörlerin sayısını belirlemekte ve iki eşbütünleşme vektörünün kanıtını açık bir şekilde ortaya koymaktadır(Gottschalk ve Moore,2001,s.30).

VAR modellerinden elde edilen etki-tepki fonksiyonları sıklıkla, sistemdeki değişkenlerden birisine gelen şokun sistemdeki diğer değişkenler üzerindeki etkilerini incelemek için kullanılırlar. Başka bir ifadeyle, etki-tepki fonksiyonları VAR modelindeki her bir değişkenin, yapısal şoklar ortaya çıktığında bu şoklara karşı dinamik tepkisini gösterirler(Güloğlu,2005,s.1).

Para politikası şokları uygun bir şekilde tanımlandıktan sonra, etki-tepki fonksiyonlarının bu şoklara cevabının, her değişken için zaman patikasının belirlenmesinin bir haritasını ortaya çıkarması muhtemeldir. Bu analizlerin sonuçları, önemli oranda seçilen stratejilerin tanımlanmasına bağlıdır. Aşağıdaki denklem sisteminin ekonominin gerçek yapısını gösterdiği varsayılmaktadır(Gottschalk ve Moore,2001,s.30-31):

$$A_0 y_t = A(L) y_t + u_t$$

y_t : Ekonomik değişkenleri içeren bir vektördür,

A_0 :Etki çarpanlarının matriksi,

L :Gecikme operatörü,

$A(L)$:Polinom trendini içerir,

u_t : Kovaryans matriksidir ve $\sum_u$ ile birlikte yapısal dağılımı vermektedir.

4.4.2. Veriler

Kullanılacak veri setleri, Türkiye ekonomisine ait 1987:1-2003:4 dönemlerini kapsayan üçer aylık verilerdir. Bu veriler, para arzı, 1987 bazlı fiyatlar genel düzeyi, üç aylık nominal mevduat faiz oranı, nominal döviz kuru (ABD Doları satış kuru) ve gayri safi yurtiçi hasıladan ibarettir ve Türkiye Cumhuriyeti Merkez Bankası(TCMB)'nın veri setlerinden elde edilmiştir. Kullanılacak modeller ise;

- Para arzı-Fiyatlar genel düzeyi (M1-TÜFE),
- Para arzı-Fiyatlar genel düzeyi-Faiz oranı (M1-TÜFE-i),

- Para arzı-Fiyatlar genel düzeyi-Döviz kuru (M1-TÜFE-KUR) ve
- Para arzı-Fiyatlar genel düzeyi-Faiz oranı-Gayri safi yurtiçi hasıla (M1-TÜFE-i-GSYİH) dan oluşmaktadır.

Durağan olmayan zaman serilerinin varyansı, gözlem sayısıyla birlikte artış göstermekte ve klasik test yöntemlerinin ve yapılan öngörülerin geçerliliği ortadan kalkmaktadır. Modelin tahmin edilmesinde birim kök testleri büyük önem arz etmektedir. Zaman serilerinin durağanlığı ve bütünleşme derecesi, yaygın olarak Genişletilmiş Dickey-Fuller (ADF), Phillip-Perron (PP) ve Kwiatkowski, Phillips, Schmidt ve Shin(KPSS) birim kök test yöntemleriyle belirlenmektedir. Bu testlerin kullanılmasında ortaya çıkan bir sorun, hata terimindeki seri korelasyonu ortadan kaldıran optimum gecikme sayısının seçilmesidir. Bu çalışmada Genişletilmiş Dickey-fuller (ADF) birim kök test yöntemi kullanılacaktır.

Para arzı, fiyatlar genel düzeyi, faiz oranı ve gayri safi yurtiçi hasıla arasındaki uzun dönem ilişkisinin tespit edilmesi için yapılan testin amacı parasal büyüklüklerin durağan olup olmadığının ortaya çıkarılmasıdır. Durağan olmayan serilerin birinci derece farkları alındığı zaman seri durağan hale geliyorsa seriler arasında eşbütünleşme testinin yapılabileceğini göstermektedir.

Tablo:2 ADF Birim Kök Test Sonuçları

Seriler	Seviye	1. Fark
M1 (Para Arzı)	-0.634265	-3.362664
TÜFE (Enflasyon)	-2.140883	-4.553613
KUR (Dolar Kuru)	-1.080870	-5.870232
GSYİH (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla)	-3.867621	-8.395390
i (Faiz Oranı)	-2.872724	-6.243174

Tablo 2, değişkenlerin durağanlık ve bütünleşme derecelerini veren birim kök test sonuçlarını göstermektedir. Değişkenlerin hepsi birim köke sahiptir ve durağan değildirler. Genel olarak tüm değişkenlerin birinci dereceden bütünleşik I(1) oldukları kabul edilir. Serilerin birinci derece farkları alındığında durağanlık koşulu sağlanmaktadır. Ancak, değişkenler birlikte hareket eden ortak bir trende sahiplerse,

farkın alınması ortak trendi ortadan kaldırmakta ve istatistiksel bilgi kaybına yol açmaktadır.

4.5. VAR Modelleri

4.5.1. M1 ve TÜFE'den oluşan İki Değişkenli VAR Modeli

Durağan olmayan ekonomik değişkenlerin, doğrusal bileşimlerinin durağan olup olmadığını test etmek ve uzun dönemli denge ilişkilerini araştırmak üzere yapılan çalışmalar Engle ve Granger'in 1987 yılında yapmış oldukları çalışma ile başlamıştır. Bununla ilgili olarak Johansen-Juselius(1990)'da eşbütünleşme testinde en çok kullanılan yöntemlerden birisidir.

Durağan olmayan değişkenlerden oluşan modeller için, uzun dönemli denge durumunu ortaya koymak için eşbütünleşme testi yapılmıştır. Johansen-Juselius(1990), eşbütünleşme vektörlerinin sayısını belirlemek için iki farklı test ileri sürmüştür. Bunlar; maksimum özdeğer ve iz istatistikleridir. Eşbütünleşme testi, modelin gecikme sayısına da duyarlıdır. Uygun gecikme sayısı ise kısıtlanmamış VAR modelinden son öngörü hatası(Final prediction error) kullanılarak elde edilmiştir. H_0 hipotezi, eşbütünleşme ilişkisinin belli sayıda olduğunun veya daha aza eşbütünleşme ilişkisi olduğunu göstermektedir. İz ve maksimum özdeğer test istatistikleri ile bunların %5 kritik değerleri verilmiştir. Test sonuçlarına göre tüm modellerde bir tane eşbütünleşme ilişkisi vardır. Kısa dönemde, birbirlerinden farklı hareket ediyor görünen değişkenler aslında aynı stokastik trendi paylaşmakta ve uzun dönemli bir dengeye sahip olmaktadır.

Tablo 3: M1 ve TÜFE Modeli İçin Johansen Eşbütünleşme Testi

MODEL 1: M1-TÜFE				
Trend Varsayımı: Deterministik Lineer Trend				
Öz değerler	İz İstatistiği	%5	Maks. Özdeğer İstatistiği	%5
0.312607	30.76769	19.96	23.99030	15.67
0.100482	6.777386	9.24	6.777386	9.24
Eşbütünleşme ilişkisine göre normalleştirilmiş M1 değişkenine ait denklemin katsayıları (Parantez içindeki değerler standart sapmalardır)				
M1	TÜFE			
1.000000	-0.975960			
	(0.00740)			

Değişkenler arasında eşbütünleşme varsa dengeden sapmalar geçicidir ve yeniden dengeye yönelmede uyum süreci önemli olmaktadır. Bu amaç doğrultusunda Hata Düzeltme Modeli(Vector Error Correction Estimates) yaygın olarak kullanılmaktadır. Hata düzeltme modeli, dinamik bir sistem özelliği göstermektedir ve bu sistemdeki hata düzeltme terimi uzun dönem dene ilişkisinden sapmaları temsil etmektedir. Farkı alınmış terimlerin geciktirilmiş değeri olarak da ifade edilmektedir.

Tablo 4:M1-TÜFE Modeli İçin Vektör Hata Düzeltme

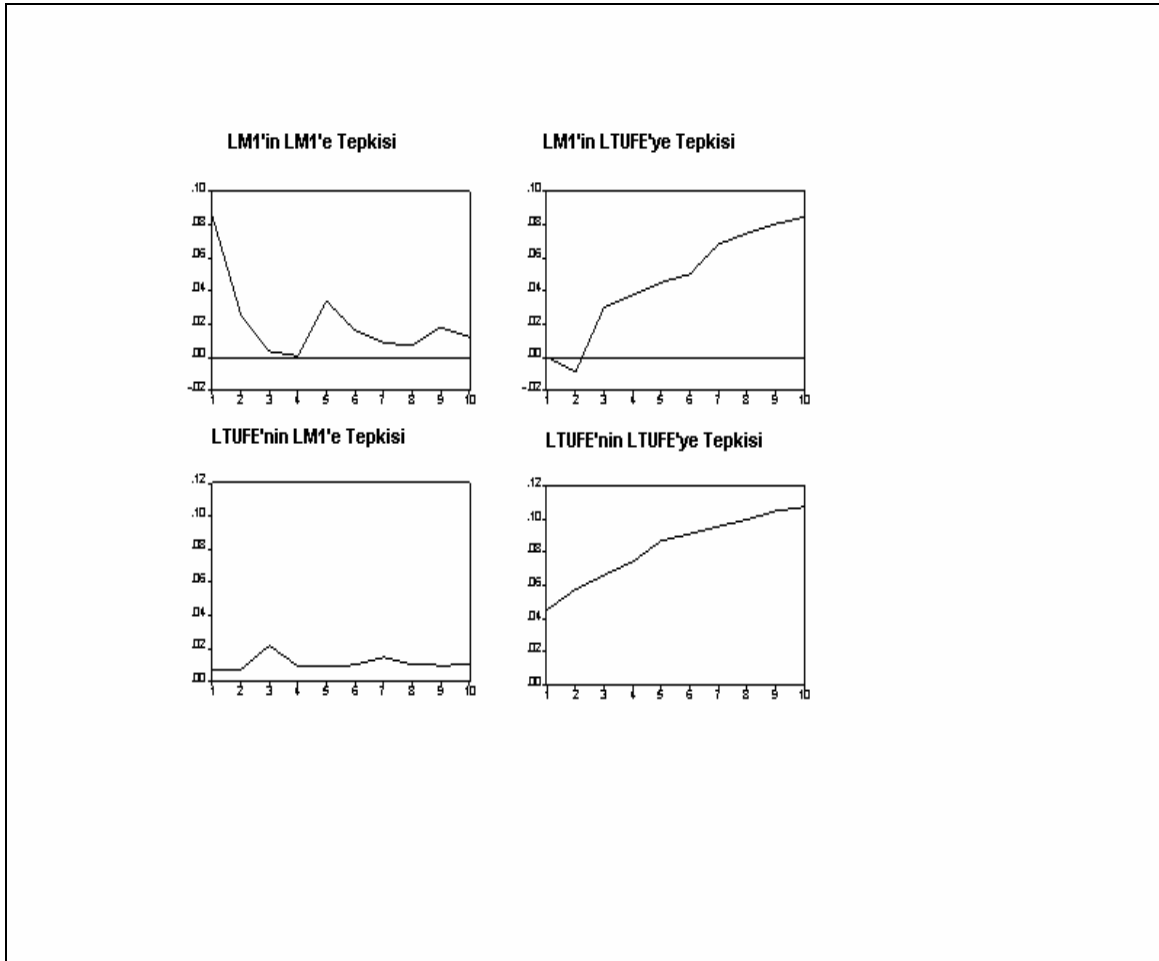
Hata Düzeltme	D(LM1)	D(LTUFÉ)
Hata Düzeltme Terimi	-0.597252 [-4.28457]	-0.027553 [-0.36882]
D(LM1(-1))	-0.087942 [-0.64418]	0.002237 [0.03058]
D(LM1(-2))	-0.209417 [-1.98135]	0.169775 [2.99717]
D(LM1(-3))	-0.180744 [-1.60944]	-0.081381 [-1.35214]
D(LTUFÉ(-1))	-0.781114 [-2.76043]	0.250098 [1.64915]
D(LTUFÉ(-2))	0.198155 [0.70162]	0.085472 [0.56469]
D(LTUFÉ(-3))	-0.160159 [-0.56589]	0.116050 [0.76509]
Sabit Terim	0.279174 [4.65590]	0.057230 [1.78092]
R²	0.555465	0.302263
F İstatistiği	9.996320	3.465638

[] İçerisindeki değerler t istatistik değerleridir.

Para arzı ve fiyatlar genel düzeyi arasındaki eşbütünleşme ilişkisinin varlığı aralarındaki uzun dönemli ilişkiyi ortaya koymaktadır. Uzun dönem dengesinden sapmalar kısa dönemli değişikliklerle giderilmeye çalışılmaktadır. Hata düzeltme terimlerine baktığımızda, enflasyonun sistemin dengeye gelmesinde çok fazla etkisinin olmadığını buna karşın bu koşulu büyük oranda para arzının sağladığını görmekteyiz.

Bu model kapsamında etki-tepki fonksiyonları ve değişim kaynağının ayrıştırım teknikleri de kullanılmaktadır. Modelin belirleyici özellikleri, parasal büyüklüklerin fiyat seviyesini ve gelecekteki seyrini etkileyen bilgileri içerip içermediğinin değerlendirmesini yapmamıza yardımcı olan etki-tepki fonksiyonlarında gösterilmektedir. Etki-tepki fonksiyonları, sistemde yer alan denklemlerdeki hata

terimlerine gelen bir birim standart sapma değerindeki bir şoka, içsel değişkenlerin gelecek dönemlerde verdiği tepkinin ölçülmesine yardımcı olmaktadır.



Şekil 7: M1-TÜFE Modeli İçin Etki-Tepki Fonksiyonları

Para arzına bir şok verildiği zaman enflasyon üzerinde ilk başlarda arttırıcı bir etkisi görülmezken ikinci dönemden sonra enflasyonu bir miktar arttırmakta ama genelde durağan bir seyir izlemektedir. Enflasyonun kendisine verilen bir şok durumunda ise enflasyon sürekli artış göstermekte ve enflasyonun kendisi önemli bir belirleyici olmaktadır.

Değişim kaynağının ayrıştırımı tekniği, içsel bir değişkenden şok öğeleriyle sistem içindeki içsel değişkenlere olan değişmeyi ayrıştırır. Değişim kaynağının ayrıştırımı, bir içsel değişkendeki değişimin hangi değişkenler tarafından sağlandığı hakkında bilgiler vermektedir.

Değişkenler arasındaki doğrudan ve dolaylı etkinin belirlenmesinde kullanılan varyans ayrıştırması, değişkenlerin kendilerinde ve diğer değişkenlerden birinde meydana gelen şokların kaynaklarını yüzde olarak ifade eder. Yani, değişkenlerde meydana gelecek bir değişimin yüzde kaçının kendisinden ve diğer değişkenlerden kaynaklandığını gösterir. Bir değişkende meydana gelen değişimlerin tamamı kendisindeki şoktan kaynaklanıyorsa, bu durum değişkenin dışsal olarak hareket ettiğini, modeldeki diğer değişkenlerden kaynaklanıyorsa değişkenin içsel olduğunu gösterir. Varyans ayrıştırması aynı zamanda değişkenler arası nedensellik ilişkilerinin dercesi konusunda da bilgi verir(Akyazı ve Artan,2004,s.12).

Tablo 5: M1-TÜFE Modeli İçin Varyans Ayrıştırması

LM1'in Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	LM1	LTUFE
1	0.085383	100.0000	0.000000
2	0.089534	99.02172	0.978283
3	0.094532	88.95684	11.04316
4	0.101827	76.67054	23.32946
5	0.116377	67.16156	32.83844
6	0.127754	57.32461	42.67539
7	0.145057	44.80178	55.19822
8	0.163325	35.52961	64.47039
9	0.182923	29.28261	70.71739
10	0.201977	24.39410	75.60590

LTUFE'nin Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	LM1	LTUFE
1	0.045760	2.545325	97.45467
2	0.073983	1.910862	98.08914
3	0.101773	5.516418	94.48358
4	0.126485	4.120156	95.87984
5	0.153809	3.120361	96.87964
6	0.179081	2.619993	97.38001
7	0.203659	2.540403	97.45960
8	0.227072	2.245742	97.75426
9	0.250402	2.001496	97.99850
10	0.272707	1.824850	98.17515

Cholesky Sıralaması: LM1 LTUFE

Para arzı ve fiyatlar genel düzeyinden oluşan ilk modelimizde, enflasyonu para arzının iki dönem önceki değeri etkilemektedir, ama bu etki oldukça sınırlıdır. Enflasyonu tüm dönemler boyunca daha çok enflasyonun kendisi etkilemektedir.

Varyans ayrıştırmasına göre para arzının etkisi %5,5'i geçmemekte ve para arzı ortalama %2.9'luk bir etkiye sahip olmaktadır. Enflasyonunun kendi kendini etkileme oranı ise %97-98 civarındadır. Etki-tepki fonksiyonlarına bakacak olursak, para arzına bir şok verildiğinde enflasyonun çok az bir artış göstermekte olduğunu ve genelde sabit bir seyir izlediğini görmekteyiz. Enflasyonun kendisine verilen bir şok durumunda ise enflasyon artan bir seyir izlemekte ve bu şoktan ciddi şekilde etkilenmektedir.

4.5.2. M1, TÜFE ve i'den Oluşan Üç Değişkenli VAR Modeli

Tablo 6: M1-TÜFE-i Modeli İçin Johansen Eşbütünleşme Testi

MODEL 2: M1-TÜFE-i				
Trend Varsayımı: Deterministik Lineer Trend				
Öz değerler	İz İstatistiği	%5	Maks. Özdeğer İstatistiği	%5
0.312871	47.16672	29.68	24.39017	20.97
0.236475	22.77655	15.41	17.53764	14.07
0.077436	5.238914	3.76	5.238914	3.76
Eşbütünleşme ilişkisine göre normalleştirilmiş M1 değişkenine ait denklemin katsayıları (Parantez içindeki değerler standart sapmalardır)				
M1	TÜFE	i		
1.000000	-0.635771 (0.08279)	-0.071327 (0.01535)		

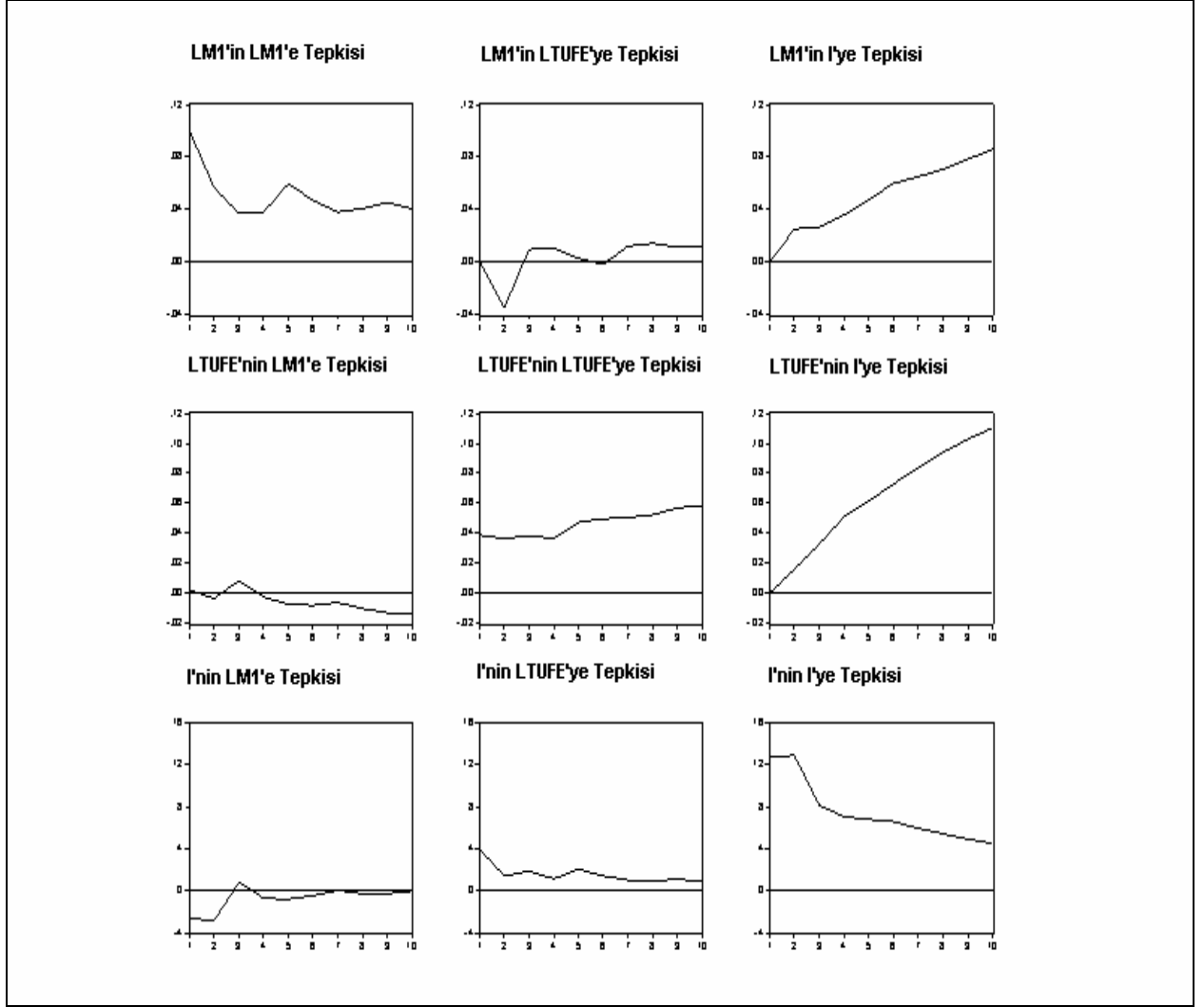
Tablo 7, model 2 için vektör hata düzeltme tahmininin modeldeki diğer değişkenlerdeki gecikmeli değerlerini, determinasyon katsayısını, sabit terimi ve F istatistiğini göstermektedir.

Tablo 7:M1-TÜFE-i Modeli İçin Vektör Hata Düzeltme

Hata Düzeltme	D(LM1)	D(LTÜFE)	D(i)
Hata Düzeltme Terimi	-0.039643 [-2.52706]	-0.026509 [-4.32063]	1.237066 [0.57489]
D(LM1(-1))	-0.317870 [-2.73124]	0.007783 [0.17098]	-2.317575 [-0.14517]
D(LM1(-2))	-0.323605 [-2.93351]	0.173391 [4.01887]	23.55976 [1.55697]
D(LTÜFE(-1))	-1.128857 [-3.58622]	-0.200209 [-1.62625]	-63.96580 [-1.48144]
D(LTÜFE(-2))	0.645178 [1.88199]	-0.087387 [-0.65176]	37.22183 [0.79154]
D(i(-1))	-0.000889 [-0.67308]	-0.000648 [-1.25477]	0.093954 [0.51874]
D(i(-2))	-0.000635 [-0.62036]	-0.000295 [-0.73805]	-0.198735 [-1.41591]

Sabit Terim	0.268837 [3.61321]	0.140980 [4.84470]	0.574718 [0.05631]
R²	0.419583	0.490053	0.203017
F İstatistiği	5.886473	7.825178	2.074246

[] İçerisindeki değerler t istatistik değerleridir.



Şekil 8: M1-TÜFE-i Modeli İçin Etki-Tepki Fonksiyonları

Para arzına verilen bir şok enflasyonu önce azaltmakta sonra bir miktar arttırmakta ve tekrar azaltmaya başlamaktadır. Enflasyonunu kendisine verilen bir şok durumunda ise ilk çeyrekte sonra artış gözlemlenmesine rağmen enflasyonun esas belirleyicisi daha çok faiz oranları olmaktadır. Faiz oranları enflasyonu ciddi bir şekilde sürekli arttırmaktadır.

Para arzının değişim kaynağının ayrıştırılmasına bakacak olursak; para arzını ilk dönemde kendini %100 etkilemekte olduğunu, enflasyon ve faiz oranını ise hiç etkisinin

olmadığını görmekteyiz. Enflasyon tüm dönemler boyunca para arzının önemli bir belirleyicisi olmazken, faiz oranının ortalama %27’lik bir etkiye sahip olduğu görülmektedir. Para arzının kendi kendisini etkileme oranı ise %70 olmaktadır. Faiz oranlarının değişim kaynağının ayrıştırılmasında ise, faiz oranını belirleyicisinin daha çok faiz oranının kendisi olduğunu görmekteyiz. Tüm dönemler boyunca enflasyon %5’lik bir etkiye sahip olurken, para arzının faiz oranını belirlemedeki etkisi %3’lerde kalmaktadır.

Tablo 8: M1-TÜFE-i Modeli İçin Varyans Ayrıştırması

LM1’in Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	LM1	LTUFE	i
1	0.099295	100.0000	0.000000	0.000000
2	0.122157	87.57417	8.308037	4.117789
3	0.130714	84.47546	7.797521	7.727023
4	0.141224	79.68134	7.256303	13.06236
5	0.160373	75.61499	5.652176	18.73283
6	0.177441	68.74971	4.626830	26.62346
7	0.192987	61.95026	4.285172	33.76457
8	0.209937	56.06898	4.063403	39.86761
9	0.228883	51.10644	3.646950	45.24661
10	0.247916	46.25256	3.325325	50.42211

LTUFE’nin Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	LM1	LTUFE	i
1	0.038835	0.247068	99.75293	0.000000
2	0.055753	0.514409	91.36342	8.122175
3	0.075586	1.486247	75.03354	23.48022
4	0.098160	0.957049	58.37078	40.67217
5	0.125315	0.939086	50.08395	48.97696
6	0.153278	0.890851	43.97974	55.12941
7	0.181884	0.749556	38.93293	60.31751
8	0.211630	0.787582	34.88409	64.32833
9	0.242211	0.884421	32.11751	66.99807
10	0.272875	0.936062	29.93351	69.13042

I’nin Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	LM1	LTUFE	i
1	13.62044	3.616046	8.276185	88.10777
2	18.99835	4.088723	4.819783	91.09149
3	20.76910	3.582917	4.858425	91.55866
4	21.97116	3.309508	4.604832	92.08566

5	23.09960	3.116487	4.956194	91.92732
6	24.05696	2.913812	4.897506	92.18868
7	24.80292	2.741707	4.781865	92.47643
8	25.40506	2.628211	4.690530	92.68126
9	25.89250	2.541041	4.695576	92.76338
10	26.29311	2.464331	4.660522	92.87515

Cholesky Sıralaması: LM1 LTUFE i

Modele faiz oranlarını da dahil ettiğimiz zaman para arzındaki artışların, enflasyon üzerindeki etkileri yine sınırlı olurken, faiz oranlarındaki bir artışın da enflasyonu fazla etkilemediği ve çok az miktarda azalttığı görülmektedir. Varyans ayrıştırmasına göre enflasyonu daha çok yine enflasyonun kendisi etkilemektedir. İlk dönemde %99.7 ile başlayan etkileme düzeyi azalmaya başlamakta ama ortalama %55.4'lük bir etkiye sahip olmaktadır. Para arzı ortalama %0.8 oranında bir etkiye sahipken, faiz oranlarının ortalama etkisi %44 civarındadır. Etki-tepki fonksiyonlarına bakacak olursak, para arzındaki bir şok sonrası enflasyonun önce azalmakta olduğunu sonra bir miktar artış gösterdiğini ve tekrar azalmaya başladığını görmekteyiz. Enflasyonun kendisine bir şok verildiği zaman ise enflasyon ilk başta çok az bir azalış göstermekte sonra yeniden yükselmeye başlamaktadır. Faiz şoku durumunda ise enflasyon hızla artmaktadır.

4.5.3. M1, TÜFE ve Döviz Kuru'ndan Oluşan Üç Değişkenli VAR Modeli

Tablo 9: M1-TÜFE-Döviz Kuru Modeli İçin Johansen Eşbütünleşme Testi

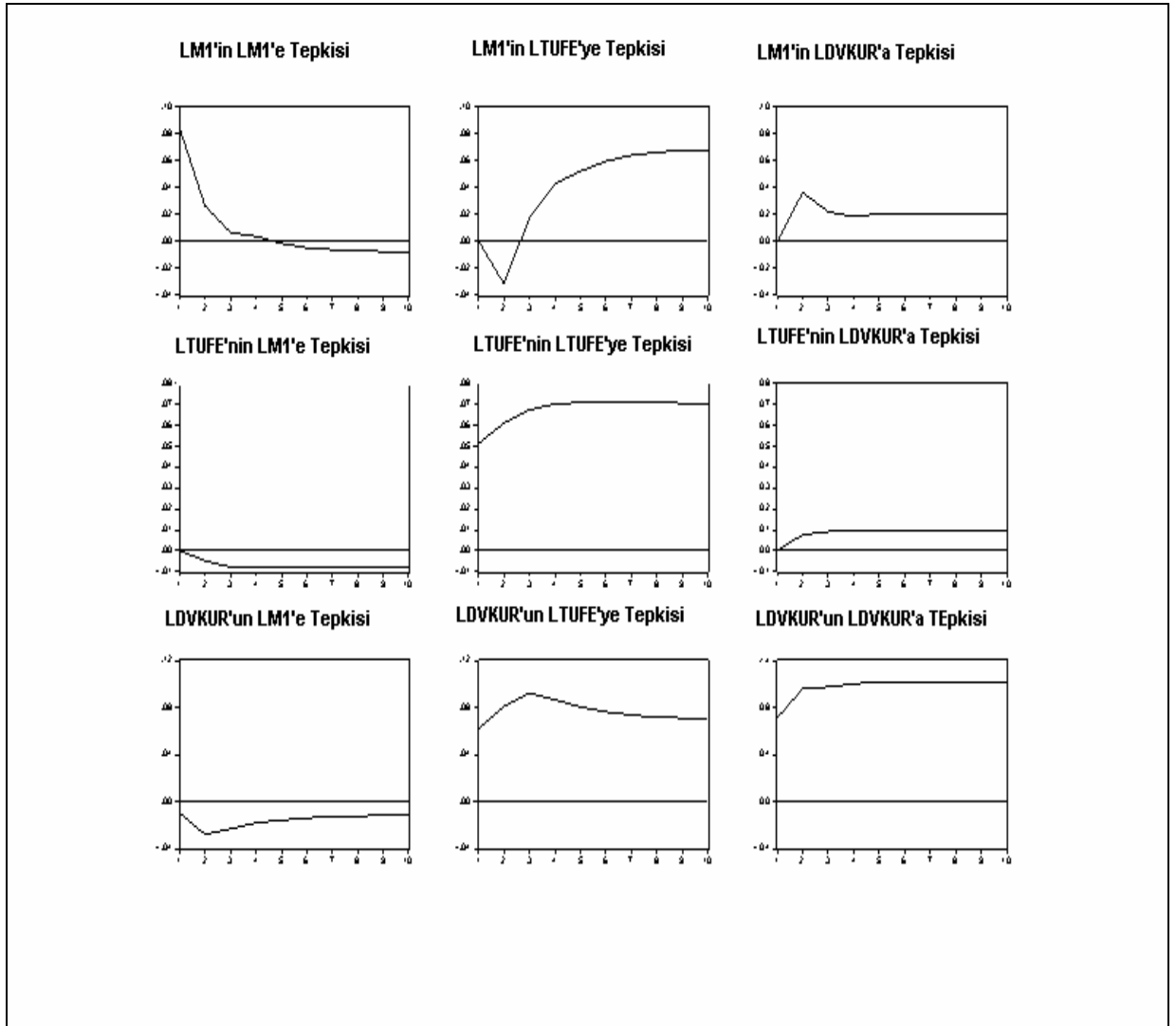
MODEL 3: M1-TÜFE-KUR				
Trend Varsayımı: Deterministik Lineer Trend				
Öz değerler	İz İstatistiği	%5	Maks. Özdeğer İstatistiği	%5
0.420843	49.21651	29.68	36.04795	20.97
0.132689	13.16856	15.41	9.395597	14.07
0.055563	3.772964	3.76	3.772964	3.76
Eşbütünleşme ilişkisine göre normalleştirilmiş M1 değişkenine ait denklemin katsayıları (Parantez içindeki değerler standart sapmalardır)				
M1	TÜFE	KUR		
1.000000	-0.853904	-0.121319		
	(0.12493)	(0.13122)		

Tablo 10, model 3 için vektör hata düzeltme tahmininin modeldeki diğer değişkenlerdeki gecikmeli değerlerini, determinasyon katsayısını, sabit terimi ve F istatistiğini göstermektedir.

Tablo 10: M1-TÜFE-Döviz Kuru Modeli İçin Vektör Hata Düzeltme

Hata Düzeltme	D(LM1)	D(LTUFE)	D(LDVKUR)
Hata Düzeltme Terimi	-0.622016 [-6.61566]	-0.040695 [-0.71054]	0.003259 [0.03052]
D(LM1(-1))	-0.005233 [-0.05551]	-0.006879 [-0.11979]	-0.177744 [-1.66041]
D(LTUFE(-1))	-1.768352 [-6.12491]	0.029986 [0.17050]	-0.045528 [-0.13887]
D(LDVKUR(-1))	0.431857 [3.02195]	0.100315 [1.15235]	0.338839 [2.08808]
Sabit Terim	0.302619 [9.66849]	0.111857 [5.86679]	0.103108 [2.90110]
R ²	0.555985	0.079677	0.142601
F İstatistiği	19.09566	1.320266	2.536342

[] İçerisindeki değerler t istatistik değerleridir.



Şekil 9: M1-TÜFE-Döviz Kuru Modeli İçin Etki-Tepki Fonksiyonları

Para arzına verilen bir şok enflasyonu önce azaltmakta daha sonra ise durağan bir seyir izlemektedir. Enflasyonun kendisine verilen bir şok enflasyonu ilk başlarda arttırmakta daha sonra ise durağanlık göstermektedir. Aynı etkiyi döviz kuruna verilen bir şok durumunda da görmekteyiz. Enflasyon ilk başlarda bir miktar artarken daha sonra durağan bir seyir izlemektedir.

Para arzının değişim kaynağının ayrıştırılmasına baktığımızda ilk dönemde para arzının kendini belirleme oranının yine %100 olduğunu, enflasyonun ve döviz kurunun ise hiçbir etkisinin olmadığını görmekteyiz. Tüm dönemler boyunca para arzını %51 oranında kendisi belirlerken, enflasyonun etkisi %36 ve döviz kurunun etkisi ise %13 olmaktadır.

Döviz kuruna baktığımızda ise, para arzının döviz kurunu belirleme etkisinin çok sınırlı olduğunu ve ortalama %3 olduğunu görmekteyiz. Enflasyon ortalama %40'lık bir etkiye sahipken, döviz kurunun kendi kendisini belirlemede ki etkisi %57 seviyelerinde gerçekleşmektedir.

Tablo 11: M1-TÜFE-Döviz Kuru Modeli İçin Varyans Ayrıştırması

LM1'in Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	LM1	LTUFE	LDVKUR
1	0.084038	100.0000	0.000000	0.000000
2	0.100369	76.92953	9.981924	13.08854
3	0.104387	71.52000	11.97632	16.50368
4	0.114370	59.68941	24.00925	16.30134
5	0.127390	48.12922	36.16307	15.70770
6	0.142243	38.73043	46.57533	14.69424
7	0.157507	31.75481	54.55944	13.68575
8	0.172287	26.71569	60.39712	12.88718
9	0.186341	23.00737	64.72482	12.26780
10	0.199634	20.20145	68.01565	11.78289

LTUFE'nin Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	LM1	LTUFE	LDVKUR
1	0.051192	0.000256	99.99974	0.000000
2	0.080194	0.381015	98.73651	0.882479
3	0.105366	0.780793	97.94618	1.273030
4	0.127279	0.934453	97.64753	1.418013

5	0.146209	1.009802	97.46537	1.524833
6	0.162976	1.056679	97.34064	1.602681
7	0.178156	1.085460	97.25708	1.657457
8	0.192106	1.104199	97.19733	1.698474
9	0.205083	1.117470	97.15222	1.730307
10	0.217270	1.127360	97.11715	1.755491

LDVKUR'ın Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	LM1	LTUFE	LDVKUR
1	0.095426	1.069133	42.67237	56.25849
2	0.160048	3.413199	40.75870	55.82810
3	0.210034	3.218739	42.91696	53.86430
4	0.249053	2.820610	42.66484	54.51455
5	0.281237	2.529359	41.58999	55.88065
6	0.309058	2.301664	40.52030	57.17803
7	0.333924	2.119626	39.55711	58.32326
8	0.356690	1.974438	38.71914	59.30642
9	0.377884	1.857109	38.00938	60.13351
10	0.397842	1.760800	37.41185	60.82735

Cholesky Sıralaması: LM1 LTUFE LDVKUR

Para arzı, fiyatlar genel düzeyi ve döviz kurundan oluşan üç değişkenli modelde ise, para arzı arttığı zaman enflasyonun çok küçük miktarlarda azaldığını, kurlardaki bir artış durumunda ise enflasyonun çok küçük miktarda arttığını görmekteyiz. Varyans ayrıştırmasına bakacak olursak para arzının birinci dönemde enflasyonu hiç etkilemediğini tüm dönemler boyunca ise ortalama %1.2 etkilediğini görmekteyiz. Enflasyon ise kendisini %99.9'dan başlayan bir oranla etkilemekte ve bu oran %97.1'in altına düşmemektedir. Kurların etkisi ise oldukça sınırlı kalmakta ve tüm dönemler boyunca bu etki %17.5'i geçmemektedir. Etki-tepki fonksiyonlarına göre ise, para arzındaki bir şok durumunda enflasyon önce azalmakta ve sonra değişmeden kalmaktadır. Bir kur şoku durumunda ise enflasyon önce bir miktar artmakta ve sonra da değişmeden kalmaktadır. Enflasyonun kendisine verilen bir şokun ise enflasyonu ilk başlarda arttırdığını ve belli bir seviyeden sonra değişmediğini görmekteyiz.

4.5.4. M1, TÜFE, i ve GSYİH'dan Oluşan Dört Değişkenli VAR Modeli

Tablo 12: M1-TÜFE-i-GSYİH Modeli İçin Johansen Eşbütünleşme Testi

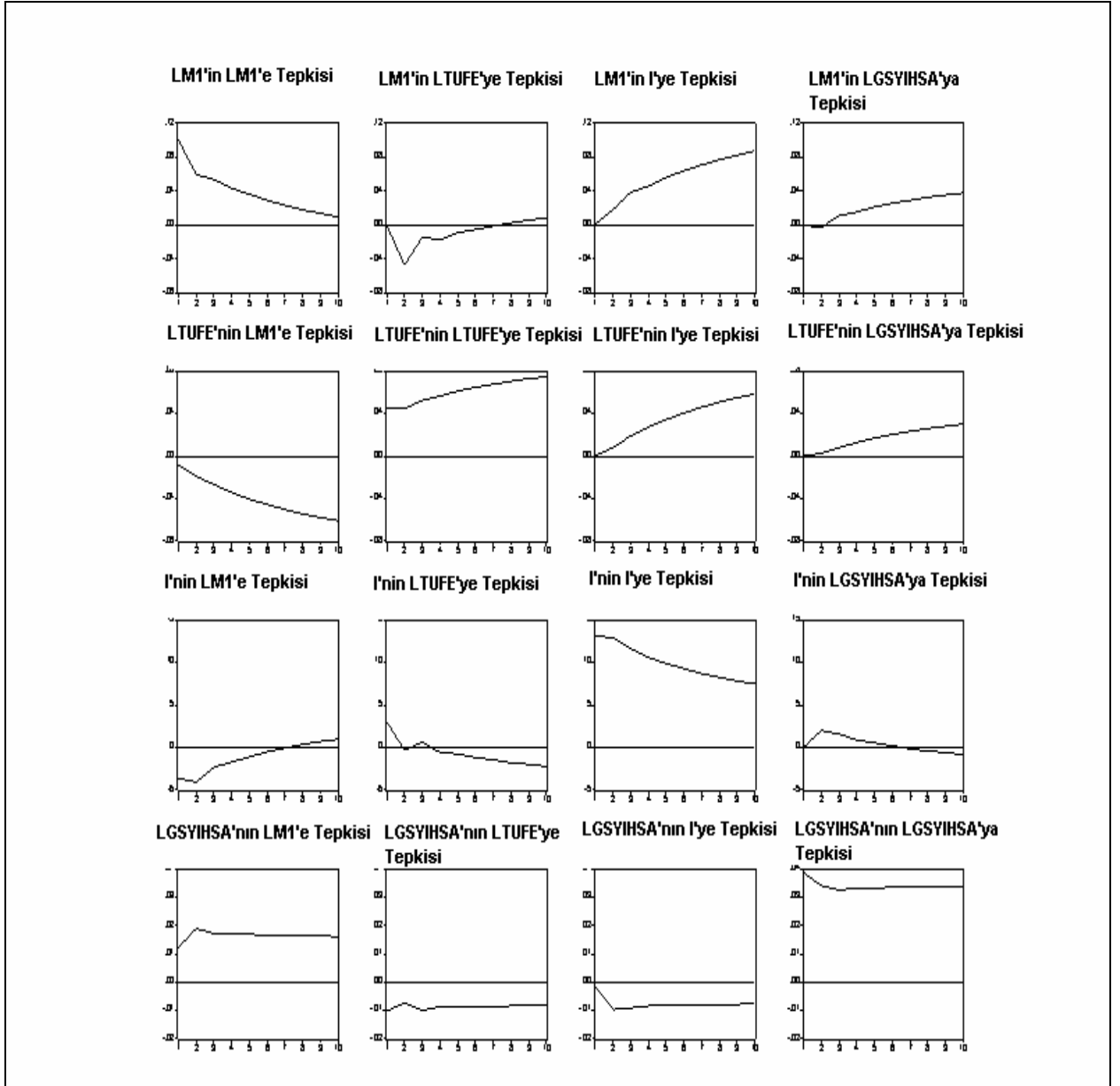
MODEL 4: M1-TÜFE-İ-GSYİH				
Trend Varsayımı: Deterministik Lineer Trend				
Öz değerler	İz İstatistiği	%5	Maks. Özdeğer İstatistiği	%5
0.468840	102.5915	47.21	41.75763	27.07
0.424265	60.83387	29.68	36.43909	20.97
0.259403	24.39478	15.41	19.81975	14.07
0.066971	4.575037	3.76	4.575037	3.76
Eşbütünleşme ilişkisine göre normalleştirilmiş M1 değişkenine ait denklemin katsayıları (Parantez içindeki değerler standart sapmalardır)				
M1	TÜFE	i		
1.000000	-0.635771 (0.08279)	-0.071327 (0.01535)		

Tablo 13, model 4 için vektör hata düzeltme tahmininin modeldeki diğer değişkenlerdeki gecikmeli değerlerini, determinasyon katsayısını, sabit terimi ve F istatistiğini göstermektedir.

Tablo 13: M1-TÜFE-i-GSYİH Modeli İçin Vektör Hata Düzeltme

Hata Düzeltme	D(LM1)	D(LTÜFE)	D(i)	D(LGSYIHS)
Hata Düzeltme Terimi	-0.258766 [-5.08682]	-0.095488 [-4.05492]	0.583339 [0.08252]	0.017750 [0.83381]
D(LM1(-1))	-0.185677 [-1.76791]	0.003416 [0.07027]	-16.63675 [-1.13987]	0.050594 [1.15112]
D(LTÜFE(-1))	-1.361062 [-4.29192]	-0.129957 [-0.88525]	-62.60917 [-1.42068]	0.096751 [0.72903]
D(i(-1))	-0.001479 [-1.54341]	-0.000434 [-0.97870]	0.000136 [0.00102]	-0.000419 [-1.04519]
D(LGSYIHS(-1))	-0.399497 [-1.24924]	-0.048146 [-0.32522]	51.89674 [1.16777]	-0.097255 [-0.72671]
Sabit Terim	0.326548 [7.69449]	0.142601 [7.25855]	9.463553 [1.60462]	-0.008994 [-0.50640]
R²	0.376791	0.254004	0.119891	0.080592
F İstatistiği	7.255165	4.085882	1.634678	1.051871

[] İçerisindeki değerler t istatistik değerleridir.



Şekil 10: M1-TÜFE-i-GSYİH Modeli İçin Etki-Tepki Fonksiyonları

Para arzına verilen bir şok enflasyonu sürekli azaltırken, enflasyonun kendisine verilen bir şok ilk başlarda fazla etkilememekte daha sonra ise arttırmaya başlamaktadır. Faiz oranları ise ilk dönemden itibaren enflasyonu ciddi bir şekilde arttırmaktadır. Benzer bir etkiyi gayri safi yurtiçi hasılda da görmekteyiz ama bu etkinin miktarı faiz oranlarına göre daha küçüktür.

Para arzının değişim kaynağının ayrıştırılmasında, gayri safi yurtiçi hasılanın etkisinin ortalama olarak %4 olduğunu ve enflasyonun ise ortalama %8'lik bir etkiye

sahip olduğunu görmekteyiz. Faiz oranlarının etkisi %27 seviyesinde olurken, para arzının kendi kendisini belirleme etkisi %61 seviyelerinde gerçekleşmektedir. Faiz oranlarını ise kendisinin dışındaki değişkenlerin belirlemesi çok sınırlı bir seviyede olurken, %92’lik bir ortalama ile daha çok kendisinin belirlediğini görmekteyiz. Faiz oranı ve enflasyon, gayri safi yurtiçi hasılayı sınırlı bir seviyede etkilerken, para arzı %16’lık bir etkiye sahiptir. Gayri safi yurtiçi hasılayı %75’lik bir ortalama ile daha çok kendisi belirlemektedir.

Tablo 14: M1-TÜFE-i-GSYİH Modeli İçin Varyans Ayrıştırması

LM1’in Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	LM1	LTUFE	i	LGSYİHSA
1	0.100388	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.127220	84.17376	13.70687	2.054769	0.064608
3	0.144464	79.17140	11.63162	8.611943	0.585035
4	0.159467	72.32520	10.84282	15.40492	1.427065
5	0.174390	64.77562	9.324805	23.27102	2.628559
6	0.189780	57.00804	7.967496	31.03529	3.989176
7	0.206094	49.59030	6.758904	38.25779	5.393004
8	0.223217	42.91010	5.770866	44.59247	6.726567
9	0.241061	37.09899	4.996242	49.96713	7.937630
10	0.259427	32.16466	4.406001	54.42529	9.004055

LTUFE’nin Varyans Ayrıştırması

Dönem	S.E.	LM1	LTUFE	i	LGSYİHSA
1	0.046472	3.394027	96.60597	0.000000	0.000000
2	0.067639	9.329492	89.11401	1.401632	0.154864
3	0.092295	13.57756	80.59106	4.944221	0.887165
4	0.117556	16.92488	72.92280	8.384227	1.768091
5	0.143856	19.21273	66.84428	11.35460	2.588389
6	0.170523	20.90954	61.98934	13.80679	3.294327
7	0.197358	22.15981	58.13923	15.81227	3.888685
8	0.224085	23.11443	55.04411	17.45548	4.385981
9	0.250551	23.85517	52.53044	18.81152	4.802868
10	0.276631	24.44270	50.46232	19.94069	5.154286

i'nin Varyans Ayırıştırması

Dönem	S.E.	LM1	LTUFE	i	LGSYIHSA
1	13.95073	6.764132	4.864254	88.37161	0.000000
2	19.55783	7.745434	2.507791	88.71398	1.032790
3	22.94861	6.647182	1.892739	90.22693	1.233150
4	25.36524	5.921266	1.607122	91.33537	1.136241
5	27.28622	5.276028	1.464403	92.23998	1.019586
6	28.85563	4.756085	1.491962	92.83687	0.915080
7	30.18724	4.346436	1.612698	93.20265	0.838213
8	31.35021	4.040804	1.826809	93.33826	0.794125
9	32.39112	3.829908	2.107309	93.27988	0.782904
10	33.34195	3.703125	2.444448	93.04986	0.802564

LGSYIHSA'nın Varyans Ayırıştırması

Dönem	S.E.	LM1	LTUFE	i	LGSYIHSA
1	0.042011	8.296654	6.065643	0.197507	85.44020
2	0.058701	14.78593	4.641914	2.838555	77.73360
3	0.070680	16.13499	5.162028	3.688535	75.01445
4	0.080857	16.76417	5.063681	3.902912	74.26924
5	0.089918	17.05474	5.063367	4.020148	73.86175
6	0.098120	17.22278	5.017322	4.066992	73.69290
7	0.105675	17.30239	4.981826	4.080432	73.63535
8	0.112714	17.33732	4.941359	4.073363	73.64795
9	0.119331	17.34304	4.903545	4.055565	73.69785
10	0.125594	17.33152	4.866780	4.031464	73.77023

Cholesky Sıralaması: LM1 LTUFE i LGSYIHSA

Para arzı, fiyatlar genel düzeyi, faiz oranı ve gayri safi yurtiçi hasıladan oluşan son modelimize göre ise, para arzındaki bir artış enflasyonu çok küçük miktarda arttırmakta, faiz oranı ise enflasyonu çok küçük miktarda azaltmaktadır. Varyans ayırıştırmasına göre ise para arzı enflasyonu ortalama %17.7, faiz oranı %11, gayri safi yurtiçi hasıla %2.7, enflasyonun kendisi ise %68 oranında etkilemektedir. Etki-tepki fonksiyonlarına göre, para arzı şoku enflasyonu azaltmaktadır ve aralarında uzun dönemli negatif bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Bir enflasyon şoku enflasyonu yine artırırken faiz şoku da enflasyonu arttırmakta ve aralarında pozitif bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Gayri safi yurtiçi hasıla artışı da enflasyonu arttırmaktadır

4.5. Sonuç ve Öneriler

Başarılı bir enflasyon hedeflemesi rejimi uygulanmasının en önemli ön koşulu parasal büyüklükler ve enflasyon arasında istikrarlı ve tahmin edilebilir bir ilişkinin varlığıdır. Bu amaç doğrultusunda kurulan dört modelde de yapılan eşbütünleşme testleri, parasal büyüklükler ve enflasyon arasındaki uzun dönemli ilişkinin varlığını vurgulamaktadır. Ancak enflasyon dinamikleri üzerinde para arzı, faiz oranı, döviz kuru ve gayri safi yurtiçi hasıla gibi değişkenlerin sınırlı da olsa etkilerinin olduğu görülürken, tam olarak öngörülebilir bir ilişkinin varlığından söz etmek mümkün olmamaktadır. Bu yüzden enflasyonun kontrol altında tutulmasında en önemli unsur olarak ekonomik birimlerin enflasyonist beklentileri ön plana çıkmaktadır. Dolayısıyla fiyat istikrarının sağlanabilmesi için enflasyonist beklentilerin kırılması gerekmektedir. Bunun için parasal otorite daha şeffaf ve güvenilir politikalar izlemeli ve para politikasındaki değişiklikler hakkında kamuoyunu sürekli olarak bilgilendirmelidir. Parasal otoritenin kredibilitesi de enflasyonist beklentilerin düşmesine önderlik edecektir.

Para arzı ve fiyatlar genel düzeyi arasında öngörülebilir bir ilişkinin bulunamamış olması, Türkiye’de kamu kesiminin açıklarının yüksek seviyelerde olması ve böylece senyorej gelirlerinden kaynaklanan yüksek enflasyon sürecinin yaşandığı görüşü ile çelişmektedir. Etki-tepki fonksiyonlarına göre, gayri safi yurtiçi hasıladaki artışlar enflasyonu arttırmakta ve pozitif bir uzun dönemli ilişki ortaya çıkarken, aynı ilişkiyi varyans ayrıştırmasında görememekteyiz. Varyans ayrıştırmasına göre gayri safi yurtiçi hasıla enflasyonu çok fazla etkilememekte ve az da olsa azaltmaktadır. Faiz oranındaki artışlar enflasyonu artırırken döviz kuru ile enflasyon arasında sıkı bir ilişkiden söz etmek güçtür.

Türkiye’de enflasyon hedeflemesi rejiminin başarıya ulaşabilmesi için mali baskınlığın giderilmesi ve kamunun borç yükünden kurtulması gerekmektedir. Dalgalı kur rejimine uyumun artması ve enflasyonun son otuz yılın en düşük seviyelerine inmesi, mali disiplinin sürekliliği ile ilgili endişeleri hafifletse de, parasal değişkenler ve enflasyon arasında enflasyonist beklentileri düşürecek ve öngörülebilir tahminler yapılabilmesine imkân verecek modellere ihtiyaç duyulmaktadır. Merkez bankası para politikası uygulamalarında bağımsız hareket etmeli, sadece fiyat istikrarı hedefine

odaklanmalı ve şeffaf bir yapıda olmalıdır. Yeni Merkez Bankası Kanunu'yla, merkez bankasının organizasyon yapısının yenilenmesi, para politikasının işleyişine ilişkin görev tanımlarının netleşmiş olması ve Para Kurulu toplantılarının belirlenen tarihlerde yapılmaya başlanması ile birlikte faiz oranlarının gelecekteki seyri ile ilgili sinyallerin de yer aldığı Enflasyon ve Görünüm Raporları'nın yayımlanmaya başlanmış olması bu durumun yasal bir çerçeveye kavuşturulmuş olduğunu göstermektedir. Yine çok önemli olarak işsizlik, nominal döviz kurları ve ücretler gibi hedefler para otoritesinin birincil amacı olmamalı ve enflasyon dışında nominal bir çıpanın kullanılmaması gerekmektedir.

Teorik olarak başarılı bir enflasyon hedeflemesi için gerekli koşulların çoğu Türkiye'de sağlanmış olmasına rağmen, parasal büyüklüklere bakarak enflasyonun gelecekte izleyeceği seyir hakkında tahminler yapmak ve öngörülerde bulunmak oldukça sınırlı bir çerçevededir. Bu yüzden Türkiye'nin enflasyon hedeflemesine yeterince hazır olduğunu söylemek güçtür. Enflasyonu daha çok kendi dinamiklerinin etkilediği ve açıkladığı sonucu, parasal otoritenin güvenilirliğini de arttıracak olan enflasyonist bekleyişlerin düşürülmesini ve parasal büyüklükler ve enflasyon arasında istikrarlı ve öngörülebilir ilişkiler ortaya çıkaracak yeni modellere ve açılımlara ihtiyaç olduğu görülmektedir.

2001 yılında döviz kuruna dayalı istikrar programının sona ermesi ve döviz kurunun çapa özelliğini kaybetmesinden sonra, bankacılık krizleri ve gerekli güven ortamının oluşamamış olmasından dolayı yeniden döviz kuru çapasının uygulanması mümkün olmamıştır. Kronikleşen enflasyonist ortamda para talebinin istikrarsızlıklar göstermesi ve belirsizliklerin artmasından dolayı parasal büyüklük hedeflemesinin de başarılı olamayacağı gerçeğinden hareketle yeni çapa arayışları başlamıştır. TCMB, 2 Ocak 2002'deki para politikasının genel çerçevesine ilişkin basın duyurusunda, kısa vadeli faiz oranlarının temel politika aracı olarak gelecek dönem enflasyonuna yönelik olarak etkin bir şekilde kullanılacağını ifade ederek para tabanının ek bir çapa olarak kullanılacağını ortaya koymuştur.

2002 yılına parasal hedeflemeyle başlanacağı ve gelecek dönem enflasyonuna odaklanan bir para politikası uygulanacağını açıklanması da örtülü bir enflasyon hedeflemesi politikasının izleneceğini ortaya koymuştur. Çeşitli ülkelerin deneyimleri

dikkate alınarak enflasyon hedeflemesinin genel çerçevesi oluşturulmuş ve temel bir politika metni olarak duyurulmuştur. 2005 yılı sonu itibariyle dünya genelinde enflasyon hedeflemesi rejimi uygulayan 22 ülkeden sadece ikisi çekirdek enflasyonu hedeflerken, yirmi ülke tüketici fiyatları endeksini (TÜFE) hedeflemektedir. Kamuoyu tarafından takip edilmesinin kolay olması ve yaşam maliyetini ölçen iyi bir gösterge olmasından dolayı Türkiye’de de enflasyon hedefi olarak TÜFE seçilmiştir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

SONUÇ

1990'lı yıllarda enflasyon riskinin tehlike oluşturmaya başlaması ve para politikalarının işleyişini değiştirmeye başlaması merkez bankalarının rolünün ve para politikalarının çerçevesinin yeniden tanımlanmasını gerektirmiştir ve para politikasının asıl amacı fiyat istikrarının sağlanması ve korunması olarak algılanmaya başlamıştır. Gelecekle ilgili belirsizlikler ekonomideki ileriye yönelik olumlu gelişmeleri engellemekte ve enflasyonist beklentiler ortaya çıkarmaktadır. Tüm bunlar fiyatları ve beklentileri istikrara kavuşturacak ve piyasalara güvenilir bilgi sağlayacak olan nominal bir çıpa ihtiyacını ortaya koymuştur.

Yüksek enflasyon süreçlerinin yaşanmasından sonra 1990'lı yıllarda dünya fiyat istikrarı sürecine girmiştir. Merkez bankaları enflasyonist beklentileri etkileyebilmek için para politikalarının şimdiki seyri ve gelecekte izleyeceği seyir ile ilgili kamuoyunu bilgilendirmeye başlamışlardır. Ara hedefleri ve para politikası kurallarını ilan ederek, enflasyonist beklentilerin artışına engel olacak ver merkez bankasının güvenilirliğinin artışına yardımcı olacak düzenlemeler getirmişlerdir. Yüksek enflasyon oranlarına sahip olan ülkelerde, ülke içindeki ve dışındaki şokların önlenbilmesinde ara hedefler önemli rol oynamaktadır. Bu hedefler nominal çıpa olarak kullanıldıkları zaman merkez bankasına sorumluluk yüklemekte ve politika uygulamalarının daha şeffaf bir yapıya kavuşmasına yardımcı olmaktadır.

Ara hedef olarak genellikle bir döviz kuru veya parasal bir büyüklük belirlenmektedir. Döviz kurunu hedeflenmesi durumunda, merkez bankasının ülke içindeki ve dışındaki şoklara karşı koyma gücü zayıfladığından para politikasının etkileri sınırlı olur. Ancak esnek döviz kuru uygulayan ülkeler için parasal büyüklükler para politikası için bir ara hedef olabilmektedir. Parasal hedefleme uygulamasında merkez bankası araçlarını enflasyonun uzun dönemde temel belirleyicisi olan parasal büyüklüklerin kontrolüne yönlendirir. Bu yapıldığı takdirde enflasyonun hedef değerinin yakınlarında gerçekleşmesi ve istikrara kavuşması mümkün olabilmektedir. Parasal büyüklüklerin ara hedefleri etkilemesi hem enflasyon oranı, hem de enflasyonun para politikası araçlarıyla olan ilişkisinin istikrarına dayanmaktadır.

Döviz kuru hedeflemesi, ulusal paranın değerinin enflasyon oranının düşük ve istikrarlı olduğu bir başka ülkenin para birimine veya ülkelerin para birimlerinin toplandığı bir

sepete endekslemesidir. Döviz kuru hedeflemesi uygulandığı zaman enflasyon sabitlenir ve daha kolay kontrol altında tutulur. Esas amaç enflasyonu düşürmek ve düşük enflasyon seviyesini korumaktır.

Eğer döviz kuru hedefi güvenilir olursa enflasyonist beklentiler de enflasyon oranı düşük olan diğer ülkenin enflasyon oranlarına bağımlı hale getirilebilir. Ulusal para da bir değer kaybı ihtimali olduğu zaman sıkı para politikasının yürütüleceği, eğer bir değer artışı eğilimi varsa gevşek bir para politikası yürütüleceği anlaşılmaktadır. Ayrıca döviz kuru hedeflemesi uygulamasının halk tarafından anlaşılması daha kolay olurken, sabit döviz kurları ekonomik ve politik entegrasyonun sağlanmasına da yardımcı olmaktadır

Fransa ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde enflasyon oranlarının kontrol altına alınmasında döviz kuru hedeflemesi başarılı olmasına rağmen, döviz kuru hedeflemesinin uygulamada karşılaştığı bazı problemler vardır. Özellikle gelişmekte olan ülkelerde, gelişmiş ülkelere kıyasla döviz kuru hedeflemesinin daha olumsuz sonuçları olabileceği vurgulanmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde ulusal paranın sürekli değer kaybetmesinden dolayı bilançolarında kötüleşme meydana geldiği ve enflasyon beklentilerindeki artışların döviz kuru hedeflemesinin başarılı olmasına engel olduğu görülmüştür.

Parasal hedeflemenin başarısı iki koşula bağlıdır. Birincisi, hedeflenen değişken ve amaç değişken (enflasyon veya nominal gelir) arasında kuvvetli bir ilişkinin olması gereklidir. İkincisi ise, hedeflenen parasal büyüklük merkez bankasının kontrolü altında olmalıdır. Eğer paranın dolaşım hızı, fiyat seviyesi ve gelir seviyesi arasında istikrarlı bir ilişki yoksa parasal hedefler, para politikasının durumu hakkında ipuçları vermez ve merkez bankasının nihai hedeflerine ulaşmasında parasal hedefler çok anlamlı olmaz. 1980'li yıllara gelindiğinde enflasyon ile nominal gelir ve parasal büyüklükler arasındaki ilişkinin istikrarlı bir seyir gösterememesi sonucu ABD ve İngiltere gibi ülkeler parasal hedefleme stratejini uygulamaktan vazgeçmişlerdir.

Hem çok kısa dönemde ve hem de çok uzun dönemde enflasyonu önceden tahmin etmek oldukça zordur. Bu durum enflasyon hedeflemesi için iki önemli problem ortaya çıkarmaktadır. Birincisi, para politikası hareketleri ve enflasyon arasındaki gecikmelerden dolayı, enflasyonun tam hedefini belirlemek zor olabilir. Diğeri ise, merkez bankasının güvenilirliği ile ilgilidir. Enflasyonun tahmin edilememesi zorlaştıkça kontrol edilmesi de

zorlaşır ve merkez bankasıyla ilgili düşüncelere de olumsuzlaşır ve güvenilirlik sorunu ortaya çıkar.

Taylor(1985) ve Hall ve Mankiw(1990) gibi iktisatçıların bir kısmı merkez bankasının enflasyondan ziyade nominal milli geliri hedeflemesini önermişlerdir. Nominal gelir hedeflemesi, nominal geliri belirli bir seviyede tutmaya çalışan ve makro ekonominin diğer kolları tarafından da denetlenen bir para politikasıdır. Bu yöntemle milli gelir artışı kontrol edilmeye çalışılmaktadır. Böylece gelirler üzerinde kontrol sağlanırken büyümenin de sağlanmasıyla enflasyonda düşüş sağlanabilmektedir.

Gelişmekte olan ülkelerin çoğunda, merkez bankalarının güvenilirliğinin olmamasından dolayı ulusal paradaki ani bir değer kaybı, gerçek ve beklenen enflasyonda yükselmelere neden olabilir. Beklenen enflasyonda meydana gelecek bir yükselmeden sonra da faiz oranlarında ani bir yükseliş ortaya çıkar, firmaların nakit akışları zayıflar, bilançolar kötüleşir ve finansal krizler derinleşir.

Son yıllarda piyasalardaki belirsizliklerin artması ve finansal yapıların değişmesiyle birlikte enflasyonu önleme politikalarının maliyetlerinin en düşük seviyede gerçekleşmesi ihtiyacı şeffaf para politikalarına olan gereksinimi arttırmıştır. Çünkü piyasalarla ilgili belirsizlikler, enflasyonu önleme politikalarının gereğinden fazla maliyet ortaya çıkarmasına neden olmaktadır. Daha şeffaf bir para politikası; politika amaçlarının sınıflandırılması, finansal piyasaların işleyişinin geliştirilmesi, merkez bankasının güvenilirliğinin artırılması ve para politikalarının politik baskılardan etkilenmemesi gibi avantajlara sahiptir. Son yıllarda bu durumun önemini kavrayan birçok merkez bankası para politikasını daha şeffaf bir hale getirme gayreti içerisine girmiş ve kamuoyuna daha fazla bilgi sağlayarak ver para politikalarını açık bir şekilde ilan ederek enflasyon hedeflemesi rejimini seçmişlerdir.

Enflasyon hedeflemesi merkez bankasına enflasyonu düşürme konusunda sorumluluk yükleyen ve enflasyonla ilgili hedeflerin merkez bankası ve hükümet tarafından kamuoyuna açıkça ilan edildiği bir para politikası rejimidir. Merkez bankasının üstlenmiş olduğu sorumluluk, para politikasının gelecekte izleyeceği seyir ile ilgili belirsizlikleri azaltarak, merkez bankasının güvenilirliğini ve hesap verebilirliğini arttırmaktadır. Uygulamada merkez bankası genellikle parasal göstergelerden elde edilen verilerin değerlendirmesini yaparak ve enflasyon beklentilerini de göz önüne alarak para politikasının seyrine ilişkin kararını

vermektedir. Bunun yanında para, kredi, faiz oranlarının vade yapısı ve varlık piyasası gibi parasal ve finansal değişkenlerle ilgili gelişmeleri de dikkate almaktadır.

Parasal otorite enflasyon hedeflemesini uygularken enflasyonun hangi ölçümünün kullanılacağını belirlemek zorundadır. En yaygın ölçüm tüketici fiyat endeksidir. Enflasyonun hedef seviyesinin ne olduğunun belirlenmesi de önem arz etmektedir. Düşük enflasyona sahip sanayileşmiş ülkelerin çoğu %1-3 arasında bir oran belirlemişlerdir. Yüksek enflasyon oranlarının ekonomi üzerinde olumsuz etkileri olmasına rağmen sıfır bir enflasyon hedefi uygun bir seçim olarak görülmemiştir. Nominal ücretlerde ve fiyatlarda aşağıya doğru bir yapışkanlığın olması reel ücretlerde ve diğer nispi fiyatlardaki değişiklikler için pozitif bir enflasyon oranını gerektirmektedir. Bu hedefleme rejiminin en önemli avantajlarından birisi toplam talepteki negatif şokları dengeleyerek, arzu edilmeyen bir deflasyon seviyesini önlemesidir.

Enflasyon hedeflemesinin özellikle sanayileşmiş ülkelerde başarıya ulaşmasında şeffaflığa büyük önem verilmesi ve kamuoyuyla iletişim kurulması önemli olmuştur. Fiyat istikrarının sağlanmasına yönelik güçlü ve kurumsal bir sorumluluk enflasyon hedeflemesi için en önemli unsurlardan birisidir. Bu durum, politik baskıların olmadığı ve tam bağımsız bir merkez bankasına işaret etmektedir. Gelişmekte olan ülkelerde yüksek enflasyon oranları merkez bankasının bağımsızlığını etkileyen en önemli engeldir. Yüksek enflasyonun tahrip edici etkileri finansal sisteme büyük zararlar vermekte ve para politikalarının bağımsız bir şekilde yürütülmesini zorlaştırmaktadır.

Türkiye 2002–2005 yılları arasında uyguladığı örtük enflasyon hedeflemesi sisteminden sonra 2006 yılında resmen enflasyon hedeflemesi uygulamaya başlamıştır. Merkez bankasının bağımsızlığı başarıya ulaşmak için tek başına yeterli olmamaktadır. Enflasyon hedeflemesinin başarıya ulaşabilmesi için finansal sistemin kırılganlık göstermemesi ve güçlü bir yapıya sahip olması da büyük öneme sahiptir. Türkiye’de siyasi istikrarsızlıklar ekonomik istikrarla yakın ilişki içerisinde olduğundan güven bunalımının ve belirsizlik ortamının olmadığı bir durum bu yapının oluşmasını destekleyecektir. Siyasi ve ekonomik istikrarın sağlanmasıyla birlikte, istenilen hedeflerin tutturulması merkez bankasına olan güveni artırarak enflasyonist beklentileri kırarak ve mali disiplinin kararlılıkla yerine getirilmesini ve sürdürülmesini sağlayacaktır. Çalışmalardan elde etmiş olduğum ampirik

sonuçlar ışığında olmazsa olmaz koşul ise parasal büyüklükler ve enflasyon arasındaki ilişkinin istikrarlı olmasının gerekliliğidir.

2005 yılı sonu itibariyle TÜFE enflasyonu %7.72'ye ulaşarak, 2005 yılı için belirlenen %8'lik hedefin altında gerçekleşmiştir. Merkez bankasının 27.01.2006 tarihinde açıklamış olduğu 23.01.2006 toplantı tarihli Para Politikası Kurulu değerlendirmeleri özetine göre; gecikmeli etkilerin göz önüne alınarak Para Politikası Kurulu'nun enflasyonun orta vadedeki görünümünün hedeflerle tutarlılığına odaklandığı söylenmektedir. Gecikmeli etkilerin yoğun olarak görüldüğü dönem, bir ile bir buçuk yıllık bir zaman dilimini kapsamaktadır. Dışsal şokların enflasyon üzerindeki geçici etkilerine anında tepki verilmemekte, orta vadeli hedeflere vurgu yapılarak politika tepkisi zamana yayılmaktadır. Son yıllarda gelişmiş ülkelerdeki uzun vadeli faizlerin tarihsel olarak düşük düzeylere inmiş olması, uluslar arası fonların özellikle Türkiye gibi istikrar yolunda önemli adımlar atan gelişmekte olan ülkelere yönelmesine neden olmuştur. Bu durum ise enflasyonun görünümü açısından belirsizlik oluşturan unsurlar arasında değerlendirilmektedir. Yıllık enflasyondaki düşüşün yılın ilk çeyreğinde kesintiye uğrayacağı ancak yılın ikinci çeyreğinden itibaren devam edeceği tahmin edilmektedir. Tahmin edilen bu düşüş sürecine karşın, mevcut bilgiler ışığında, yılsonunda enflasyonun nokta hedef olan %5'in üzerinde gerçekleşme olasılığı, bu hedefin altında gerçekleşme olasılığına göre daha yüksektir. Orta dönemde kısa vadeli faizlerin yükselme olasılığı aşağı inme ya da sabit kalma olasılığına kıyasla daha düşüktür. Kısa dönemde ise sabit kalma olasılığının daha yüksek olduğu ifade edilebilir. Bu politika perspektifi, enflasyonun 2007 yılı ortalarında hedef patika ile uyumlu olmasını sağlayacaktır. Öte yandan, enflasyon görünümüne ilişkin açıklanacak her türlü yeni veri ve haberin, Para Politikası Kurulu'nun geleceğe yönelik duruşunu tekrar gözden geçirmesine neden olacağı da önemle vurgulanmaktadır.

KAYNAKÇA

- AGENOR, P. R. (2000) “Monetary Policy under Flexible Exchange Rates: An Introduction to Inflation Targeting” *The World Bank, Washington, DC* 20433.
- AKTAN, C. C., UTKULU, U., TOGAY, S. (1998) “Nasıl Bir Para Sistemi” *İMKB Yayını, İstanbul* 1998.
- ALPARSLAN, M., ERDÖNMEZ, P. A. (2000) “Enflasyon Hedeflemesi” *Türkiye Bankalar Birliği Bankacılar Dergisi Sayı:35*.
- ALTINTAŞ, H., TABAN, S. (2002) “Gelişmekte Olan Ülkelerde Merkez Bankası Bağımsızlığı: Karşılaşılan Güçlükler ve Sınırlamalar” *Uludağ Üniversitesi, İ.İ.B.F. Dergisi, Cilt 21, Sayı 2*.
- AMATO, J. D., GERLACH, S. (2002) “Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies:Lessons after a Decade” *European Economic Review, 46*.
- BAIN, K., HOWELLS, P. (2003) “Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis” *Palgrave Macmillan ISBN 0-333-79255-6*.
- BALL, L. (1997) “Efficient Rules for Monetary Policy” *NBER Working Paper No: 5952*.
- BANK of ENGLAND (1998) “ Inflation Targeting in Practice: The UK Experience.” *Bank of England Quarterly Bulletin, November, 1998*.
- BARRO, R. (1995) “Inflation and Economic Growth.” *Bank of England Quarterly Bulletin, Vol :35, May, 1995*.
- BATINI, N., HALDANE, A. G. (1998) “Forward Looking Rules For Monetary Policy” *NBER Working Paper No: 6543*.

BERNANKE, B., GERTLER, M. (1995) "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission" *NBER Working Paper No: 5146*.

BERNANKE, B., MISKIN, F. (1997) "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy" *NBER Working Paper No: 5893*.

BRUNO, M., EASTERLY, W. (1995) "Inflation, Crises and Long-run Growth." *NBER Working Paper No: 5209*.

BRYAN, M., CECCHETTI, S. G. (1993) "Measuring Core Inflation" *NBER Working Paper No: 4303*.

BÜRÜMCEKÇİ, H. (2002) "Para Politikasını Bekleyen Zorluklar" *Dışbank Makro Odak-Sayı:6, Ocak-Mart2002*.

CALVO, G., MISHKIN, F. (2003) "The Mirage of Exchange Rate Regimes For Emerging Market Countries" *NBER Working Paper No: 9808*.

CARARE, A., SCHAECHTER, A., STONE, M., ZELMER, M. (2002) "Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting" *IMF Working Paper WP/02/102*.

CLARK, E. (1994) "Nominal GDP Targeting Rules: Can They Stabilize the Economy?" *Federal Reserve Bank of Kansas City*.

Czech National Bank, (1999), "Inflation Targeting in the Czech Republic" <http://www.cnb.zc/en/pdf/a-inf-targ.pdf> (15.11.2003).

ÇELEBİ, E. (2001) "Türkiye'de Devalüasyon Uygulamaları" *Doğuş Üniversitesi*, http://www.dogus.edu.tr/dogustru/journal/sayi_3/m00041.pdf (14.12.2005).

ÇİÇEK, M. (2002) "Enflasyon Hedeflemesi" *Yayınlanmamış Doktora Tezi, Eskişehir Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Mayıs, 2002*.

DEBELLE, G. (1997) "Inflation Targeting in Practice." *IMF Working Paper WP/97/35*, March, 1997.

DEBELLE, G. (2000) "Inflation Targeting and Output Stabilization" *Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper*, 1999-08.

DENNIS, R. (2001) "Inflation Expectations and The Stability Properties of Nominal GDP" *The Economic Journal*, Vol:111.

DEVINE, M., McCOY, D. (1998) "The Formulation of Monetary Policy in EMU" *Central Bank of Ireland*.

DORNBUSCH, R., FISCHER, S. (1998) " *Makroekonomi.*" McGraw-Hill – Akademi ortak yayını, Mart, 1998, İstanbul.

DUMAN, A. (2002) "Inflation Targeting as a Monetary Policy and its Applicability to Developing Countries." *The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Working Paper*, No: 7.

ERÇEL, G. (1998) "1988 Yılı Para Politikası Uygulaması" <http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/1998/k1.html>

ERDOĞAN, F. (1997) "Para Politikasının Zaman Tutarsızlığı ve Güvenilirlik Problemi: Türkiye örneği" *Yayınlanmış Doktora Tezi*, Sermaye Piyasası Kurulu Yayın No: 63.

ESTRELLA, A., MISHKIN, F. (1996) "Is There A Role for Monetary Aggregates in the Conduct of Monetary Policy" *NBER Working Paper No: 5845*.

EUROPEAN CENTRAL BANK(ECB), (2004), "The Monetary Policy of The ECB" <http://www.ecb.int> (06.09.2005).

FELDSTEIN, M. (1996) "The Costs and Benefits of going from Low Inflation to Price Stability." *NBER Working Paper No: 5469*.

FISCHER, S. (1993) "The Role of Macroeconomic Factors in Growth." *Journal of Monetary Economics*, Vol:32, December, 1993.

FRAGA, A., GOLDFAIN, I., MINELLA, A. (2003) "Inflation Targeting in Emerging Market Economies" *NBER Working Paper No: 10019*.

FRANCISCO, J. (2001) "Inflation Targeting Under Asymmetric Preferences." *IMF Working Paper WP/01/161*, October, 2001.

FRANKEL, A. (1999) "No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times" *NBER Working Paper No: 7338*.

FRANKEL, A., J. (1990) "International Nominal Targeting: A Proposal for Overcoming Obstacles to Policy Coordination." *International Economics Seminar U.C. Berkeley*, October 1990.

FRANKEL, J., CHINN, M. (1995) "The Stabilizing Properties of A Nominal GNP Rule" *Journal of Money Credit and Banking*, Vol.27.

FREEDMAN, C. (2005) "A Brief History of the Conceptual and Practical Development of Inflation Targeting" *TCMB, Conference on Inflation Targeting: Performance and Challenges, İstanbul*, January, 2006.

FRIEDMAN, M., B. (2000) "Monetary Policy." *NBER Working Paper No: 8057*.

GENBERG, H. (2002) "Inflation Targeting-the Holy Grail of Monetary Policy" *HEI Working Paper No: 11/2002*.

GOKBUDAK, N. (1996) "Central Bank Independence, The Bundesbank Experience and The Central Bank of The Republic of Turkey." *The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Discussion Paper*, No: 9610, March, 1996.

GOTTSCHALK, J., MOORE, D. (2001) "Implementing Inflation Targeting Regimes: The Case of Poland" *Journal of Comparative Economics* 29. (2001).

GÜLOĞLU, B. (2005) “Vektör Otoregresif Modellerin Etki Tepki Fonksiyonlarının Güven Aralıklarının Güvenilirliği” *Pamukkale Üniversitesi*.

GÜNÇAVDI, Ö., LEVENT, H., ÜLENGİN, B. (2000) “Yüksek ve Değişken Enflasyonun Tahmininde Alternatif Modellerin Karşılaştırılması: Türkiye Örneği” *ODTÜ Gelişme Dergisi*, 27(1-2) 2000.

HALL, E., R., MaANKIW, N., G. (1993) “ Nominal Income Targeting.” *NBER Working Paper No: 4439*.

HONDA, Y. (2000) “Some Tests on the Effects of Inflation Targeting in New Zealand, Canada, and the UK” *Economic Letters*, 66 (January 2000).

HRNCIR, M., SMIDKOVA, K. (1998) “The Czech Approach to Inflation Targeting” *Czech National Bank*.

HUNT, B., GAIDUCH, V. (2000) “Inflation Targeting Under Potential Output Uncertainty.” *IMF Working Paper WP/00/158, October, 2000*.

İNAN, A., E. (2002) “Kur Rejimi Tercihi ve Türkiye” *Türkiye Bankalar Birliği, Bankacılık ve Araştırma Grubu*.

JAPAN BANK (2000), “On Price Stability”
<http://www.boj.or.jp/en/seisaku/00/pb/data/k001013a.pdf> (01.03.2002).

JENSEN, H. (1999) “Targeting Nominal Income Growth or Inflation?” *University of Copenhagen CEPR and EPRU*.

JOHANSEN, S. (1998), “Statistical Analysis of Cointegration Vectors” *J. Econ. Dynam. Control* 12, 2/3.

JOHANSEN, S., JUSELIUS, K. (1990) “Maximum Likelihood Estimation and Inferences on Cointegration-with Applications to the Demand for Money,” *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52

JONAS, J., MISHKIN, F. (2003) "Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects" *NBER Working Paper No: 9667*.

JUNGGUN, O. (2000) "Inflation Targeting: A New Monetary Policy Framework in Korea" *The Bank of Korea*.

KADIOĞLU, F., ÖZDEMİR, N., YILMAZ, G. (2000) "Inflation Targeting in Developing Countries." *The Central Bank of the Republic of Turkey, Discussin Paper, September, 2000*.

KAMIN, S., TURNER, P., DACK, J., V. (1998) "The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies" *Bank of International Settlements, Policy Papers No.3*.

KARASOY, A., SAYGILI, M., YALÇIN, C. (1998) "Enflasyonun Doğrudan Hedeflenmesi ve Bazı Ülke Deneyimleri" *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Tartışma Tebliğ No:9801*.

KESRİYELİ, M. (1997) "1980'li Yıllardan Günümüze Para Politikası Gelişmeleri" *TCMB Araştırma Genel Müdürlüğü, Yayın No:97/4*.

KİBRİTÇİOĞLU, A. (2001) "Causes of Inflation in Turkey: A Literature Survey with Special Reference to Theories of Inflation" *University of Illinois at Urbana-Champaign, Office of Research Working Paper No. 01-0115*.

KUMHOF, M. (2001) "A Critical View of Inflation Targeing: Crises, Limited Sustainability, and Aggregate Shocks" *Central Bank of Chile, Working Papers, No: 127*.

KUNTER, K., JANSSES, N. (2002) "Credibility of Monetary Regimes: Is Inflation Targeting Different?" *TCMB Research Department, Discussion Paper No:2002/1*.

LEVIN, A., NATALUCCI, F., PIGER, J. (2004) "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting" *Federal Reserve Bank of St. Louis*.

MALATYALI, K. (1998) "Enflasyon Hedeflemesi, Ülke Uygulamalarına Örnekler ve Türkiye'de Uygulanabilirliği." *DPT Yayınları*.

MALİK, H., A. (2003) “Price Level vs. Nominal Income Targeting and the Cost Channel of Monetary Policy Transmission” *Lakehead University*.

MASSON, R., P. SAVASTANO, A., M. (1997) “The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries.” *IMF Working Paper WP/97/130, October, 1997*.

McCALLUM T., B. (1996) “ Inflation Targeting in Canada, New Zealand, Sweden, The United Kingdom, and in General.” *NBER Working Paper No: 5579*.

McCALLUM T., B. (2000) “The Present and Future Monetary Policy Rules.” *NBER Working Paper No: 7916*.

McCALLUM T., B. (2001) “ Inflation Targeting and Liquidity Trap.” *NBER Working Paper No: 8617*.

McCALLUM, T., B. (1997) “The Alleged Instability of Nominal Income Targeting” *NBER Working Paper No: 6291*.

MISHKIN, F. (2000a) “From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons From the Industrialized Countries.” *Bank of Mexico Conference*.

MISHKIN, F. (2000b) “Inflation Targeting in Emerging Market Countries.” *NBER Working Paper No: 7618*.

MISHKIN, F., SAVASTANO, M. (2000) “ Monetary Policy Strategies for Latin America.” *NBER Working Paper No: 7617*.

MISHKIN, F. (1996) “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for monetary policy.” *NBER Working Paper No: 5464..*

MISHKIN, F. (1997a) “Strategies for Controlling Inflation” *NBER Working Paper No: 6122*.

MISHKIN, F. (1998) “Exchange Rate Pegging in Emerging Market Countries” <http://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/IF98.pdf> (11.10.2005).

MISHKIN, F. (1999) "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes." *NBER Working Paper No: 6965*.

MISHKIN, F., HEBBEL-SCHMIDT, K. (2001) "One Decade of Inflation Targeting in the World: What do We Know and What do We Need to Know." *NBER Working Paper No: 8397*.

MISHKIN, F., POSSEN, A. (1997) "Inflation Targeting: Lessons from Four Countries." *NBER Working Paper No: 6126*

MORANDE, F., SCHMIDT-HEBBEL, K. (1999) "The Scope for Inflation Targeting in Emerging Market Countries" *Central Bank of Chile*.

NORBERT, J., KUNTER, K. (2002), "Credibility of Monetary Regimes: Is inflation Targeting Different?" *The Central Bank of the Republic of Turkey Research Department Discussion Paper, No:2002/1, January, 2002*.

NUALTARNEE, J. (2005) "Transmission Mechanism of Monetary Policy" <http://wb-cu.car.chula.ac.th/papers/transmission.htm> (04.01.2005).

OBSTFELD, M., ROGOFF K. (1995) "The Mirage of Fixed Exchange Rates" *NBER Working Paper No: 5191*.

ORPHANDIES, A. (2001) "Monetary Policy Rules, Macroeconomic Stability and Inflation: A view from the trenches." *JEL Classification System, December, 2001*.

ÖNDER, İ., TÜREL, O., EKİNCİ, N., SOMEL, C. (1993) "Türkiye'de Kamu Maliyesi Finansal Yapı ve Politikalar" *Trih Vakfı Yayınları*.

ÖZTÜRK, S. (2003) "Enflasyon Hedeflemesi." *Derin Yayınevi, Yayın No:33; İstanbul 2003*.

PARASIZ, İ. (1996) "Para Politikası" *Ezgi Kitabevi Yayınları*.

PATEL, R. U. (1997) “ Some Implications Real Exchange Rate Targeting in India ” *Reserve Bank of India, October, 1997.*

PAYA, M. (1998) “Para Teorisi ve Para Politikası” *Filiz Kitabevi, İstanbul, 1998.*

PETER, N. (1993) “Price Stability Under Long-Run Monetary Targeting.” *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, Volume: 79/1, 1993.*

PETURSSON, T., G. (2000) “Exchange Rate or Inflation Targeting in Monetary Policy?” *Central Bank of Iceland, Monetary Bulletin, 2000/1.*

PILL, H. (2001) “Monetary Analysis:Tools and applications.” *ECB Central Bank, January, 2001.*

Reserve Bank of Australlia (1999) “ Six Years of Inflation Targeting.” *Reserve Bank of Australlia Bulletin, May, 1999.*

RICH, G. (2003) “Swiss Monetary Targeting 1974-1996: The Role of Internal Policy Analysis.” *European Central Bank, Working Paper Series, No:136.*

RUDEBUSCH, G. (2002) “Assessing Nominal Income Rules for Monetary Policy with Model and Data Uncertainty” *The Economic Journal, Vol:112.*

SAREL, M. (1996) “ Non-linear Effects of Inflation on Economic Growth.” *Staff Papers, International Money Fund, Vol: 43, March, 1996.*

SHERIDAN, N., BALL, L. (2003) “Does Inflation Targeting Matter?” *IMF Working Paper WP/03/129, June, 2003.*

SHERWIN, M. (2000) “Institutional Frameworks For Inflation Targeting” *Bank of Thailand.*

SIMS, A., C. (2003), “ Limits to Inflation Targeting.” *Department of Economics, Princeton University.*

STERNE, G. (1999) “The Use of Explicit Targets for Monetary Policy: Practical Experiences of 91 Economies in the 1990s” *Bank of England*.

STONE, R., M. (2003) “Inflation Targeting Lite.” *IMF Working Paper WP/03/12, January, 2003*

STONE, R., M. CARARE, A. (2003) “Inflation Regimes.” *IMF Working Paper WP/03/9, January, 2003*.

SVENSSON, E., O. (1996) “ Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: A free lunch.” *NBER Working Paper No:5719*.

SVENSSON, E., O. (1997/98) “Monetary Policy and Inflation Targeting.” *NBER Reporter Winter 1997/98, 5-8*.

SVENSSON, E., O. (1997a) “Inflation Targeting: Some Extensions” *NBER Working Paper No: 5962*.

SVENSSON, E., O. (1997b) “ Inflation Forecast Targeting: Implementing and monitoring inflation targets.” *NBER Working Paper No:5797*.

SVENSSON, E., O. (1998) “Inflation Targeting as A Monetary Policy Rule” *NBER Working Paper No:6790*.

ŞEN, H. (2001) “Enflasyonu Önlemede Döviz Kuru Rejimleri” <http://www.foreigntrade.gov.tr/ead/DTDERGI/nisan2001/enflasyon.htm>.

ŞIKLAR, İ. (1999) “Enflasyon Hedeflemesi ve Para Talebinin Rolü” *Eskişehir Sanayi Odası, Yayın No:27,1.B*.

TCMB, (2000) “2000 Yıllık Rapor” <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/00türkce/yraporx.html>

TCMB, (2001a) “Para Politikası Raporu” http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/para_politikasi_raporlari.htm

TCMB, (2001b) “Yıllık Rapor” <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/01turkce/yraporx.html>

TCMB, (2002a) “Fiyat İstikrarı” www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/konusma/tur/2002/konusma.php

TCMB, (2002b) “Para Politikası Raporu” http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/para_politikasi_raporlari.htm

TCMB, (2002c) “Yıllık Rapor” <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/02turkce/yraporx.html>

TCMB, (2003) “Yıllık Rapor” <http://www.tcmb.gov.tr/research/yillik/03turkce/yraporx.html>

TCMB, (2005) “Enflasyon Hedeflemesi Rejiminin Genel Çerçevesi ve 2006 Yılında Para ve Kur Politikası” *TCMB, Aralık, 2005, Sayı:2005-56.*

TCMB, (2006) “Enflasyon Raporu 2006-I” <http://www.tcmb.gov.tr/research/parapol/enf-ocak2006.php>.

TELATAR, E. (2002) “Fiyat İstikrarı Ne? Nasıl? Kimin İçin?” *İmaj Yayınevi, Ankara, Ekim 2002.*

THE CZECH NATIONAL BANK, “Inflation Targeting in the Czech Republic.” [http://www.cnb.cz/en/pdf/a-inf-targ.pdf,\(23.12.2003\).](http://www.cnb.cz/en/pdf/a-inf-targ.pdf,(23.12.2003).)

TOBB, (2000) “Ekonomik Rapor 99 55. Genel Kurul” *Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Mayıs-2000.*

TOBB, (2002) “Ekonomik Rapor/2001 57. Genel Kurul” *Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Mayıs-2002.*

TOBB, (2005) “Ekonomik Rapor 2004 60. Genel Kurul” *Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği, Mayıs-2005.*

TOKGÖZ, E. (1999) “Türkiye’nin İktisadi Gelişme Tarihi (1914-1999)” *İmaj Yayınevi, 5. Bası.*

TUTAR, E. (2002) “Inflation Targeting in Developing Countries and Its Applicability to the Turkish Economy” The Faculty of the Virginia Polytechnic Institute and State University.

TUTAR, E. (2005) “Enflasyon Hedeflemesinin Önkoşulları:Türkiye’de Para Politikası Araçları ile Enflasyon Arasındaki İlişkinin İncelenmesi” Uzmanlık Yeterlilik Tezi,TCMB Piyasalar Genel Müdürlüğü, Ağustos 2005.

TÜRKİYE CUMHURİYETİ MERKEZ BANKASI (TCMB) Web Sitesi, www.tcmb.gov.tr.

URIBE, M. (2002) “Real Exchange Rate Targeting and Macroeconomic Instability” *NBER Working Paper No: 9294*.

USTA, B. (2003) “Enflasyon Hedeflemesi: Gelişmekte Olan Ülkelere Uygulanabilirliği ve Türkiye Örneği” www.tcmb.gov.tr (15.04.2004).

UYGUR, E. (2001) “Enflasyon, Para ve Mali Baskı: İktisat Politikasında Geri Kalmışlık.” *İktisat/ İşletme ve Finans*, Yıl:16, Sayı: 189, Aralık, 2001.

WALSH, C. (1999) ““Announcements Inflation Targeting And Central Bank Incentives” *Economica*, 1999, Vol.66.

WEST, D., K. (1986) “Targeting Nominal Income.” *NBER Working Paper No: 1835*.

WOGLOM, G. (2000) “Inflation Targeting in South Africa: A Var Analysis” *J. Stud. Econ. Econometrics*, 2000, 24(2).

WOODFORD, M. (1995) “ Price Level Determinacy Without Control of a Monetary Aggregate.” *NBER Working Paper No: 5204*.

KİŞİSEL ÖZGEÇMİŞ

ADI VE SOYADI	Cuma BOZKURT
DOĞUM YERİ VE TARİHİ	Gölbaşı / 01.03.1976
MEDENİ HALİ	Evli
MESLEĞİ	Öğretim Elemanı
ASKERLİK DURUMU	Tecilli
E-MAIL	cbozkurt@mail.com
YABANCI DİL	İngilizce
EĞİTİM DURUMU	Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Doktora Programı (2001-2006) Ç.Ü. Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı Yüksek Lisans Programı (1997-2001) Marmara Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İktisat Bölümü (1993-1997) Ankara Çankaya Seyranbağları Lisesi (1990-1993) Adıyaman Gölbaşı Ortaokulu (1987-1990) Adıyaman Gölbaşı Gazi İlkokulu (1982-1987)